

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

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA
PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İsmail TÜRKYILMAZ

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Tolga AYOĞLU

TEMMUZ 2014

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

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA
PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İsmail TÜRKYILMAZ

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Tolga AYOĞLU

TEMMUZ 2014

ÖNSÖZ

Bu çalışma, akademik dünyaya attığım ilk adım olan yüksek lisans öğrenimimizin neticesinde ortaya çıkmıştır. Çalışmamın başından beri yardımlarını hiçbir zaman esirgemeyen, her zaman büyük destek ve anlayış gösteren değerli danışmanım Doç. Dr. Tolga Ayoğlu'ya çok şey borçlu olduğumu ifade etmek durumundayım. Enstitü Müdür Yardımcımız Yrd. Doç. Dr. H.Ali Dural ve lisans öğrenimimi aldığım Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesinden hocam Prof. Dr. Mehmet Bahtiyar'a değerli zamanlarını benden esirgemedikleri ve tezi incelerken ortaya koydukları emek için teşekkürlerimi sunmak isterim.

Hayatımın her alanında her zaman yanımda olan ve aldığım kararları destekleyen babam Niyazi Türkyılmaz ve annem Ummahan Türkyılmaz'a sonsuz teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR	ix
RÉSUMÉ	x
ABSTRACT	xv
ÖZET	xix
GİRİŞ	1
A. Konunun Tanıtımı ve Sınırlandırılması	1
B. Plan	2
C. Terminoloji	2
D. Konuya İlişkin Mevzuata Bakış.....	3
I. BÖLÜM: PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞU KAVRAMI VE KAPSAMI	5
A. Tanımı	5
B. Kapsamı	7
1. Tebliğ'in Uygulama Alanı	7
2. Pay Alım Teklifi Zorunluluğu Kapsamında Yer Alan Ortaklıklar	10
3. Pay Alım Teklifi Zorunluluğuna Konu Menkul Kıymet	11
C. Hukuki Niteliği	12
D. Tarihçesi Ve Karşılaştırmalı Hukuktaki Yeri	15
E. Pay Alım Teklifi Zorunluluğuna İlişkin Görüşler	16
1. Lehteki Görüşler	16
2. Aleyhteki Görüşler.....	17
F. Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Öngörülme Nedenleri	19
1. Küçük Yatırımcının Korunması İlkesi.....	19
2. Eşit İşlem İlkesi.....	21
G. Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Temel Hukuk İlkeleri Açısından Değerlendirilmesi.....	23
1. Sözleşme Özgürlüğü Açısından.....	23
2. Tek Borç İlkesi Açısından	24

II. BÖLÜM: PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞUNUN ORTAYA ÇIKMASI	27
A. Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Doğduğu Haller.....	27
1. Genel Olarak	27
2. Yönetim Kontrolünü Sağlayan Payların veya Oy Haklarının İktisap Edilmesi (SerPK m.26 Ve II.26-1 Sayılı Tebliğ).....	30
a) Temel Kavramlar	30
(1) Pay Alım Teklifi Zorunluluğuna Konu Menkul Kıymet.....	30
(2) Yönetim Kontrolü Kavramı.....	31
(3) Birlikte Hareket Eden Kavramı	32
(4) Dolaylı Kontrol Kavramı.....	37
b) Yönetim Kontrolü Sağlayan Payların Elde Edilmesi	39
c) Yönetim Kontrolü Sağlayan Oy Haklarının İktisap Edilmesi	40
d) Yönetim Kontrolü Sağlayan İmtiyazlı Paylara Sahip Olunması	48
(1) Yönetim Kurulu Üye Sayısının Salt Çoğunluğunu Seçme Hakkı Veren İmtiyazlı Paylara Sahip Olunması.....	48
(2) Genel Kurulda Yönetim Kurulu Üye Sayısının Salt Çoğunluğunu Oluşturan Sayıdaki Üyelikler İçin Aday Gösterme Hakkı Veren İmtiyazlı Paylara Sahip Olunması.....	50
e) Yönetim Kontrolünün Özel (Yazılı) Anlaşmalarla Elde Edilmesi	53
3. Önemli Nitelikteki İşlemler Nedeniyle Yapılacak Zorunlu Pay Alım Teklifi (SerPK m.25/1 ve II-23.1 Sayılı Tebliğ m.8 ve m.11).....	56
a) Zorunlu Pay Alım Teklifi Doğuran İşlemler	56
(1) İmtiyaz Öngörmesi veya Mevcut İmtiyazların Kapsam Veya Konusunu Değiştirmesi.....	57
(2) Hakim Ortağın Nakit Sermaye Koyma Borcunun Ortaklığa Varlık Devrinden Kaynaklanan Alacaklara Mahsup Edilmek Suretiyle Yerine Getirilmesi.....	58
(3) Borsa Kotundan Çıkma Kararı Alınması	59
4. Ortaklıkların Kanun Kapsamından Re'sen Çıkarılması Nedeniyle Oluşan Pay Alım Teklifi Zorunluluğu (SerPK m.33/4 ve II-16.1 Sayılı Tebliğ).....	60

5.	Yatırım Ortaklıklarının Yatırım Ortaklığı Niteliğinin Değiştirilmesine veya Yitirilmesine Neden Olacak Esas Sözleşme Değişikliklerine İzin Verilebilmesi İçin Pay Alım Teklifi Zorunluluğu (SerPK m.26/5)	63
6.	SPK' nın Yetkisinde Olan Durumlar (SerPK m.26/4 ve II-26.1 Sayılı Tebliğ m.11/3)	65
B.	Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Doğmadığı Haller	67
1.	Yönetim Kontrolünün Gönüllü Pay Alım Teklifini Takiben Elde Edilmesi	69
2.	Özel Yazılı Anlaşmalarla Yönetim Kontrolünün Ele Geçirilmesinde Pay Sahiplerine Ayrılma Hakkı Verilmesi	70
3.	Yönetim Kontrolünün Geçici Olarak Kaybedilmesi.....	71
4.	Yönetim Kontrolünün Grup Şirketleri İçinde El Değiştirmesi	73
C.	Pay Alım Teklifi Zorunluluğundan Muafiyet	74
1.	Genel Olarak	74
2.	Muafiyet Halleri.....	75
a)	Ortaklığın Mali Yapısının Güçlendirilmesi	75
b)	Pay Alım Teklifi Zorunluluğu Oluşturan Payların Elden Çıkarılması veya Elden Çıkarılacağıın Taahhüt Edilmesi.....	78
c)	Halka Açık Ortaklığın Ana Ortaklığındaki Yönetim Kontrolü Değişikliğinin, Halka Açık Ortaklıktaki Yönetim Kontrolünün Elde Edilmesi Amacını Taşımaması	80
d)	Özelleştirme Kapsamındaki Ortaklıklar	81
e)	Birleşme Amaçlı Ortaklığın Devralan Sıfatıyla Taraf Olduğu Birleşme İşleminde Kaynaklanan Yönetim Kontrolü Değişikliği Durumu	82
3.	Muafiyet Başvuru Süreci	84
4.	Muafiyet Başvurusunun Karara Bağlanması	85
III.	BÖLÜM:ZORUNLU PAY ALIM TEKLİFİNİN UYGULANMASI	88
A.	Zorunlu Pay Alım Teklifi Süreci	88
1.	Pay Alım Teklifine İlişkin Genel Esaslar	88
2.	Kurul'a Başvuru Yapılması	88
3.	Sürelere İlişkin Esaslar	90
a)	Tebliğ'de Yer Alan Süreler	90
(1)	Kurul'a Başvuru Süresi	90

	(a) Genel olarak	90
	(b) Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Doğma Anı	90
	(2) Fiili Pay Alım Teklifine Başlama Süresi	94
	(3) Pay Alım Teklifinin Geçerlilik (Bağlayıcılık) Süresi	96
	b) Sürelere Uyulmaması Halinde Uygulanacak Yaptırım	96
4.	Bilgi Formuna İlişkin Esaslar	97
	a) Genel Olarak	97
	b) İçeriği ve Kurul Tarafından Onaylanması	97
	c) İlanı	98
	d) Sorumluluk	99
	e) Pay Alım Teklifinin Durdurulması Veya Yasaklanması	101
	(1) Pay Alım Teklifinin Durdurulması	101
	(2) Pay Alım Teklifinin Yasaklanması	104
5.	Aracılık Sözleşmesine İlişkin Esaslar	105
	a) Genel Olarak	105
	b) Hukuki Niteliği ve Tarafları	105
	c) Yatırım Kuruluşu Kullanma Zorunluluğu ve Muafiyet	107
	d) Önemi	107
	e) Aracılık Sözleşmesinin Asgari Unsurları ve Şekli	108
6.	Pay Alım Teklifi İçin Gerekli Mali Kaynağın Sağlanması	109
B.	Pay Alım Teklifi Zorunluluğunda Bedelin Ödenmesine İlişkin Esaslar ...	110
1.	Ödemenin Niteliği	110
	a) Kural	110
	b) İstisna	111
	c) Özel Durum	113
2.	Ödeme Zamanı	114
3.	Fiyatın Belirlenmesi	115
	a) Hedef Ortaklık Paylarının Borsada İşlem Görmesi Durumunda	115
	b) Yönetim Kontrolünün Dolaylı Olarak Elde Edilmesi	117

c)	Birden Fazla Pay Grubunun Varlığı	118
d)	Zorunlu Pay Alım Teklifi Fiyatının Yeniden Belirlenmesi	119
4.	Fiyat Eşitliğinin Sağlanması	120
5.	Fiyatın Belirlenmesinde Faize ve Kura İlişkin Esaslar	121
a)	Faize İlişkin Düzenlemeler	122
(1)	Pay Alım Teklifi Zorunluluğu Doğuran İşlemlerde Fiyatın TL Üzerinden Belirlenmiş Olması	122
(2)	Pay Alım Teklifi Zorunluluğunu Doğuran İşlemlerde Fiyatın Yabancı Para Birimi Üzerinden Belirlenmiş Olması	122
b)	Kura İlişkin Düzenleme	123
C.	Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Sürece Yansımaları	124
1.	Genel Olarak	124
2.	Zorunlu Pay Alım Teklifinin Kamuyu Aydınlatma İlkesi İçindeki Yeri...	125
3.	Açıklanması Gereken Durumlar	126
a)	Pay Alım Teklifinde Bulunulmasına Karar Verilmesi	127
b)	Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Ortaya Çıkması ve Muafiyet İlişkin Bilgiler.....	127
c)	Fiyat ve Fiyatın Tespit Yöntemi	128
d)	Pay Alım Teklifinde Bulunmak Üzere veya Muafiyet İçin Kurul'a Başvurulması.....	128
e)	Kurul'a Yapılan Başvuruların Sonuçlanması	129
f)	Fiyatın Tespiti Amacıyla Hazırlanacak Değerleme Raporları.....	129
g)	Teklif Süresince İktisap Edilen Paylara İlişkin Bilgiler	129
h)	Teklif Süresi Bitiminde Elde Edilen Paylara İlişkin Bilgiler	130
i)	Tekliften Sonra Hedef Ortaklığın Ortaklık Yapısı	130
j)	Gönüllü Pay Alım Teklifinden Vazgeçilmesi.....	130
k)	Fiyat Eşitliğinin Sağlanması İçin Yapılan İşlemler	131
4.	Sorumluluk.....	131
a)	Kamuya Açıklanan Bilgilerden Dolayı Sorumlu Olanlar.....	131
D.	Pay Alım Teklifi Zorunluluğuna Aykırılığın Yaptırımları	133

1.	Genel Olarak	133
2.	6362 Sayılı Yeni SerPK ile Getirilen Düzen	134
3.	Sermaye Piyasası Hukuku Kapsamında Uygulanacak Yaptırımlar	135
	a) İdari Para Cezası	136
	b) Oy Haklarının Donması	138
	(1) Tanım ve Önemi	138
	(2) Kapsamı	139
	(3) Oy Haklarının Donması Yaptırımının Uygulanması	141
	(4) Donma Anı	143
	(5) Oy Haklarının Donmasının Sonucu	145
	(6) Donan Oy Haklarını Katılımıyla Alınan Genel Kurul Kararlarının Akıbeti	146
4.	Borçlar Hukuku Kapsamında Uygulanabilecek Yaptırımlar	149
	a) Genel Olarak	149
	b) Aynen İfa Davasının Şartları	151
	(1) Borcun Muaccel Olması	151
	(2) Borcun İfa Edilmemiş Olması	152
	(3) İfanın Mümkün Olması	152
	(4) İhtar	152
	c) Davanın Sonucunda Verilecek Karar	153
	d) Gecikme Tazminatı ve Temerrüt Faizi	154
	SONUÇ	155
	KAYNAKÇA	159
	ÖZGEÇMİŞ	166
	TEZ ONAY SAYFASI	167

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
Bkz	: Bakınız
E	: Esas
EÜHFD	: Erzincañ Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
HD	: Hukuk Dairesi
HAAO	: Halka Açık Anonim Ortaklık
GSÜHFD	: Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
K	: Karar
Kr	: Kuruş
m	: Madde
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
N	: Numara, No
S	: Sayı
s	: Sayfa
SerPK	: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
Tebliğ	: II-26.1 Sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği
TBK	: 6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
TTK	: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTKYUK	: 6013 Sayılı Türk Ticaret Kanununun Yürüluğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
YTM	: Yatırımcı Tazmin Merkezi

RÉSUMÉ

Dans le droit du marché financière Turc, offre obligatoire signifie l'obligation d'offrir l'achat des actions des actionnaires qui n'ont pas de pouvoir de contrôle dans le cas où une personne physique ou morale détient des actions ou droits de vote qui fournissent le contrôle dans les sociétés anonymes ouverts.

Le caractère juridique d'offre obligatoire est une offre pour former un accord d'achat des actions. Offre obligatoire est une offre qui est limitée par minimum et maximum limite de temps. Offre obligatoire a également un caractère d'offre public (ouvert). L'offre est acceptée généralement par une acceptation implicite. En fait, les actionnaires qui veulent vendre ses actions à l'actionnaire en contrôle et de quitter l'entreprise, doit remettre les actions à l'entreprise intermédiaire. Ce comportement va signifier l'acceptation de l'offre qui est faite par l'actionnaire de contrôle.

L'offre obligatoire a une courte histoire. Dans le monde, l'offre obligatoire a été introduite avec un amendement au Code de Ville d'Angleterre en 1972 pour la première fois. Union européenne a pris l'offre obligatoire dans le cadre du droit communautaire en 2004. En Turquie, l'offre obligatoire a été introduite avec un amendement au Code de Marche Financière en 1992. Certains pays ont pris l'offre obligatoire de leur législation à la suite de l'Angleterre. Toutefois, certains pays n'ont pas encore appliqué la règle d'offre obligatoire. A la base des pays, les opinions sur l'offre obligatoire, en effet effectuent l'application de la règle de l'offre obligatoire. Il y a des opinions contre la règle de l'offre obligatoire pour des raisons que le prime de contrôle appartient aux actionnaires qui le transfère le contrôle, pas à la société, que l'augmentation du coût rend plus difficile l'aliénation des sociétés et que ceci cause de diminuer l'applicabilité du principe de libre circulation des capitaux. Les opinions en faveur de l'application d'offre obligatoire allèguent que la règle d'offre obligatoire est un arrangement qui sert à la protection des investisseurs de la marché financière; que le prime de contrôle appartient à tous les actionnaires plutôt que la personne qui transfère le contrôle de gestion en vertu du principe de traitement

équitable, quel'offre obligatoire sert comme une filtre contre des acquisitionsfaibles à la prise de contrôle des sociétés.

L'objectif essentiel de l'offre obligatoire est de permettre les actionnaires qui sont en dehors du contrôle de gestion de vendre leurs actions à un prix équitable et de quitter la société. En plus, l'application du principe de traitement équitable constitue le deuxième objectif.

La base normative de l'offre obligatoire en droit de marche financière Turc est l'article 26 du nouveaux Code de Marché Financière Turc. C'est pourquoi, l'offre obligatoire,dans le terme de la source de l'obligation,est directement basée dans leCode de Marche Financière Turc.

Conformément à l'article 48 de la Constitution de la République de la Turquie et de l'article 26 du Code des Obligations Turc, le principe est la liberté de contrat. La liberté de contrat qui est considéré comme l'un des droits fondamentaux ne peuvent être restreints que par la loi en vertu de l'article 13 de la Constitution Turque. Dans le droit Turc,l'offre obligatoire est une exception de la règle de la liberté de contrat. Selon la règle d'offre obligatoire, dans unesociété anonyme qui est ouvert,si une personne acquis des actions ou droits de vote qui permet au contrôle de la gestion, il ou elle doit offrir d'acheter les actions qui sont en dehors du contrôle de la gestion. Le contrat d'achat des actions est formé entre l'offrant et les actionnaires qui acceptent l'offre obligatoire. Législation secondaire liée à l'offre obligatoire comporte de nombreuses dispositions (tout comme les règles relatives à l'intérêt ou taux) qui interfèrent au contenu du contrat. Le résultat le plus important de l'exception du principe de la liberté contrat est que l'offre obligatoire est sujet à la règle de l'interprétation restrictive.

Il y a une discussion sur la question de savoir si l'offre obligatoire constituent une exception du principe de seule dettedans le droit des sociétés anonymes ou pas. En énumérant les raisons principaux dans le chapitre concerné, nous sommes pour l'opinion minoritaire qui accepte que la règle d'offre obligatoire n'est pas une exception du principe de seule dette dans le cadre de sociétés anonymes.

Offre obligatoire ne se pose pas seulement dans le cas d'acquisition des actions ou des droits de vote qui fournissent le contrôle de la gestion. L'offre obligatoire peut

être appliqué aux transactions importantes des sociétés, à l'exclusion des sociétés ex officio de la Marche Financière Turc. Par conséquent, il y a des législations secondaires qui organisent l'offre obligatoire qui sont différents des règles de prise de contrôle.

La transaction légale qui révèle l'offre obligatoire n'est pas importante. Le règlement rend cette situation explicite avec l'expression d'*offre partielle de prise de contrôle, des blocs ou achats individuels ou par tout autre moyen*. Le Règlement en effet ne prend pas en considération les transactions légales qui révèlent l'offre obligatoire, elle met l'accent sur le résultat de cette transaction légale si le contrôle de la gestion est changé ou pas. Par conséquent, s'il existe des conditions d'offre obligatoire, les achats qui sont réalisés sur la Bourse, qui sont le résultat de contrat d'achat d'actions hors de la Bourse, l'acquisition par héritage ou le résultat de l'augmentation du capital peuvent causer l'offre obligatoire.

Le Code de Marche Financière veut empêcher strictement les futures négociations sur l'application de l'offre obligatoire. Pour cette raison, le Code autorise l'Autorité de Marche Financière de réglementer l'exemption de l'offre obligatoire. Dans le champ d'application de cette autorisation, le Règlement donne à l'Autorité de Marche Financière le pouvoir discrétionnaire d'accorder l'exemption. Les situations qui peuvent causer l'exemption sont énumérées dans le Règlement et cette énumération est exhaustive. Si ces situations d'exemption se produisent, l'Autorité de Marche Financière peut accorder la décision d'exemption sur la demande de personne qui est obligé de faire une offre obligatoire. La décision de l'Autorité sur l'exemption a l'effet constructif. La différence fondamentale entre l'exemption de l'offre obligatoire et les situations dans lesquelles l'offre obligatoire n'émerge pas est qu'il existe d'une exemption de l'offre obligatoire, mais à cause de la décision de l'Autorité de Marche Financière la règle d'offre obligatoire n'est pas applicable. Dans les situations dans lesquelles l'offre obligatoire n'émerge pas l'obligation de faire une offre ne vient pas en existence ex tunc. La décision de l'Autorité sur l'application des parties malgré l'existence de ces situations, a uniquement un effet explicatif.

Le processus de mise en œuvre d'offre obligatoire est organisé en détails par le Règlement d'Offre de Prise en Contrôle. Tout d'abord, la personne qui est dans l'obligation de faire une offre doit préparer une forme d'information qui est contenue

dans l'annexe et puis cette forme d'information est soumis à l'approbation de l'Autorité de Marche Financière. Comme la règle générale, la personne qui est dans l'obligation de faire une offre doit conclure un contrat d'intermédiaire avec une entreprise d'investissement. Exceptionnellement, si une société anonyme ouvert qui n'est pas coté en bourse est dans une situation de faire une offre obligatoire, l'Autorité de Marche Financière peut prendre une décision d'exemption pour l'obligation d'utiliser une entreprise d'investissement.

Nouvelle Code de Marche Financière Turc, pour la première fois, dispose la suspension d'offre obligatoire et l'interdiction d'offre obligatoire. Selon ces nouvelles règles, après la ratification de la forme d'information, si le contenu de la forme est faux, trompeur et carence, l'Autorité de Marche Financière a le pouvoir de suspendre ou d'interdire l'offre obligatoire.

La personne qui est dans l'obligation de faire une offre s'adresse à l'Autorité avec les documents qui sont énumérés dans le Règlement. Bien que l'offre obligatoire soit apparu, si l'obligé ne s'applique pas à l'Autorité de faire une offre ou ne termine pas le processus d'offre obligatoire dans le temps indiqué dans le règlement, certaines sanctions seront imposées sur l'obligé.

L'une des réformes les plus importantes de la nouvelle Code de Marche Financière est la sanction de geler le droit de vote de l'obligé jusqu'à que l'obligation est exécutée dans le cas d'une infraction de la règle d'offre obligatoire. Dans la Vieille Code de Marche Financière, il n'y avait qu'une seule sanction pour la violation de la règle d'offre obligatoire: amende administrative. Le législateur a pris en compte que cette amende administrative n'était pas assez efficace et il a fait un changement pour empêcher la violation de la règle d'offre obligatoire en acceptant la sanction de geler le droit de vote. Le Code de Marche Financière remarque que la sanction de geler est appliqué seulement pour le droit de vote. Par conséquent, d'autres droits, comme le droit au partage des profits ou droit de préemption ne sont pas soumis à sanction de geler. La sanction de geler le droit de vote de l'actionnaire infracteur signifie que ce droit de vote n'est pas pris en compte au moment que le quorum de l'assemblée générale est en cours de création. Ainsi, le législateur veut empêcher l'actionnaire infracteur d'utiliser ses droits relatifs à la gestion. Résolutions de l'assemblée générale qui est créé avec les droits de vote gelées sont soumises à la sanction d'annulation.

En outre, les petits investisseurs ont le droit d'engager une action pour que les l'obligé d'offre obligatoire accomplisse cette obligation. Le Conseil d'administration également commande aux petits investisseurs d'engager l'action pour que les l'obligé d'offre obligatoire accomplisse cette obligation et de réclamer des dommages-intérêts qui résultent de la violation de la règle d'offre obligatoire.

ABSTRACT

In Turkish Capital Market Law, mandatory bid means that if a legal or natural person holds the shares or voting rights which provide management control, this person is under the obligation to offer to purchase the shares of the non-controlling shareholders in the publicly-held joint stock companies.

The legal character of mandatory bid is that it is an offer to form a share purchase agreement. Mandatory bid is an offer which is restricted by minimum and maximum time limit. This type of bid also has the characteristics of a public (open) offer. The offers generally are accepted by an implicit acceptance. In fact, shareholders who want to sell their shares to the controlling shareholder and leave the company shall deliver the shares to the intermediary firm. This behavior will mean as an acceptance for the offer which is made by the controlling shareholder.

The mandatory bid has a close history. In the world, firstly, the mandatory bid was introduced with an addition to the City Code of England in 1972. European Union has taken the mandatory bid into the scope of the community law in 2004. In Turkey, the mandatory bid has been introduced with an addition to Turkish Capital Market Code in 1992. Some countries have applied the mandatory bid to their legislation by following England. However, some countries do not still apply the mandatory bid rule. Indeed, the opinions related to the presence of the mandatory bid, on the basis of each country, effect the application of the mandatory bid rule. The basic rationale of the opinions which are against the mandatory bid rule are; control premium belongs to the partners who transfer the control of management not to the company because of increasing the cost make it difficult to take over the companies, and decreasing the applicability of the principal of free movement of the capital. The supporters of the application of mandatory bid rule bases on these ideas: Mandatory bid rule is an arrangement which serves the protection of capital market investor, as a result of the equal treatment principal the control premium belongs to all shareholders rather than the person who transfers the control management, in the takeover of the companies mandatory bid rule by serving as a filter blocks weak acquisitions.

The basic aim of the mandatory bid rule is to ensure that the shareholders who are outside of the management control gaining the right to sell their share under the fair price to the controlling partner. In addition to this protection aim, the application of the equal treatment principal constitutes the second aim.

The normative basis of the mandatory bid in Turkish capital market law is article 26 of the new Capital Market Code. Therefore, the mandatory bid (in the term of the source of the obligation) originated directly from Turkish Capital Market Code.

According to article 48 of the Constitution of the Republic of Turkey, and article 26 of the Turkish Code of Obligations, as a principle, the freedom of contract is in force. Freedom of contract, which is regarded as one of the fundamental rights, can be restricted only by an act according to the article 13 of the Turkish Constitution. The mandatory bid in Turkish Law is an exception of the freedom of contract rule. According to the mandatory bid rule, in a publicly-held joint stock, if a person acquires the shares or voting rights which provide the control of the management, he or she shall offer to buy the shares which are outside the control of the management. The share purchase agreement will be formed between the offeror and the shareholders who accept the mandatory bid. Additionally, the secondary legislation related to mandatory bid has many provisions (like rules related to interest, rate) which interfere in the content of the contract. The most important result of the exception of the freedom of contract principal is that mandatory bid is subject to the narrowly interpretation rule.

There is a discussion about whether mandatory bid constitute an exception for the only debt rule in the joint stock companies or not. With the main reasons which are listed in the related chapter, we support the minority opinion which accepts the mandatory bid rule as not constituting an exception for the only debt rule in the joint stock companies.

Mandatory bid does not only arise out of shares or voting right acquisitions which provide the control of the management. The mandatory bid can be originated from significant transactions of corporations, excluding the corporations ex officio from the Capital Market Code, transformation in the investment participations.

Therefore, there is some secondary legislation which arranges the mandatory bid other than only being a takeover bid regulation.

Legal transactions which reveal the mandatory bid are not important. Regulation makes this situation explicit with the statement of partial takeover bid, blocks or individual purchases or by any other means. Indeed, Regulation does not attach importance to the legal transaction which reveals the mandatory bid, it puts emphasis on the result of such legal transaction whether the control of the management is changed to different hands or not. Therefore, purchases made from stock market, share purchase agreement out of stock market, acquisition through inheritance or result of the increase of capital can cause the mandatory bid to come up, if the requirement becomes true.

Turkish Capital Market Code wants to prevent the negations which are caused by the strict application of the mandatory bid rule. For this reason, Code authorizes Turkish Capital Market Board to regulate the exemption from the mandatory bid. In the scope of this authorization, Regulation gives the Capital Market Board to discretion power to grant the exemption. Exemption situations are listed in the Regulation limitedly. When these exemption's situations occurs, Capital Market Board can grant exemption decision upon the relevant application. The decision of the Board related to the exemption has a constituter effect. The basic difference between exemption from the mandatory bid and situations in which the mandatory bid does not emerge is that mandatory bid comes into existence in exemption from the mandatory bid, but upon the decision of the Capital Market Board the mandatory bid can not apply in the concrete case. In situations in which the mandatory bid does not emerge obligation to make an offer do not come into existence ex tunc. Although in the existence of these situations, if the parties apply to the Capital Market Board, the decision of the Board only has an explanatory effect.

The process of the implementation of mandatory bid is explicitly arranged by the Takeover Bid Regulation. Firstly, the person who is under the obligation to make an offer shall prepare the information form which is contained in the annex and then this information form shall be submitted to the approval of the Capital Market Board. As a rule, the person under the obligation to make an offer shall form a brokerage agreement with an investment enterprise. Exceptionally, if publicly held but not

quoted on the stock exchange is subject to the mandatory bid rule, Capital Market Board has authorization to grant exemption decision.

New Turkish Capital Market Code, for the first time, arranges the suspension of mandatory bid and the prohibition of mandatory bid. According to these new rules, after the ratification of the information form, if it appears that the content of the form has wrong, deceptive and deficiency; Capital Market Board has the authority to suspend or prohibit the mandatory bid process.

The person who is under the obligation to make an offer shall apply to the Board with the documents which are listed in the Regulation. When the mandatory bid appears, if the obligator does not apply to the Board to make an offer or does not complete the process of mandatory bid in time stated in the Regulation, some sanctions will be imposed on the obligator.

One of the most important reforms in the New Turkish Capital Market Law is on the case of infringement of the mandatory bid rule. In case of an infringement, the obligator's (under the obligation to make an offer) voting rights will freeze until the obligation is executed. According to the Old Capital Market Code, there is only one sanction for the infringement of the mandatory bid rule: Administrative fine. Law-makers took into account that administrative fine does not realize the desired deterrence, so they wanted to follow the violator- with freezing the voting rights. The Capital Market Code remarks that only the voting rights can be subject to the freezing sanction. Therefore, other rights like the right to profit share, right to pre-emption are not subject to the sanction of freezing. Applying freezing sanction on the voting rights of the violator shareholder means that such voting right will not be taken into account while the quorum of the general meeting is being created. Thus, law makers want the violator shareholder not to use any of his or her administrative rights. Resolutions of the general assembly which is created with the frozen voting rights are subject to voidable sanctions in the joint stock companies.

In addition, small investors have the right to action for specific performance. The Board also commands the small investors to action for specific performance and to claim for the damages which are resulted from the infringement of the mandatory bid rule.

ÖZET

Sermaye piyasası hukukunda pay alım teklifi zorunluluğu kısaca, halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kontrolü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi halinde, ortaklığın yönetim kontrolü dışında kalan pay sahiplerine teklifte bulunma yükümlülüğü altına girilmesini ifade eder.

Pay alım teklifi zorunluluğu hukuki niteliği itibariyle, pay alım sözleşmesinin kurulmasına yönelik bir öneri (icap) niteliğine sahiptir. Tebliğ, fiili pay alım teklifi için asgari ve azami bağlayıcılık süreleri öngördüğü için, teklif süreli öneri niteliğitaşır. Aynı zamanda, teklif, belirli bir topluluğu temsil eden pay sahiplerine ilan aracılığıyla yöneltildiği için aleni öneri özelliğine de sahiptir. Söz konusu bu öneri, yönetim kontrolü dışında kalan pay sahipleri tarafından açık bir kabul beyanından ziyade fiili bir davranışla (zımni irade beyanı) kabul edilir. Gerçekten de paylarını teklifte bulunana satıp ortaklıktan çıkmak isteyen pay sahipleri, bilgi formunda gösterilen yatırım kuruluşuna paylarını teslim ederek zımni olarak kabul beyanında bulunmuş olacaktırlar.

Pay alım teklifi zorunluluğu, yakın bir geçmişe sahiptir. Dünyada, ilk olarak 1972 yılında İngiltere’de City Cod’a yapılan bir ekleme ile uygulanmaya başlanmıştır. Avrupa Birliği ise 2004 yılında zorunlu pay alım teklifini, topluluk hukuku kapsamına almıştır. Türkiye’de ise 1992 yılında 2499 sayılı SerPK’ya eklenen maddeye dayanılarak 1994 yılında çıkarılan Tebliğ ile birlikte pay alım teklifi zorunluluğu uygulanmaya başlanmıştır. Bazı ülkeler İngiltere’yi takiben pay alım teklifi zorunluluğunu mevzuatlarına almıştır. Bazıları ise pay alım teklifi zorunluluğunu halen uygulamamaktadır. Gerçektende pay alım teklifi zorunluluğunun benimsenmesine ilişkin görüşlerin, her bir ülke bazında, pay alım teklifi zorunluluğunun öngörülmesine etkileri büyüktür. Pay alım teklifi zorunluluğuna karşı olan görüşlerin temel gerekçelerini; kontrol priminin ortaklığa değil de yönetim kontrolünü devreden ortağa ait olması, pay alım teklifi zorunluluğunun maliyetleri arttırması nedeniyle ortaklık devralmalarını zorlaştırması ve sermayenin serbest dolaşımı ilkesinin uygulanabilirliğini azaltması oluşturur.

Pay alım teklifi zorunluluğunu destekleyen görüşler ise; pay alım teklifi zorunluluğunun sermaye piyasası yatırımcılarının korunmasına hizmet eden bir düzenleme olduğu, eşit işlem ilkesinin bir sonucu olarak kontrol priminin yalnızca yönetim kontrolünü devreden ortağa değil ortaklıkta pay sahibi olan bütün kişilere ait olduğu, pay alım teklifi zorunluluğunun ortaklık devralmalarında adeta bir süzgeç görevi üstlenerek zayıf devralmaların önüne geçileceği gerekçelerine dayanmaktadır.

Pay alım teklifi zorunluluğunun temel amacı, yönetim kontrolü dışında kalan pay sahiplerine, paylarını adil fiyat üzerinden satıp ortaklıktan çıkma hakkı sağlamaktır. Bu amacın yanı sıra, eşit işlem ilkesinin uygulanmasının sağlanması da pay alım teklifi zorunluluğunun bir diğer amacını oluşturur.

Pay alım teklifi zorunluluğunun normatif dayanağını 6362 sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanununun 26.maddesi oluşturur. Bu nedenle zorunlu pay alım teklifi, borcun kaynakları açısından, doğrudan doğruya kanundan doğan borçlar arasında yer alır.

Türkiye Cumhuriyeti Anayasasının 48.maddesi ve Türk Borçlar Kanununun 26.maddesi uyarınca, kural olarak sözleşme özgürlüğü ilkesi geçerlidir. Temel hak ve hürriyetler kapsamında yer alan bu ilke, Anayasanın 13.maddesi uyarınca ancak kanunla sınırlanabilir. Bu durumu göz önüne alan kanun koyucu 6362 sayılı Kanunun 26.maddesi ile sözleşme özgürlüğünü sınırlandıran zorunlu pay alım teklifi hükümlerini sevk etmiştir. Gerçekte halka açık bir anonim ortaklıkta yönetim kontrolü sağlayan payları veya oy haklarını iktisap eden kişi, yönetim kontrolü dışında kalan diğer pay sahiplerine teklifte bulunmak zorundadır. Teklife olumlu yanıt veren pay sahipleriyle teklifte bulunan arasında pay satış sözleşmesi kurulmuş olacaktır. Bu yönüyle borçlar hukukuna hakim olan olan sözleşme özgürlüğü ilkesinin bir istisnasını teşkil eder. Ayrıca Tebliğ bedelin tespiti, ödeme koşulları, vade, kur ve faize ilişkin düzenlemeler gibi bir çok konuda pay satış sözleşmesinin içeriğine müdahaleci hükümler içermektedir. Sözleşme özgürlüğünün istisnasını oluşturmasının en önemli sonucu ise istisnaların dar yoruma tabi olacağı ilkesinin burada da uygulama alanı bulmasıdır.

Pay alım teklifi zorunluluğunun, anonim ortaklıklar hukukunda geçerli olan tek borç ilkesinin bir istisnası olup olmadığı doktrinde tartışmalara sebep olmaktadır. Gerekçelerini ilgili bölümde sıralamakla birlikte, zorunlu pay alım teklifinin tek borç

ilkesine herhangi bir istisna getirmediği yönündeki azınlıkta kalan görüşkatılmaktayız.

Pay alım teklifi zorunluluğu yalnızca yönetim kontrolü sağlayan pay veya oy haklarının iktisap edilmeyeyle ortaya çıkmaz. Önemli nitelikteki işlemler, ortaklıkların Kanun kapsamından resen çıkarılması, yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliğinin değiştirilmesine veya yitirilmesine neden olacak esas sözleşme değişikliklerine izin verilebilmesi durumlarında da zorunlu pay alım teklifi doğabilecektir. Dolayısıyla Pay Alım Teklifi Tebliği dışında diğer Tebliğler de zorunlu pay alım teklifini düzenleyen hükümler içermektedir.

Pay alım teklifi zorunluluğu doğuran işlemin ise herhangi bir önemi yoktur. Tebliğ'de de bu durum gönüllü olarak yapılan kısmi pay alım teklifi, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle ifadeleriyle açığa kavuşturulmaktadır. Gerçekten de Tebliğ, pay alım teklifi zorunluluğu doğuran işleme değil, yapılan işlem sonucu yönetim kontrolünün elde edilip edilmemesine önem vermektedir. Dolayısıyla borsadan yapılan alımlar, borsa dışı pay alım sözleşmeleri, miras yoluyla edinim, sermaye artırımı işlemleri sonucunda da koşulları varsa pay alım teklifi zorunluluğu doğabilecektir.

Pay alım teklifi zorunluluğunun katı bir biçimde uygulanmasının neden olabileceği olumsuzlukları önlemek isteyen Kanun, pay alım teklifi zorunluluğundan muafiyete ilişkin düzenlemeler yapması yönünde SPK'yı yetkilendirmektedir. Tebliğ de bazı durumların somut olay bazında gerçekleşmesi halinde, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasına rağmen Kurul tarafından pay alım teklifi zorunluluğundan muafiyet kararı verilebileceğini düzenlemektedir. Muafiyet halleri, Kurul tarafından Tebliğ'de sınırlı olarak sayılmaktadır. Kurul bu hallerin varlığı halinde pay alım teklifinde bulunmak zorunda olan ilgili kişinin başvurusu üzerine muafiyet kararı verebilecektir. Kurulun verdiği muafiyet kararı kurucu bir etkiye sahiptir. Pay alım teklifi zorunluluğundan muafiyetin, zorunluluğun doğmadığı durumlardan temel farkı, muafiyet halinde pay alım teklifi zorunluluğunun doğması ve Kurul kararı üzerine zorunlu pay alım teklifinin uygulanmamasıdır. Pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı hallerde ise zorunluluk baştan itibaren hiçbir biçimde ortaya çıkmamaktadır. Bu tür durumların varlığına rağmen Kurul'a yapılan başvuru üzerine Kurul'un verdiği karar sadece açıklayıcı bir etkiye sahiptir.

Pay alım teklifi zorunluluğunun uygulanma süreci Tebliğ'de ayrıntılı bir biçimde düzenlenmektedir. Zorunlu pay alım teklifinde bulunmakla yükümlü kişi öncelikle Tebliğ'in ekinde yer alan pay alım teklifi bilgi formunu hazırlayıp Kurul'un onayına sunacaktır. Ayrıca, kural olarak, zorunlu pay alım teklifinde bulunacak kişi, bir yatırım kuruluşuyla aracılık sözleşmesi imzalamak zorundadır. İstisnaen, payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıkların paylarının zorunlu pay alım teklifine konu olması halinde Kurul, yatırım kuruluşu kullanma zorunluluğundan muafiyet kararı verme yetkisine sahiptir.

Pay alım teklifinin durdurulmasına veya yasaklanmasına ilişkin düzenlemeler sermaye piyasası hukuku mevzuatımız açısından ilk kez 6362 sayılı Yeni SerPK ile düzenlenmektedir. Bu düzenleme uyarınca bilgi formunun Kurul tarafından onaylanmasından sonra, bilgi formunda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunun ortaya çıkması halinde Kurul, pay alım teklifinin durdurulması veya yasaklanması konusunda yetkilidir.

Tebliğ hükümleri uyarınca zorunlu pay alım teklifinde bulunmak isteyen gerçek veya tüzel kişi, Kurul'a Tebliğ'de belirtilen belgelerle birlikte başvuru yapmakla yükümlüdür. Teklifte bulunma zorunluluğunun doğmasına rağmen Tebliğ'de belirtilen süreler içinde Kurul'a başvurmayan veya yine Tebliğ'de belirtilen süreler içinde pay alım teklifi işlemlerini tamamlamayan yönetim kontrolüne sahip ortaklar çeşitli yaptırımlara tabi tutulmaktadırlar.

6362 sayılı Yeni SerPK tarafından, zorunlu pay alım teklifine ilişkin olarak getirilen en önemli yeniliklerden biri de, Kanun ve Tebliğ kapsamında yer alan pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali halinde, yönetim kontrolüne sahip ortağın oy haklarının donması yaptırımıdır. 2499 sayılı Eski SerPK döneminde pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali halinde sermaye piyasası hukuku kapsamında uygulanabilecek tek yaptırım idari para cezasıydı. İdari para cezasının istenilen caydırıcılığı sağlamadığını göz önüne alan kanun koyucu Yeni Kanunla getirdiği oy haklarının donması yaptırımıyla sonuca gitmek istemektedir. Kanun yalnızca oy haklarının donma yaptırımına tabi olacağını belirtmekle, paydan kaynaklanan diğer hakların yaptırım kapsamında yer almadığını dolaylı olarak söylemektedir. Pay alım teklifi zorunluluğunu ihlal eden ortağın oy haklarının donması, genel kurulda toplantı nisabı oluşturulurken hesaba katılmaması anlamına gelmektedir. Böylece, yönetim hakimiyetine sahip ortağın, yönetsel haklarının kullanmasının önüne geçilmek

istenmektedir. Donan oy haklarının da katılımıyla alınan genel kurul kararları iptal edilebilirlik yaptırımına tabi olacaktır. Zira bu durumda kanuna aykırılık söz konudur ve iptal yaptırımı uygulanmalıdır. Ayrıca işlem güvenliği ilkesi sermaye piyasası hukukunda oldukça büyük bir öneme sahiptir, bu yüzden ileri sürülmesi herhangi bir süreye bağlı olmayan butlan yaptırımının uygulanmaması gerektiği kanaatindeyiz.

6362 sayılı Kanunun getirdiği oy haklarının donmasına ilişkin yaptırım, yönetim kontrolü dışında kalan pay sahiplerinin, pay alım teklifi zorunluluğunu ihlal eden kişiye karşı aynen ifa davası açmalarının önünde bir engel oluşturmamaktadır. Pay alım teklifi zorunluluğunun amacı, yönetim kontrolü dışında kalan ortakların, paylarını adil fiyat üzerinden yönetim kontrolünü elde eden ortağa satıp çıkma olanağı sağlamaktır. Bu amacı göz önüne alan Yargıtay, zorunlu pay alım teklifinde bulunmanın kanundan doğan bir borç olduğundan hareket ederek, pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali durumunda, aynen ifa davası açılabileceğini kabul etmektedir. Aynen ifa davasında, mahkeme pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğuna ve muafiyet durumunun söz konusu olmadığına kanaat getirirse, yönetim kontrolünü elde eden ortağın, pay alım teklifinde bulunması yönünde hüküm tesis edecektir. Hatta Yargıtay, yerel mahkemeden, yönetim kontrolünü elde eden ortağın, sadece dava açan pay sahiplerine karşı değil, dava açsın veya açmasın, hedef ortaklığın yönetim kontrolü dışında kalan tüm pay sahiplerine yönelik olarak teklifte bulunması yönünde hüküm tesis etmesini istemektedir. Yargıtay'ın bu çözümü medeni yargılama ve icra kuralları açısından düşündürücüdür. Zira davanın tarafı olmayan pay sahipleri, söz konusu aynen ifa kararının icra yoluyla yerine getirilmesi konusunda sorun yaşayabilecektir. Ayrıca Yargıtay, aynen ifa davası sonucunda, yerel mahkemenin, yönetim kontrolünü elde eden ortağın teklifte bulunmasına yönelik hüküm verileceğini belirtmektedir. Bu çözüm yolu da isabetsizdir. Zira teklite bulunulduktan sonra, teklife olumlu cevap verilmesiyle kurulan pay alım sözleşmesinin gereği gibi ifa edilmemesi üzerine, yönetim kontrolü dışında kalan pay sahipleri, sözleşmenin aynen ifası için tekrar dava açmak zorunda kalacaklardır. Bu durum ise, medeni yargılama hukukunun temel ilkelerinden biri olan usul ekonomisi ilkesinin ihlali anlamı taşır.

SPK da haftalık bültenlerinde, yönetim kontrolü dışında kalan pay sahiplerinin pay alım teklifi zorunluluğuna aykırı davranışları hakkında, aynen ifa davası

açabilecekleri ve varsa zararlarının tazmini yoluna gidebilecekleri konularında, yatırımcılara telkinde bulunmaktadır.

GİRİŞ

A. Konunun Tanıtımı ve Sınırlandırılması

Halka açık anonim ortaklıklarda, bazı pay sahipleri ortaklığın yönetim kontrolünü elde etmek ve böylelikle ortaklığın faaliyetlerine yön vermek isteyebilirler. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi için pay alım teklifi araç olarak tercih edilebilir¹.

Sermaye piyasası hukukunda pay alım teklifleri, teklifte bulunanın iradesi açısından yapılan ayırım esas alındığında, gönüllü (*voluntary*) ve zorunlu (*mandatory*) pay alım teklifi olmak üzere ikiye ayrılır. Zorunlu pay alım teklifi, Kanun'da ve Tebliğ'de yer alan koşulların gerçekleşmesiyle doğar ve yönetim kontrolünü elde edenin, teklifte bulunma iradesine sahip olup olmadığına bakılmaksızın, pay alım teklifinde bulunulmasını zorunlu kılar. Çalışmamızın konusunu zorunlu pay alım teklifi oluşturmaktadır. Bu nedenle, gönüllü pay alım teklifini ayrıntılı olarak incelemek yerine, çalışmamızın ilgili bölümlerinde bu kavrama değinilmekle yetinilmiştir.

SerPK, yatırımlarını sermaye piyasası alanına taşıyarak, çok iyi tanımadıkları ve profesyonelce izleyemedikleri sermaye piyasası araçlarını satın alan yatırımcıları, çeşitli düzenlemelerle koruma altına almaktadır². Zorunlu pay alım teklifi de bu düzenlemelerden biridir. Gerçekten halka açık bir anonim ortaklığın yönetim kontrolünün elde edilmesi nedeniyle, söz konusu ortaklıkta pay sahibi olanlar yeni bir yönetim anlayışı altına girmektedirler. Yeni yönetimin politikalarından memnun olmayan veya yeni yönetimden zarar görebileceklerini düşünen pay sahiplerine

¹ Reha Tanör, **Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası**, İstanbul: TSPAKB, 2003, s.121.

² Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası**, C.2, İstanbul: Beta, 2000, s.107.

paylarını adil fiyat üzerinden satıp ortaklıktan çıkma olanağı zorunlu pay alım teklifi ile tanınmaktadır.

B. Plan

Çalışmamız temel olarak üç ana bölüm üzerine inşa edilmiştir. Pay alım teklifi zorunluluğu kavramı ve kapsamı başlıklı ilk bölümde, zorunlu pay alım teklifinin tanımı ve hukuki niteliği işlendikten sonra kurumun öngörülme gerekçeleri, karşılaştırmalı hukuktaki yeri ve temel hukuk ilkeleri açısından bir değerlendirme yapılmıştır.

Pay alım teklifi zorunluluğunun ortaya çıkması başlığını taşıyan ikinci bölümde, hangi durumlarda pay alım teklifi zorunluluğunun doğacağı veya doğmayacağı tespit edilmiştir. Ayrıca zorunlu pay alım teklifinden muafiyet kararı verilebilecek durumlar ve muafiyet sürecinin yürütülmesi eski Kanun ve Tebliğlerle karşılaştırmalı olarak ele alınmıştır.

Pay alım teklifi zorunluluğunun uygulanması ise çalışmamızın üçüncü bölümünü oluşturmaktadır. Bu bölümde pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasından başlayarak Kurul'a yapılacak başvurudan aracılık sözleşmesine, teklife konu bedelin tespitinden zorunlu pay alım teklifine aykırılığın yaptırımına kadar uygulamaya dönük bir çok husus ele alınmıştır. Ayrıca SPK tarafından pay alım teklifi zorunluluğukapsamında verilen özgün kararlar,SPK Haftalık Bültenleritek tek taranarak ilgili bölümlere işlenmiştir.

C. Terminoloji

Türk sermaye piyasası hukuku mevzuatında, inceleme konumuzu oluşturan bu hukuki kurumun, farklı kavramlarla ifade edildiği görülmektedir. 2499 sayılı Eski Sermaye Piyasası Kanunu m.16/A hükmünde "*pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplanmasından*" ve m.22/1-i hükmünde "*yönetim kontrolünün el*

değiştirmesine yol açacak oranda vekalet toplayan ya da pay iktisap edenlerin, diğer payları satın alma yükümlülüğünden” söz edilmiştir. Bu hükümlere dayanılarak çıkarılan Seri: IV No: 8 sayılı ve Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğlerde “*çağrıda bulunma yükümlülüğü*” ibaresi kullanılmıştır. Bu hukuki kurumu düzenleyen 6362 sayılı Yeni SerPK’nın 26. maddesinde ise “*pay alım teklifi zorunluluğu*” terimi tercih edilmiştir. Söz konusu Kanunun 25. ve 26. maddelerine dayanılarak hazırlanan Pay Alım Teklifi Tebliği kendi içinde kavram birliğini sağlayamamıştır. Tebliğin bazı maddelerinde “*zorunlu pay alım teklifi*”, bazı maddelerinde ise “*pay alım teklifi yükümlülüğü*” ibareleri kullanılmıştır.

Avrupa Birliği Hukuku çerçevesinde hazırlanan 2004/25/AT³ sayılı Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması Hakkında Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifinde “*mandatory bid*” kavramı kullanılmış olup, bu kavram Türk hukuk sisteminde “*pay alım teklifi zorunluluğu*” ibaresi ile karşılanmaktadır⁴.

Çalışmamızda “*pay alım teklifi zorunluluğu (zorunlu pay alım teklifi)*” terimini kullanmayı iki açıdan daha uygun bulduk. İlk olarak, pay alım teklifi kavramının bir alt başlığını oluşturan pay alım teklifi zorunluluğunun da ayırt edici unsuru tekliftir⁵ ve bu nedenle teklif unsurunun da terim içinde yer alması daha isabetlidir. İkinci olarak, SerPK ve Tebliğ hükümleriyle uyumlu olması nedeniyle zorunlu pay alım teklifi ibaresi tercih edilmiştir.

D. Konuya İlişkin Mevzuata Bakış

Pay alım teklifi zorunluluğu, hukuk sistemimize ilk kez 2499 sayılı Eski SerPK’ya, 1992 yılında 3794 sayılı Kanunla⁶, 16/A maddesinin eklenmesiyle

³ Directive 2004/25/EC of The European Parliament and of The Council of 21 April 2004 on Takeover Bids.

⁴ TC Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, **Avrupa Birliği Terimleri Sözlüğü**, Ankara: 2009, s.38.

⁵ Çağlar Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları,, Yayın No:64, 1997, s.9.

⁶ 13.05.1992 tarihli ve 21227 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun.

girmiştir. Daha sonra 1994 yılında, SPK tarafından Seri: IV No: 8 sayılı Tebliğ⁷ çıkarılmıştır. Seri: IV No:8 sayılı Tebliğ'de, 1996 yılında çıkarılan Seri: IV No: 21 sayılı⁸ ve 2003 yılında çıkarılan Seri: IV No: 30 sayılı⁹ Tebliğlerle değişiklikler yapılmıştır.

Seri: IV No: 8 sayılı Tebliğ'in zorunlu pay alım teklifine ilişkin hükümleri, Seri: IV No: 44 sayılı Tebliğ'in¹⁰ 19.maddesiyle yürürlükten kaldırılmıştır. Böylece pay alım teklife ilişkin hükümler ile vekaleten oy kullanılması ve çağrı yoluyla vekalet toplanmasına ilişkin hükümler birbirinden ayrılmış ve iki ayrı Tebliğ'de iki ayrı kurum olarak düzenlenmiştir. Bir başka anlatımla, Seri: IV No: 44 sayılı Tebliğ, pay alım teklifini kendi bünyesine aktarmıştır.

6362 sayılı Yeni SerPK¹¹ ise pay alım teklifini 25. ve 26.maddelerinde düzenlemiş, 26.maddeyi pay alım teklifi zorunluluğunaayırarakEski Kanun'a oranla detaylı hükümlereyer vermiştir.İkincil mevzuat açısından ise, SPK, II-26.1 sayılı Tebliği¹² hazırlamış ve bu Tebliğ'in Resmi Gazete'de yayımlanmasıyla zorunlu pay alım teklifi açısından yeni bir dönem başlamıştır.

⁷ 09.03.1994 tarihli ve 21872 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına Ve Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği.

⁸ 19.12.1996 tarihli ve 22852 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 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.

⁹ 06.06.2003 tarihli ve 25130 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "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

¹⁰ 02.09.2009 tarihli ve 27337 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği.

¹¹ 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Sermaye Piyasası Kanunu.

¹² 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Pay Alım Teklifi Tebliği.

I. BÖLÜM: PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞU KAVRAMI VE KAPSAMI

A. Tanımı

SerPK ve Tebliğ zorunlu pay alım teklifini tanımlamak yerine hangi hallerde zorunlu pay alım teklifinin doğacağını belirlemekle yetinmektedir. Doktrinde ise farklı tanımlamalara rastlamak mümkündür.

Kendigelen zorunlu pay alım teklifinin “*halka açık anonim ortaklıkta yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda pay iktisap edenlerin, diğer payları satın almak üzere, bu payların sahiplerine yönelik aleni pay alım teklifinde bulunması yükümlülüğünü*” ifade ettiğini belirtmektedir¹³. Yönetim kontrolünü yalnızca pay iktisabı ile sınırlayan bu tanımlı yerinde bulmuyoruz. Zira pay üzerinde intifa hakkı tesis edilmek suretiyle, herhangi bir pay iktisabı olmaksızın, yalnızca yönetim kontrolünü sağlamaya yetecek oranda oy haklarını iktisap eden kişi de pay alım teklifinde bulunmak zorundadır. Ayrıca, zorunlu pay alım teklifi yalnızca yönetim kontrolünün el değiştirmesi durumunda değil, yönetim kontrolünün ortaklığın kuruluşundan itibaren ilk kez elde edilmesi halinde de doğacağı göz önüne alınmalıdır.

Yeşiltepe'ye göre zorunlu pay alım teklifi “*çağrıda bulunanın hedef şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmesi sonucunda, şirketteki tüm pay sahiplerine aynı koşullar altında ve adil fiyat ödemek koşulu ile ikinci kez çağrıda bulunma yükümlülüğünü*” ifade eder¹⁴. Zorunlu pay alım teklifinin mutlaka bir gönüllü pay

¹³ Abuzer Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan, C.II, İstanbul: XII Levha, 2010, s.1163.

¹⁴ Salih Önder Yeşiltepe, AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, İstanbul: XII Levha, 2011, s.58.

alım teklifinin ardından ortaya çıkacağı izlenimi veren bu tanımı da yerinde görmüyoruz. Zira zorunlu pay alım teklifi blok veya münferit alımlar, borsadan yapılan alımlar gibi gönüllü pay alım teklifi dışındaki işlemler sonucu da doğabilir.

Paslı'ya göre zorunlu pay alım teklifi “*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 eder¹⁵. Yazar yönetim kontrolünün ele geçirilmesinden bahsetmektedir. Bu ifade, sanki ortaklıkta daha önceden yönetim kontrolününün var olması gerektiği izlenimi uyandırmaktadır. Ancak zorunlu pay alım teklifinin doğması için yönetim kontrolünün daha önceden var olması gerekmez. Ortaklık yapısı nedeniyle yönetim hakimiyetine hiç kimsenin sahip olmaması da söz konusu olabilir. Bu nedenle, yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ibaresinin, yönetim kontrolününün elde edilmesi olarak anlaşılması koşuluyla bu tanım kabul edilebilir.

Kolcuoğlu, zorunlu pay alım teklifini, “*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 girilmesi*” olarak tanımlamaktadır¹⁶. Yönetim kontrolünün ele geçirilmesi teriminin yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak anlaşılması ve yönetim dışında kalan ibaresinin de yönetim kontrolü dışında kalan şeklinde yorumlanması koşuluyla bu tanıma da iştirak edilebilir.

Dinç ise zorunlu pay alım teklifinin, “*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 edebileceğini belirtmektedir¹⁷. Yazar tarafından yapılan bu tanım teklifte bulunma zorunluluğundan ziyade ‘*diğer hisselerinin toplanması*’ ibaresi nedeniyle, satın alma yükümlülüğü izlenimi oluşturmaktadır.

¹⁵ Ali Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s.406.

¹⁶ Umut Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s.7.

¹⁷ İlhan Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, İstanbul: Legal, 2006, s.228.

Oysa zorunlu pay alım teklifi kurumunun temel özelliği, yönetim kontrolünü elde eden kişinin teklifte bulunmasının sağlanmasıdır. Bu teklife olumlu cevap vermek diğer pay sahiplerinin iradasına bağlıdır. Teklife olumsuz cevap verildiğinde veya sessiz kalındığında teklifte bulunan açısından herhangi bir satın alma yükümlülüğü doğmaz. Ayrıca yazarın, halka açık anonim ortaklık terimini ifade etmek üzere kullandığı *listed company* terimi esasında pay senetleri borsada işlem gören şirket anlamına gelmektedir¹⁸. Türk hukukunda zorunlu pay alım teklifinin yalnızca borsaya kote halka açık ortaklıklara değil, tüm halka açık anonim ortaklıklara uygulandığı göz önüne alındığında yazara iştirak etmek mümkün değildir.

Kanun ve Tebliğ’de yer alan ana unsurları göz önüne alınarak, zorunlu pay alım teklifi; halka açık anonim ortaklıklarda gönüllü olarak yapılan kısmi pay alım teklifi, blok veya münferit alımlar ya da herhangi bir yöntemle tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi halinde, iktisap edenlerin, diğer ortaklara ait payların da nakit ve/veya menkul kıymet karşılığında, kanun gereği, satın alınmak üzere pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü altına sokulması olarak tanımlanabilir.

B. Kapsamı

1. Tebliğ’in Uygulama Alanı

SerPK’nın 25/2 ve 26. maddelerine dayanılarak çıkarılan II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği’nin 2.maddesi, Tebliğ’in kapsamını düzenlemektedir. Bu maddeye göre, *“Bu Tebliğ, yönetim kontrolü değişiminden bağımsız olarak, 06.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 25 inci maddesinin birinci fıkrası, 26 ncı maddesinin beşinci fıkrası ve 33 üncü maddesinin dördüncü fıkrası çerçevesinde pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu hallerde aksi ilgili düzenlemelerde belirtilmedikçe uygulanmaz.”*

¹⁸ Emre Marlalı, **İngilizce-Türkçe Hukuk Sözlüğü**, Marmaris, 1997, s.194.

Halka açık anonim ortaklıklarda önemli nitelikteki işlemler nedeniyle zorunlu pay alım teklifi, SerPK m.25/1'in verdiği yetkiye dayanarak SPK tarafından hazırlanan II-23.1 sayılı Tebliğ' de¹⁹ düzenlenmektedir. Tebliğin 2.maddesine göre *“bu Tebliğ, ortaklıkların önemli nitelikteki işlemlere ilişkin karar alınması ve bu işlemlerde bulunulması ile önemli nitelikteki işlemler sonucunda ayrılma hakkının kullanılması ve zorunlu pay alım teklifi yapılmasına ilişkin usul ve esasları kapsar.”*

Önemli nitelikteki işlemlerle ilgili olarak ortaya çıkan zorunlu pay alım tekliflerinde II-23.1 sayılı Tebliğ uygulama alanı bulacaktır. Bir başka ifadeyle, önemli nitelikteki işlemler sonucunda doğan zorunlu pay alım teklifi bakımından II-23.1 sayılı Tebliğ, II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliğine göre daha özel bir düzenlemedir. O halde, II-23.1 sayılı Tebliğ'de özel düzenleme bulunmayan hallerde II-26.1 sayılı Tebliğ'e başvurulabilir. Nitekim II-23.1 sayılı Tebliğin 11.maddesinin 8.fıkrasında yer alan *“pay alım teklifi sürecine ilişkin bu Tebliğ'de hüküm bulunmayan hallerde, Kurulun pay alım teklifine ilişkin düzenlemelerine uyulur”* yönündeki düzenlemesi de bu durumu desteklemektedir.

SerPK m.33/4 hükmü ile SPK' ya *“...resen halka açık ortaklık statüsünden çıkarılacak ortaklıkların hâkim ortaklarına diğer paylar için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu”* getirme yetkisi verilmiştir. Kanunun 16 ve 33. maddelerinin verdiği yetkiye dayanarak SPK tarafından çıkarılan bu konuyu düzenleyen II-16.1 sayılı Tebliğ²⁰ yürürlüğe girmiştir. Bu Tebliğ'in m.10/9 düzenlemesi uyarınca, 'ortaklıkların Kanun kapsamından resen çıkarılması' işlemine özgü olarak SPK tarafından hakim ortağa zorunlu pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü getirildiği durumlarda, *“bu Tebliğ'de hüküm bulunmayan hallerde, Kurulun pay alım teklifine ilişkin düzenlemeleri kıyasen”* uygulanır.

SerPK m.26/5, yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesine veya yitirilmesine neden olacak esas sözleşme değişikliklerine izin verilebilmesi için pay alım teklifi zorunluluğu getirebilmesi husunda, SPK'ya yetki vermektedir. Bu yetki çerçevesinde III-48.3 sayılı Tebliğ'in²¹ 35.maddesinde *“girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıkmak isteyen payları borsada işlem gören*

¹⁹Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar Ve Ayrılma Hakkı Tebliği, 24.12.2013 tarih ve 28861 sayılı Resmi Gazete.

²⁰Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması Ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği, 30.12.2013 tarih ve 28867 (Mükerrer) sayılı Resmi Gazete.

²¹Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, 09.10.2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete.

girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının, esas sözleşme değişikliği yapmasına Kurulca uygun görüş verilebilmesi için yapılması gereken pay alım teklifi zorunluluğu düzenlenmektedir. Söz konusu Tebliğ’de zorunlu pay alım teklifine ilişkin özel bir düzenleme olmadıkça “*Pay Alım Teklifi Tebliği’nin*” uygulanacağı yönünde herhangi hüküm yoktur. Sadece III-48.3 sayılı Tebliğ’in 16/4 hükmü, imtiyazlı paylarla yönetim kontrolünün elde edildiği durumlarda Kurul’un pay alım teklifi zorunluluğundan muafiyete ilişkin hükümlerini saklı tutmuştur. III-48.3 sayılı Tebliğ çerçevesinde doğan zorunlu pay alım teklifleri için II-26.1 sayılı Tebliğ’in 2.maddesi uyarınca Pay Alım Teklifi Tebliğinin uygulanmayacağı söylenebilirse de, kanaatimizce III-48.3 sayılı Tebliğ çerçevesinde doğan pay alım teklifi zorunlulukları için II-26.1 sayılı Tebliğ daha genel nitelikte olduğundan hareketle, III-48.3 sayılı Tebliğ’de özel hüküm bulunmayan hallerde Kurul’un Pay Alım Teklifine Tebliği uygulama alanı bulacaktır.

III-48.3 sayılı Tebliğ, girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıkmak isteyen payları borsada işlem gören girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının, esas sözleşme değişikliği yapmasına Kurulca uygun görüş verilebilmesi için yapılması gereken zorunlu pay alım teklifine ilişkin olarak yalnızca asgari fiyat tespiti hususunda düzenleme içermektedir. Kanaatimizce, pay alım teklifi sürecinin sağlıklı yürütülebilmesi adına, yapılacak bir Tebliğ değişikliğiyle zorunlu pay alım teklifine ilişkin diğer hususlarda II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği’nin uygulanması yönünde III-48.3 sayılı Tebliğ’e açık hüküm eklenmesi isabetli olacaktır²².

Yabancı ortaklıklar için, hangi ülkenin zorunlu pay alım teklifi kurallarının uygulanacağına yönelik bir hüküm sermaye piyasası hukukumuz açısından ilk kez VII-128.4 sayılı Tebliğ’de²³ düzenlenmektedir. Bu Tebliğ’in 16.maddesinin 3.fıkrası uyarınca zorunlu pay alım teklifi düzenlemelerine ilişkin olarak zorunlu pay alım teklifi doğuran koşullar açısından yatırımcı lehine olan ülke mevzuatı uygulanacaktır.

²²Yapılan bu açıklamalar III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ve III-48.2 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği açısından da geçerlidir. Tekrara düşmemek adına bu Tebliğler kapsam bakımından incelenmemiştir.

²³23.10.2013 tarihli ve 28800 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Yabancı Sermaye Piyasası Araçları Ve Depo Sertifikaları İle Yabancı Yatırım Fonları Tebliği.

2. Pay Alım Teklifi Zorunluluğu Kapsamında Yer Alan Ortaklıklar

Anonim ortaklıklar halka açık anonim ortaklık ve halka açık olmayan anonim ortaklık olmak üzere ikiye ayrılır²⁴.

SerPK' nın 26.maddesi, zorunlu pay alım teklifine konu ortaklığın "halka açık anonim ortaklık" olmasını öngörmektedir. Tebliğ m.4/1-f, hedef ortaklığı, "*payları doğrudan veya dolaylı olarak bir ele geçirme işleminin hedefini oluşturan halka açık anonim ortaklık*" olarak tanımlayarak zorunlu pay alım teklifine konu ortaklığın, halka açık anonim ortaklık olması gerektiğini belirtmektedir.

Halka açık anonim ortaklık²⁵SerPK m.3/e' de ve Tebliğ m.4/e' de "*payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar*" olarak tanımlanmaktadır. SerPK m.16/1' e göre:"*Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıkların payları halka arz olunmuş sayılır.*"

Halka açık anonim ortaklıklar borsaya kotasyon bakımından kendi içinde, payları borsada işlem görenler ve payları borsada işlem görmeyenler olmak üzere ikiye ayrılır. SerPK, zorunlu pay alım teklifinin kapsamı açısından, borsada işlem görme ölçütüne yer vermemektedir. Bu nedenle payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar da Kanun ve Tebliğ'in uygulama alanı içerisinde kalmaktadır. Kanaatimizce, Kanun'un, zorunlu pay alım teklifinin uygulanması açısından halka açık anonim ortaklık statüsüne sahip olmayı yeterli görmesi isabetli bir düzenlemedir. Zira payları borsa gibi organize pazarlarda işlem gören ortaklıktan çıkmak çok daha kolaydır. Esas olan, payları borsada işlem görmeyen halka açık

²⁴Halka açık anonim ortaklık ve halka açık olmayan ortaklık ayrımı için bkz.Mehmet Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, İstanbul: Beta, 2014, s.111; Mustafa Çeker, **Ticaret Hukuku**, Adana: Karahan, 2013, s.314; İsmail Kırcı/Feyzan Hayal Şehirali Çelik/Çağlar Manavgat, **Anonim Şirketler Hukuku**, C.I, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013, s.228 vd; Güzin Üçışık/Aydın Çelik, **Anonim Ortaklıklar Hukuku**, C.I, Ankara: Adalet, 2013, s.75 vd; Fatih Bilgili/Ertan Demirkapı, **Şirketler Hukuku**, Bursa: Dora, 2013, s.209 vd.

²⁵Halka açık anonim ortaklıklar için bkz. Oğuz Kürşat Ünal, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara: Nobel, 1999, s.16 vd; Veliye Yanlı, **Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul: Beta, 2005, s.20 vd.

anonim ortaklıktaki küçük yatırımcılara, ortaklıktan çıkma olanağının sağlanmasıdır²⁶.

Seri: IV No: 8 sayılı Eski Tebliğ, uygulama alanını m.2’ de “*halka açık anonim ortaklıklar ve hisse senetleri borsada işlem gören bankalar*” olarak belirlemiştir. Dolayısıyla bankaların zorunlu pay alım teklifine konu olabilmeleri için, paylarının aynı zamanda borsada işlem görmesi şartı aranmaktaydı²⁷. Bankalar açısından farklı bir ölçüt getirilmesinin gerekçesi olarak, bankaların halka açıklık anlamında farklı bir konumda değerlendirilmesi gerekliliği ileri sürülmüştür²⁸. 6362 sayılı SerPK, Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ ve II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ, bankalar açısından herhangi bir ayırım yapmamıştır. Dolayısıyla bugün için bankaların zorunlu pay alım teklifine konu olabilmeleri için paylarının borsada işlem görmesi şartı aranmamaktadır.

Bankalar açısından önemli bir hususa daha dikkat çekmek gerekir. SerPK m.136/5 uyarınca “*Bu kanun hükümleri ortak sayısı bakımından bankalar hakkında uygulanmaz.*” O halde, bankalar, SerPK m.16/1’ de yer alan, pay sahibi sayısının beş yüzü aşması nedeniyle halka arz olunmuş sayılma kriterine tabi değildir. Bir bankanın pay sahibi sayısının beş yüzü aşması, o bankanın paylarının halka arz olunmuş sayılarak halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olması ve dolayısıyla zorunlu pay alım teklifine konu olması için tek başına yeterli değildir.

3. Pay Alım Teklifi Zorunluluğuna Konu Menkul Kıymet

SerPK m.26/1 uyarınca halka açık ortaklıklarda, yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde ‘*diğer ortakların paylarını*’ satın almak üzere teklif yapılması zorunludur. Kanun bu maddesinde zorunlu pay alım teklifine konu menkul kıymetin ‘*pay*’ olduğunu açıkça belirtmektedir.

²⁶Bkz. Umut Kolcuoğlu, “Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yükümlülüğü”, **Anonim Şirketler Ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler**, Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu İstanbul: İMKB, 2010, s.193.

²⁷Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ dönemindeki tartışmalar Bankalar açısından yapılan tartışmalar için bkz. Zafer Saka, “Çağrı Yoluyla Pay Toplanması”, **Yasa Hukuk Dergisi**, Ankara, Mart-Nisan 2005, Yıl:28, Sayı:259, s.16; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.135-136; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.45-46; Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s.438 vd.

²⁸Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.45.

Dolayısıyla pay dışında kalan diğer menkul kıymetler zorunlu pay alım teklifine konu olamaz. Örneğin; kurucu intifa senetleri²⁹ ve tahviller³⁰ zorunlu pay alım teklifi kapsamında yer almazlar.

Yukarıda açıklandığı üzere zorunlu pay alım teklifine konu halka açık ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi şart değildir. Bu nedenle, zorunlu pay alım teklifine konu paylar borsada işlem görebileceği gibi borsaya kote edilmemiş de olabilirler.

Son olarak, hedef ortaklığın yönetim kontrolünü devreden ortağın bu devir işlemi sonrasında elinde kalan paylara yönelik pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğmaz. Gerçekten de kontrolü devreden ortağın zorunlu pay alım teklifiyle korunmaya değer bir menfaati artık bulunmamaktadır³¹.

C. Hukuki Niteliği

Zorunlu pay alım teklifi, hukuki niteliği itibariyle pay satış sözleşmesinin kurulmasına yönelik bir *öneridir (icaptır)*³². Önerinin ayırt edici unsurları, zorunlu pay alım teklifinin bünyesinde kendini bulur.

Bir irade beyanının öneri olarak kabul edilebilmesi için söz konusu beyanın karşı tarafa yöneltilmiş olması, sözleşmenin bütün esaslı noktalarını kapsamaması ve önerenin önerisiyle bağlı kalma niyetinde olması aranır³³.

²⁹Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.243.

³⁰Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.203. Bununla birlikte Yazar, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil söz konusu olduğunda, bu tür tahvillerin ancak zorunlu pay alım teklifi doğmadan önce hisse senedine dönüşmüş olması şartıyla teklifin kapsamı içinde yer alacağını belirtmektedir.

³¹Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.204.

³²Hamdi Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul: 1992, s.234 vd.; Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.224 vd; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.108 vd; Mustafa İhtiyar, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul: Beta, 2006, s.238; Serap Boğa, **Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri**, İstanbul: VedatKitapçılık, 2010, s.127.

³³Fikret Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, Ankara: Yetkin, 2013, s.243; M.Kemal Oğuzman/M.Turgut Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013, s.51; Ahmet M.Kılıçoğlu, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, Ankara: Turhan, 2013, s.55; Sefa Reisoğlu, **Türk Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul: Beta, 2012, s.65; O.Gökhan Antalya, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, İstanbul: Beta, 2013, s.168.

Gerçekten, teklifte bulunan, zorunlu pay alım teklifi süreci içerisinde, gerek bilgi formunun ilanı ile gerekse de KAP'a yapacağı açıklamayla, önerisini hedef ortaklığın pay sahiplerine yöneltmiş olmaktadır. Ayrıca, bu yolla, önerisiyle bağlı olma niyetini de ortaya koymaktadır. Buna ek olarak, bilgi formunun kapsamında kalan hususlar nedeniyle de (pay alım teklifine konu hedef ortaklığa ilişkin bilgiler, pay alım teklifinde bulunan gerçek/tüzel kişiye ilişkin bilgiler, pay alım teklifine konu paylara ilişkin bilgiler, pay alım teklifi fiyatına ilişkin bilgiler, pay alım teklifinin başlangıç ve bitiş tarihleri...) önerinin kurulmak istenen sözleşmenin bütün esaslı noktaları kapsamı şartı da sağlanmış olmaktadır. Hatta bilgi formunun ikinci derecedeki hususları da kapsayacak genişlik ve kapsamda olduğu belirtilmelidir.

Zorunlu pay alım teklifi, hedef ortaklıkta pay sahibi olan muhataplarına ilan yoluyla yapıldığı için *aleni bir öneri* niteliği taşımaktadır³⁴. Zira, Tebliğ'in 7.maddesinde bilgi formunun, hedef ortaklığın borsada işlem görmesi durumunda, KAP'ta ve ortaklığın internet sitesinde; hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmemesi durumunda, şirket merkezinin bulunduğu mahalli ve/veya ülke çapında yayımlanan ya da dağıtılan en az bir gazetede, Kurum'un ve varsa ortaklığın kendi internet sitesinde ilan edileceği hüküm altına alınmıştır.

Zorunlu pay alım teklifi, teklifte bulunan tarafından kabul için bir süre tayin edilmesi mecburiyeti nedeniyle de *sürelili öneri* niteliğine sahiptir³⁵. Gerçekten de Tebliğ'in m.13/3 hükmüne göre, "*fiili pay alım teklifi süresi 10 iş gününden az 20 iş gününden fazla olamaz.*" Hatta II-23.1 Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 8.maddesinin 4.fıkrası, borsa kotundan çıkmak için yapılması gereken zorunlu pay alım teklifinin, ortaklık paylarının borsa kotundan çıkarılmasına ilişkin borsa karar tarihinden itibaren üç yıl boyunca, pay alım teklifine karşılık vermeyen pay sahiplerine açık tutulması gerektiğini belirtmektedir. Söz konusu teklifin süreli öneri olmasının en önemli sonucu, TBK m.3 uyarınca, teklifte bulunanın bu sürenin sona ermesine kadar önerisiyle bağlı

³⁴Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.224; Doğan Kütükçü, **Sermaye Piyasası Hukuku**, C.1, İstanbul: Beta, 2004, s.55; Saka, "Çağrı Yoluyla Pay Toplanması", **Yasa Hukuk Dergisi**, s.15; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.110; Boğa, **Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri**, s.127.

³⁵Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, s.235; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.111.

olmasıdır. Bu süre içinde kabul beyanı gelmezse, teklifte bulunan önerisiyle bağılıktan kurtulur³⁶.

Öneride bulunmakla yükümlü kişiler, HAAO'da yönetim kontrolünü sağlayan payları veya oy haklarını iktisap eden kimselerdir. Tebliğ m.4/1-m uyarınca zorunlu pay alım teklifinde bulunan kişi, gerçek kişi olabileceği gibi tüzel kişi de olabilir.

Sonuç olarak, hukuki niteliği bakımından, zorunlu pay alım teklifi aleni ve süreli bir öneri niteliği taşıdığı için, özel düzenlemelerin bulunmadığı durumlarda, genel hükümler ve özellikle de TBK hükümleri uygulama alanı bulacaktır³⁷.

Hedef ortaklığın yönetin kontrolünü elde eden hakim ortak tarafından yapılan öneri (zorunlu pay alım teklifi), diğer pay sahiplerince açık bir kabul beyanından ziyade fiili bir davranışla kabul edilir³⁸. Gerçekten de, paylarını satmak isteyen pay sahipleri bilgi formunda ilan edilen, zorunlu pay alım teklifine aracılık eden yatırım kuruluşuna başvurarak, kabul beyanını ortaya koymuş olmaktadır. O halde zorunlu pay alım teklifine karşılık veren pay sahiplerinin paylarını yetkili kuruluşa teslim etmeleri borçlar hukuku kapsamında kabul (zımni irade) beyanı hükmündedir³⁹. Dolayısıyla söz konusu hususlarda herhangi bir uyuşmazlığın çıkması durumunda borçlar hukukunun öneri ve kabule ilişkin hükümleri uygulama alanı bulacaktır. Kabul beyanının zorunlu pay alım teklifine aracılık eden yatırım kuruluşuna iletilmesiyle birlikte pay satış sözleşmesi kurulur. Sözleşmenin kurulmasıyla birlikte TBK m.10 uyarınca kabul beyanının geri alınmasında mümkün olmayacaktır.

Zorunlu pay alım teklifinin kabul edilmesinden sonra kurulan pay satış sözleşmesinde, borçlar hukukunda satış sözleşmesini düzenleyen hükümlerde yer alan alıcıyı, satıcıya karşı koruma ilkesi, burada ters olarak uygulanmaktadır⁴⁰. Yani satıcı konumundaki küçük yatırımcı, alıcı konumundaki hakim ortağa karşı Kanun ve Tebliğ hükümleriyle koruma altına alınmaktadır.

³⁶Oğuzman/Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.61.

³⁷Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.224; Oğuz Kürşat Ünal, **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara: Nobel, 1999, s.201; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.108.

³⁸Mustafa İhtiyar, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, s.238.

³⁹Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.193.

⁴⁰Haluk A.Kabaalioğlu, **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma**, İstanbul: İktisadi Yayın, 1985, s.218.

D. Tarihçesi Ve Karşılaştırmalı Hukuktaki Yeri

Yönetim kontrolünün elde edilmesinin bir sonucu olarak ortaya çıkan zorunlu pay alım teklifi, yakın bir geçmişe sahiptir. İlk olarak, İngiltere’de City Code’a 1972 yılında yapılan ekleme ile zorunlu pay alım teklifi halka açık anonim ortaklıklar bakımından benimsenmiştir⁴¹. Ayrıca, 1985 yılında yürürlüğe konulan Companies Act (Şirketler Kanununda) küçük pay sahiplerine belli koşullar altında, yönetim kontrolünü elde eden pay sahibinden, paylarını satın almasını talep hakkı tanımıştır⁴².

Zorunlu pay alım teklifinin diğer Avrupa ülkelerinde düzenlemeye kavuşturulup uygulanmaya konması ise yaklaşık 25 yıllık bir geçmişe sahiptir. Zorunlu pay alım teklifi, 1989 yılında Fransa’da, 1998 yılında İsviçre’de, 1999 yılında Avusturya’da ve 2002 yılında da Almanya’da yürürlüğe girmiştir⁴³.

Zorunlu pay alım teklifi, Avrupa Birliği Hukuku mevzuatına, 21 Nisan 2004 tarihli ve 2004/25/AT sayılı Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması Hakkında Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi⁴⁴,nin 5.maddesi ile girmiştir. Söz konusu Direktif’in temelini İngiltere’de zorunlu pay alım teklifinin düzenleyen City Code hükümleri oluşturmaktadır⁴⁵. Daha sonra, bu Direktif, Türkiye’de zorunlu pay alım teklifini düzenleyen Seri:IV No: 44 sayılı Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği’ne ve II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği’ne temel oluşturmuştur.

ABD’de federal yasalar düzeyinde zorunlu pay alım teklifi uygulaması yoktur. Bununla birlikte federal yasalarda, Eyaletler için zorunlu pay alım teklifine ilişkin

⁴¹Geoffrey Morse / Enid A. Marshall / Richard Morris/LetitiaCrabb, **Charlesworth And Morse Company Law**, London: Sweet And Maxwell, 1999, s.610; Edmund-PhilippSchuster, “The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?”, **The Modern Law Review**, Volume 76, May 2013, s.531.

⁴²Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.25.

⁴³Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.26-27.

⁴⁴Direktifin olgunlaşma ve kabul süreciyle ilgili bkz.Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.17 vd.

⁴⁵Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.6.

düzenleme yapılmasını yasaklayan bir düzenleme de yoktur. ABD’de yalnızca iki Eyalette (Pennsylvania ve Maine) zorunlu pay alım teklifi düzenlemesi mevcuttur⁴⁶.

E. Pay Alım Teklifi Zorunluluğuna İlişkin Görüşler

1. Lehteki Görüşler

Bugün itibariyle, hukukumuzda, zorunlu pay alım teklifi kuralı uygulama alanı bulmaktadır. Dolayısıyla pay alım teklifini zorunluluğunu destekleyen görüşlerin esas alınarak mevzuatımızın oluşturulduğu söylenebilir. Bu başlıkta, zorunlu pay alım teklifinin benimsenmesinin temel gerekçeleri sıralanacaktır.

İlk olarak, SerPK m.1’de, Kanunun amacının; “*sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi*” olduğu açığa kavuşturulmaktadır. Zorunlu pay alım teklifi de yatırımcıların hak ve menfaatlerine hizmet eden bir düzenlemedir. Zira zorunlu pay alım teklifinin temel amaçlarından birini küçük yatırımcının korunması ilkesi oluşturur. Gerçekten de hedef ortaklığın yönetiminde meydana gelebilecek herhangi bir yönetim kontrolü değişikliğinden olumsuz etkilenecek olan küçük yatırımcılar, paylarını adil fiyat⁴⁷ üzerinden satarak ortaklıktan çıkabileceklerdir. Dolayısıyla küçük yatırımcıların korunması adına zorunlu pay alım teklifinin varlığı son derece önemlidir. Zorunlu pay alım teklifi, küçük yatırımcının ileriye dönük kaygılarını gidererek piyasaya olan güvenin korunmasını da sağlamaktadır⁴⁸. Ayrıca kontrol priminden de tüm küçük yatırımcılar fırsat eşitliği çerçevesinde yararlanma

⁴⁶Edmund-PhilippSchuster, “The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?”, **The Modern Law Review**, s.536.

⁴⁷Clas Bergström / Peter Högfeldt /Johan Molin, “The Optimality of the Mandatory Bid Rule”, **Journal of Law, Economics, And Organization**, Volume 13, N.2, s.433.

⁴⁸Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.37.

olanağı bulmaktadırlar⁴⁹. Zorunlu pay alım teklifiyle getirilen fiyat eşitliğine ilişkin kuralların küçük yatırımcıların korunmasına hizmet ettiği ortadadır⁵⁰.

İkinci olarak, pay alım teklifinin ortaklık devralmalarında ek maliyet getirdiği inkâr edilemez bir gerçektir. Ancak olaya iyi tarafından bakacak olursak bu maliyetler sebebiyle ekonomik bakımdan zayıf, hedef ortaklığa herhangi bir katkı sağlamayacak devralmaların önüne geçilmiş olmaktadır⁵¹. Zorunlu pay alım teklifine rağmen gerçekleştirilen devralmalar sağlam temellere dayanmakta olup hedef ortaklığın kaynakları daha iyi kullanılacak, daha iyi bir işletme politikasına göre yönetilecektir⁵².

Sonuç olarak, zorunlu pay alım teklifi küçük yatırımcıların korunması açısından önemlidir. Bu nedenle, zorunlu pay alım teklifinde bulunularak küçük yatırımcıya yeni yönetimle devam etme seçeneğinin yanında ortaklıktan çıkma olanağının da tanınması gereklidir⁵³.

2. Aleyhteki Görüşler

Zorunlu pay alım teklifinin varlığına karşı olan görüşler, gerekçelerinin farklı temellere dayandırmaktadırlar. Bu bölümde pay alım teklifine karşı olan görüşün temel gerekçeleri sıralanacaktır.

Öncelikle, kontrol priminin tüm ortaklar arasında paylaşılması kabul edilemez. Zira kontrol primi payların içinde gizlidir ve bu nedenle prim yalnızca yönetim kontrolünü elinde tutan pay sahibine aittir⁵⁴. Pay satışından kazanılan bedelin eşit işlem ilkesinin kapsamına girmeyeceği, bazı pay sahiplerinin kontrol

⁴⁹Georgios Psaroudakis, “The Mandatory Bid And Company Law in Europe”, **European Company And Financial Law Review**, Volume 7, Nov 2010, s.551.

⁵⁰Thomas Papadopoulos, “Acquisition Of Corporate Control And Clear Criteria in The Adjustment Of The Mandatory Bid Price”, **Law And Financial Markets Review**, Marc 2013, s.99.

⁵¹Edmund-PhilippSchuster, “The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?”, **The Modern Law Review**, s.562-563.

⁵²Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.15.

⁵³Heiner Drüke /Arnold Büssemaker, “Mandatory Bid Exemptions ”, **International Financial Law Review**, Volume 22, Jul 2003, Issue 7, s.76.

⁵⁴Drüke /Büssemaker, “Mandatory Bid Exemptions ”, **International Financial Law Review**, s.77.

priminden yararlanması diğerlerinin yararlanamamasının eşit işlem ilkesini zedelemeyeceği ifade edilmektedir⁵⁵.

Zorunlu pay alım teklifine karşı olan görüşün dayandığı en temel gerekçelerden biri de ortaklık açısından olumlu bir olgu olan devralmaların kolaylaştırılması gereğidir. Zorunlu pay alım teklifi ise devralmaların sayısını azaltmaktadır⁵⁶. Pay alım teklifi zorunluluğu devralma maliyetini artıracak⁵⁷ için hedef ortaklık bakımından olumsuz bir durum oluşturur⁵⁸. Bu ise devralacak olan kişinin sermayesini yatırım yerine başka alanlarda değerlendirmesine⁵⁹ sebep olabilecek, büyük resimde ülke sermaye yatırımından mahrum kalabilecektir. Hatta zorunlu pay alım teklifi yapmak zorunda kalan kişi teklife konu paylar için ödediği bedeli bir şekilde ortaklık malvarlığından karşılamak isteyecektir. Böylece ortaklığın aktifleri asıl amacına uygun olarak kullanılamamış olacaktır. Dolayısıyla, küçük yatırımcıların korunmasına hizmet ediyor gibi görünse de aslında zorunlu pay alım teklifinin uygulaması, kontrolün devralınmasıyla ortaklığın değer kazanması ve ortaklığı çok daha iyi noktalara getirecek yönetimlerden mahrum kalınmasına yol açmaktadır.

Avrupa Birliği kapsamında yer alan ülkelerin mevcut sermayenin kullanım etkinliğinin ve mevcut emeğin karşılıklı durumları göz önüne alındığında ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için bütünleşmiş bir piyasaya ihtiyacı vardır⁶⁰. Bu ihtiyaç da sermayenin serbest dolaşımı ile sağlanabilir. Zorunlu pay alım teklifi devralmaların azalmasına neden olarak Avrupa Birliği sisteminde geçerli olan sermayenin serbestçe dolaşım amacının gerçekleşmesini de engellemektedir⁶¹.

Son olarak, günümüzde, sermaye piyasalarında kurumsal ve nitelikli piyasa yatırımcılarının sayısının artması, küçük yatırımcıların korunması ilkesinin arkasındaki mantığı da sorulanır hale getirmektedir⁶².

⁵⁵Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s.417 .

⁵⁶Luca Enriques, "The Mandatory Bid Rule in The Takeover Directive: Harmonization Without Foundation", **European Company And Financial Law Reviv**, 2004, s.453.

⁵⁷Barry A.K. Rider, **The Corporate Dimension**, Jordan Publishing, 1998, s.311.

⁵⁸Edmund-PhilippSchuster, "The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?", **The Modern Law Review**, s.530.

⁵⁹Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.18.

⁶⁰Orhan Tur, **Avrupa Para Birliği: Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi**, İstanbul: Beta, 2000, s.127.

⁶¹Thomas Papadopoulos, "Acquisition of Corporate Control And Clear Criteria in The Adjustment Of The Mandatory Bid Price", **Law And Financial Markets Review**, s.102.

⁶²Lan Luh Luh/Ho Yew Kee/Ng See Leng, "Mandatory Bid Rule: Impact of Control Threshold on Take-Over Premium", **Singapore Journal of Legal Studies**, Volume 2001, Issue 2, s.436.

Pay alım teklifi zorunluluğunun ortaklık devralmaları üzerinde ekstra bir maliyet oluşturduğu inkar edilemez. Ancak Türkiye'nin gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer aldığı ve birçok gelişmiş ülkelerin sahip olduğu gibi sağlıklı işleyen sermaye piyasası hedefine ulaşma yolunda ilerlediği göz önüne alındığında, küçük yatırımcıların pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında korunması gerekliliğinden dolayı bu düzenlemelerin benimsenmesini doğru buluyoruz.

F. Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Öngörülme Nedenleri

1. Küçük Yatırımcının Korunması İlkesi

Zorunlu pay alım teklifi düzenlemesinin en temel amacı, küçük yatırımcının korunmasıdır⁶³. Bu ilke 2499 sayılı Eski SerPK m.16/A'da, "*halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında... Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması... amacıyla düzenlemeler yapar.*" şeklinde ifade edilmiştir. Söz konusu hükmün gerekçesinde de yasa koyucu zorunlu pay alım teklifi düzenlemesiyle küçük pay sahiplerinin korunması gereğine işaret etmektedir⁶⁴.

⁶³Abuzer Kendigelen, "Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinde Aktif Husumet Ehliyeti", **Hukuki Mütalaalar**, C.IV:2004, İstanbul: Arıkan, 2006, s.200; Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.62.

⁶⁴2499 sayılı Eski SerPK'ya 3794 sayılı kanunla eklenen 16/A maddesinin gerekçesi: "Kanuna eklenen bu madde ile kamunun aydınlatılması ve yatırımcının korunması sistemini sürekli ve etkin hale getirecek hususlar düzenlenmiştir. Bu madde ile getirilen hükümler, piyasanın sağlıklı ve düzenli gelişmesini temin etmek amacıyla tahkim edilecek gözetim sisteminin yeni çehresine dayanak teşkil edecektir. Piyasada istenmeyen gelişmelerin önlenmesi için erken uyarı verecek bir gözetim sistemi elzem görülmektedir. Sermaye piyasasında dürüst ve açıklık içinde işleyen ticaret sisteminin kurulabilmesi için, kamunun zamanında, yeterli ve doğru bilgilendirilmesi gereğinden hareketle maddede, hisse senetleri halka arz olunan anonim ortaklıkların mevcut ortaklarına çağrıda bulunarak hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında veya genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekâlet istenmesinde veya ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren el değiştirmelerde, birleşme ve devirlerde, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde Kurulun *küçük pay sahiplerinin haklarını korumak* ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak üzere yapacağı düzenlemelere uyma zorunluluğu getirilmiş; hisse senetleri borsada ve diğer teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören ortaklıkların yönetici ve azınlık ortaklarının belirli bildirim yükümlülükleri düzenlenmiştir."

Yeni Tebliğ m.5(1)' de, “...*hedef ortaklığın sermayesini temsil eden diğer paylarını elinde bulunduran tüm pay sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde pay alım teklifi yapılması zorunludur*” denilerek bu ilke Tebliğ kapsamına alınmıştır.

Çalışmamızda “azınlık” terimi yerine “küçük yatırımcı” terimini kullanmayı iki açıdan daha isabetli bulduk. İlk olarak, azınlık pay sahipleri, TTK kapsamında teknik bir terim⁶⁵ olarak kullanıldığı için, herhangi bir karışıklığa sebep olmaması yönünden küçük yatırımcı ibaresi tercih edilmiştir. İkinci olarak, SerPK m.1' de “*Bu Kanunun amacı...yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması...*” olarak belirtildiği için yatırımcı terimi kullanılmıştır. Küçük yatırımcı kavramı bu çalışmada kullanıldığı anlamıyla, yönetim kontrolü sağlayan paylar dışında kalan payları elinde bulunduran tüm pay sahiplerini ifade etmektedir.

Zorunlu pay alım teklifi düzenlemesiyle, küçük yatırımcıların, hedef ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçiren ortağın neden olabileceği olumsuzluklardan korunması amaçlanmaktadır⁶⁶. Gerçekten, yönetim kontrolünü ele geçiren ortak, ortaklık menfaatleri yerine, kişisel çıkarlarını ön planda tutabilir, şirketin içini boşaltabilir veya farklı bir temettü politikası izleyerek diğer pay sahiplerinin zarara uğramasına sebebiyet verebilir⁶⁷. Hatta, ortaklığın mevcut likiditesini kendisi için kullanabilir veya elde ettiği payları ucuza kapatmış olması nedeniyle ortaklığı tasfiyeye sürüklemek isteyebilir⁶⁸. Ayrıca küçük yatırımcı, yeni yönetim ile uyumsuzluğa düşebilir veya yeni yönetimden memnun olmayabilir⁶⁹. Hakimiyeti elde eden ortağın şirketin işletme politikasında köklü değişiklikler yapmayı amaçlaması da diğer pay sahiplerinin yatırım politikalarını gözden geçirmesine neden olabilir. Bu nedenle, küçük yatırımcıya ortaklıktan çıkma olanağı tanınması gerekir.

Daha önceden bağımsız olan hedef ortaklık, yönetim kontrolünün elde edilmesinden sonra bir grup şirketi haline gelebilir ya da bağlı olduğu grup değişebilir. Bu sebeple küçük yatırımcı, tanımadığı veya güvenmediği yeni bir

⁶⁵Örneğin; TTK m.411, 420, 439, 531, 559 uyarınca, sermayenin en az onda birini, halka açık şirketlerde yirmide birini oluşturan pay sahipleri azlık olarak kabul edilmektedir.

⁶⁶Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.8; Mustafa İsmail Kaya, “Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı”, **EÜHFD**, C.XI, 2007, S.1-2, s.326; Yusuf Ziyaeddin Sönmez, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Ankara, 2007, s.7; Ali Murat Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, Ankara: Seçkin, 2014, s.110.

⁶⁷Reha Poroy, “Halka Açık Şirketlerde Çağrı Yoluyla Oyda Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sorunlar”, **Prof. Dr. Hayri Domaniç'e Armağan**, İstanbul, 1995, s.191.

⁶⁸Haluk Kabaalioğlu, “Ortaklıkların Ele Geçirilmesi Yöntemleri ve Hukuki Düzenleme Sorunu”, **Batider**, C.X, Haziran 1980, S.3, s.883.

⁶⁹Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.232.

sistemin parçası haline gelebilir, ekonomik çıkarları tehlikeye girebilir⁷⁰. Küçük yatırımcıya paylarını adil fiyattan satıp ortaklıktan çıkma hakkı tanınması, bu nedenle de menfaatler dengesine uygun düşecektir.

Koruma mekanizması şu şekilde işler: Halka açık bir anonim ortaklıkta, yönetim kontrolünü ele geçiren hakim ortak, yönetim kontrolü dışında kalan pay sahiplerine, zorunlu olarak pay alım teklifinde bulunur. Bu teklife olumlu karşılık veren pay sahipleri, teklife konu paylarını, adil fiyat üzerinden satarak şirketten çıkarlar. Dolayısıyla kanun koyucu, zorunlu pay alım teklifi sonucunda, küçük yatırımcıya tanıdığı şirketten çıkma olanağıyla⁷¹ bir koruma sağlanmasını amaçlamaktadır.

SerPK ve Tebliğ, küçük yatırımcı için sadece çıkma hakkı tanımakla yetinmemiş, çıkma hakkının kullanılması halinde; kamunun aydınlatılmasına, fiyat tespitine, kur ve faize ilişkin esaslara, aykırılık halinde uygulanacak yaptırımlara ilişkin düzenlemeler getirerek, korumanın etkin bir biçimde uygulanmasını sağlayacak tedbirleri almıştır.

2. Eşit İşlem İlkesi

Zorunlu pay alım teklifinin öngörülme gerekçelerinden biri de eşit işlem ilkesinin⁷² uygulanmasının sağlanmasıdır. Bu husus, Tebliğ m.5’de “*Pay alım teklifinde, hedef ortaklığın sermayesini temsil eden aynı gruba dahil tüm payları eşit işleme tabi tutulur.*” şeklinde ifade edilerek, konu mevzuat kapsamına alınmıştır. Eşit işlem ilkesinin en güçlü uygulanma alanını zorunlu pay alım teklifi oluşturur⁷³.

⁷⁰Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s.409.

⁷¹Nitekim Yargıtay 11. Hukuk Dairesi E.2003/3498, K.2003/10556 sayılı kararında, zorunlu pay alım teklifinin, HAAO’da azınlıkta kalan ortaklara, ortaklıktan ayrılma hakkı tanımak amacıyla getirilmiş olduğunu belirtmiştir.

⁷²6762 sayılı TTK, eşit işlem ilkesine açıkça yer vermezken, 6102 sayılı TTK m.357’de “Pay sahipleri eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulur.” diyerek eşit işlem ilkesini yasal dayanağa kavuşturmuştur. Anonim ortaklıklarda eşit işlem ilkesi için bkz. Şükrü Yıldız, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, Ankara: Seçkin, 2004; N.Fusun Nomer, “Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi”, **Prof. Dr. Oğuz İmregün Armağanı**, İstanbul, 1998, s.469 vd.

⁷³Paul L.Davies, **Principales of Modern Company Law**, London: Sweet And Maxwell, 2003, s.730.

Zorunlu pay alım teklifinde, eşit işlem ilkesi, kontrol priminden⁷⁴ tüm pay sahiplerinin faydalanmasını ve ortaklıktan çıkma durumunda, pay sahipleri arasında farklılık oluşturulamayacağını ifade eder⁷⁵.

Eşit işlem ilkesi iki yönlüdür. Yönetim kontrolü sağlayan payları satan pay sahipleri ile kontrol dışında kalan diğer pay sahipleri arasında herhangi bir fark oluşturulamayacağı gibi, kontrol dışında kalan pay sahiplerinin kendi arasında da, şirketten çıkma, bedel, ödeme şekli, vade gibi hususlarda ayırım yapılamaz.

İngiltere’de kontrol primi tüm ortaklığa ait kabul edilir⁷⁶. Bu nedenle, kontrol priminden yararlanan pay sahibi ile diğer pay sahipleri arasında herhangi bir fark gözetilmemektedir. O halde yönetim kontrolünü elde eden zorunlu pay alım teklifinde bulunmalıdır ve zorunlu pay alım teklifine konu pay bedelleri kontrol primini de kapsayacak şekilde belirlenmelidir⁷⁷.

Eşitlik ilkesi fiyat ve fırsat eşitliğini kapsar⁷⁸. Fiyat eşitliği kuralları, farklı fiyatlarla pay toplanması durumunda, pay sahiplerinin baskı altında kalmasını önlemeyi amaçlarken, fırsat eşitliği ise pay sahiplerinin, paylarını teklifte bulunana satarken, kontrol priminden faydalanmalarını ve ortaklıktan çıkarken eşit koşullara tabi olmalarını amaçlar⁷⁹. Kontrol priminin, tüm pay sahiplerine tanınması gerekliliği, fırsat eşitliğinin bir uzantısıdır⁸⁰.

Tebliğ, eşitlik ilkesine büyük önem vermiştir. Örneğin, fiyat eşitliğinin sağlanmasına (m.16) ilişkin esasları ayrı bir madde halinde düzenlemiştir.

Tebliğ’in 10.maddesinde yer alan kamuya açıklanacak hususlar da esasında eşitlik ilkesinin bir yansımasıdır. Gerçekten de kamuyu aydınlatma prensipleri içinde

⁷⁴Kontrol Primi, yönetim kontrolü sağlayan payları elde etmek için, payların mevcut piyasa değerinin üzerinde yapılan ödemedir. Kontrol priminin farklı tanımları için bkz. Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.2, dpn.583; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.14; Paşlı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s.412, dpn.311.

⁷⁵Edmund-Philipp Schuster, “The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?”, **The Modern Law Review**, s533.

⁷⁶Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.59.

⁷⁷Paşlı, **Anonim Ortaklığı Devralınması**, s.411.

⁷⁸Şükrü Yıldız, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, s.97.

⁷⁹Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.254.

⁸⁰Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, 229.

yer alan bu hüküm küçük yatırımcılar açısından açıklanması gereken bilgilerde eşitlik ilkesini oluşturur⁸¹.

G. Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Temel Hukuk İlkeleri Açısından Değerlendirilmesi

1. Sözleşme Özgürlüğü Açısından

AY m.48 uyarınca, “Herkes... sözleşme hürriyetlerine sahiptir.” Sözleşme özgürlüğünü başlığını taşıyan TBK m.26’ya göre: “Taraflar, bir sözleşmenin içeriğini kanunda öngörülen sınırlar içinde özgürce belirleyebilirler.” Dolayısıyla, kural, irade serbestisi ilkesinin bir parçası olan sözleşme özgürlüğüdür. Sözleşme özgürlüğü, sözleşmeyi yapıp yapmama, sözleşmenin içeriğini ve tarafını belirlemede kendini gösterir⁸².

Pay alım teklifi zorunluluğu sözleşme özgürlüğünün bir istisnasını oluşturur⁸³. Öncelikle, sözleşme yapıp yapmama konusunda açık bir istisna teşkil eder, zira SerPK m.26 uyarınca, hedef ortaklığın yönetim kontrolünü elde eden kişi, zorunlu pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altında olacak ve bu teklifi kabul eden pay sahipleriyle pay satış sözleşmesi kuracaktır. Bir başka anlatımla, yönetim kontrolünü elde eden kişi kendi öneri iradesine sahip olmaksızın teklife olumlu cevap verenlerle sözleşme ilişkisi içine girmeye zorlanmış olmaktadır⁸⁴.

Ayrıca, Tebliğ pay bedellerinin tespit usulü (m.15), ödeme şekli (m.5/2), bilgi formunda yer alacak hususlar (m.7), kur ve faize ilişkin esaslar (m.17) gibi birçok

⁸¹İlhan Dinç, “Sermaye Piyasası Kurulu’nun Ser: IV No: 44 Sayılı Tebliği Kapsamında Çağrıda Bulunma Yükümlülüğüne İlişkin Son Gelişmeler”, **Batider**, C.XXVI, 2010, S.2, s.270.

⁸²Sözleşme özgürlüğü için bkz.Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.17; Oğuzman/Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.24 vd; Kılıçoğlu, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.75 vd.; Hüseyin Hatemi/Emre Gökyayla, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul: VedatKitapçılık, 2012, s.57-58; Haluk N.Nomer, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul: Beta, 2013, s.57 vd; Antalya, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.53 vd.

⁸³Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.239; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.17; Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s.422.

⁸⁴Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s.422.

konuda, sözleşmenin içeriğine müdahale edici düzenlemelere yer vermektedir. Bu nedenle de, pay alım teklifi zorunluluğu, sözleşme içeriğini serbestçe belirleme özgürlüğünün de istisnasını oluşturmaktadır.

Son olarak, pay alım teklifi zorunluluğu, sözleşmenin tarafını serbestçe belirleme özgürlüğüne de istisna oluşturur. Zira yönetim kontrolünü elde eden pay sahibi, zorunlu pay alım teklifinde bulunduğu anda, bu teklife olumlu karşılık veren pay sahipleri ile arasında sözleşme kurulmuş olacaktır. Dolayısıyla, teklifte bulunan pay sahibinin sözleşmenin karşı tarafını seçme olanağı bulunmamaktadır.

Pay alım teklifi zorunluluğunun, istisnai bir düzenleme olmasının en önemli sonucu, yorum yapılırken, “*istisnalar dar yorumlanır*” ilkesine bağlı kalınmasıdır.

Sözleşme özgürlüğü, temel hak ve hürriyetlerden olduğu için AY m.13 uyarınca ancak kanunla sınırlandırılabilir. Bu nedenle, 6362 sayılı yeni SerPK’nın, pay alım teklifi zorunluluğunu ayrı bir maddede düzenlemesi, 2499 sayılı Eski SerPK’ya oranla isabetlidir⁸⁵.

2. Tek Borç İlkesi Açısından

TTK m.480/1’de yer alan “*kanunda öngörülen istisnalar dışında, esas sözleşmeyle pay sahibine, pay bedelini veya payın itibarî değerini aşan primi ifa dışında borç yükletilemez*” hükmü ve TTK m.329/2’de belirtilen “*Pay sahipleri, sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile ve şirkete karşı sorumludur*” hükmü anonim ortaklıklar hukukunda geçerli olan tek borç ilkesini ifade eder⁸⁶. Kural olarak, anonim ortaklıkta pay sahiplerinin tek bir borcu vardır, o da taahhüt edilen pay bedellerini veya payın itibari değerini aşan primi ifa borcudur⁸⁷.

⁸⁵2499 sayılı Eski SerPK dönemindeki eleştiri için bkz. Abuzer Kendigelen, “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinin Hukuki Sonucu, **Prof. Dr. Ergon A.Çetingil ve Prof. Dr. Rayegan Kender’e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı**, İstanbul, 2007, s.822.

⁸⁶Tek borç ilkesinin tarihi gelişimi, kapsamı, istisnaları hakkında kapsamlı bilgi için bkz. Gül Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004, s.15 vd.

⁸⁷Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s.266.

Pay alım teklifin zorunluluğunun, tek borç ilkesinin bir istisnasını teşkil edip etmediği doktrinde tartışmalıdır. *Baskın görüşe göre*⁸⁸, pay alım teklifi zorunluluğu tek borç ilkesinin açık bir istinasını oluşturur. Bizim de iştirak ettiğimiz *azınlıkta kalan görüşe göre ise*⁸⁹, pay alım teklifi zorunluluğuyla, anonim ortaklıklarda geçerli olan tek borç ilkesine herhangi bir istisna getirilmemektedir.

Öncelikle, pay alım teklifi zorunluluğu, tek borç ilkesinin tarafları açısından farklılık arz ettiği için istisna olarak görülmemelidir. Tek borç ilkesi, pay sahibi ile şirket arasındaki ilişki çerçevesinde ortaya çıkmaktadır. Zira TTK m.329/2 uyarınca pay sahibinin borcu ve sorumluluğu sadece şirkete karşıdır⁹⁰. Ancak pay alım teklifi zorunluluğunda, hedef ortaklığın yönetim kontrolünü elde eden ortağın pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün muhatabı, hedef ortaklıkta yönetim kontrolü dışında kalan pay sahipleridir. Yani, zorunlu pay alım teklifinin tarafları, yönetim kontrolünü elde eden ortak ve yönetim kontrolü dışında kalan küçük yatırımcılar iken; tek borç ilkesinin tarafları ise sermaye taahhüdünde bulunan pay sahibi ile anonim ortaklıktır.

İkinci olarak, tek borç ilkesi ve pay alım teklifi zorunluluğunun kaynakları göz önünde tutulmalıdır. Anonim ortaklık ile pay sahibi arasındaki iç ilişkinin kaynağını (dolayısıyla tek borç ilkesinin kaynağını) sermaye taahhüdü (ana sözleşme) oluşturur⁹¹ ve temelini ortaklıklar hukukundan alır. Pay alım teklifi zorunluluğunun kaynağını ise kanun oluşturur. Zira SerPK m.26'da, halka açık anonim ortaklıklarda, yönetim kontrolünü sağlayan payların ve oy haklarının iktisap edilmesi halinde diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılmasının zorunlu olduğu

⁸⁸Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s.37 ve 424; Mustafa Çeker, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Münasebetiyle)", **Batider**, C.XXIII, Haziran 2005, S.1, s.44; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.236; Kendigelen, "Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler", **Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1201; Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.1, Ankara: Adalet, 2014, s.1527.

⁸⁹Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.19-20; Üçışık/Çelik, **Anonim Ortaklıklar Hukuku**, C.I,s.52.

⁹⁰HGK'nın 01.03.1967 tarih ve T-1511/133 sayılı kararında, "...hissedarların anonim şirkete karşı sermaye taahhüdü ...şirkete karşı bir borç teşkil eder..." diyerek tek borç ilkesinin muhatabının şirket olacağını belirtmiştir. Karar için bkz. Erdoğan Moroğlu/Abuzer Kendigelen, **İçtihatlı Notlu Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat**, İstanbul: XXII Levha, 2014, s.381.; 6102 sayılı TTK m.329'un gerekçeinde bu husus "İkinci fıkra pay sahiplerinin sermaye koyma borcundan doğan sorumluluklarının sadece şirkete karşı olduğunu belirtmektedir. 6762 sayılı Kanunda açık bir şekilde öngörülmemiş bulunanbu temel ilkenin vurgulanmasında, sadece teorik değil, aynı zamanda uygulama açısından da zorunluluk vardır" şeklinde ifade edilmiştir.

⁹¹Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, **Anonim Şirketler Hukuku**, C.1, s.110.

belirtilmiştir. Dolayısıyla, pay alım teklifi zorunluluğu SerPK' dan (kanundan) doğan bir borç niteliğine sahiptir.

Üçüncü olarak, tek borç ilkesi paya bağlı bir borç niteliği taşımaktadır⁹². Tek borç ilkesini düzenleyen TTK m.480, TTK sistematüğinde pay ve sermaye koyma borcu bölümünün pay bedelini ifa borcu ve ifa etmemenin sonuçlarını içeren ikinci ayırım bahsinde ele alınmaktadır. Ancak pay alım teklifi zorunluluğu kontrolün elde edilmesine bağlanmıştır ki; bu durum, hedef ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylara veya oy haklarına sahip olunması ile sağlanabilir⁹³.

Son olarak, tek borç ilkesinin *ratio legis*'i, pay sahibinin ileride beklenmedik yükümlülüklerle karşılaşmasını engellemektir⁹⁴. Oysa pay alım teklifi zorunluluğu SerPK kapsamına alınarak, hedef ortaklıkta yönetim kontrolünü elde edecek oranda pay veya oy hakkı iktisap edecekler uyarılmış olmaktadır. Ayrıca, tek borç ilkesinden farklı olarak, pay alım teklifi zorunluluğunun sevk amacını küçük yatırımcının korunması ve eşitlik ilkesinin uygulanması oluşturur.

Tüm bu gerekçelerden dolayı pay alım teklifi zorunluluğunun, anonim ortaklıklarda geçerli olan tek borç ilkesinin bir istisnai görünümü olduğu görüşüne katılmıyoruz.

⁹²Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.19.

⁹³Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.20.

⁹⁴Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s.27.

II. BÖLÜM: PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞUNUN ORTAYA ÇIKMASI

A. Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Doğduğu Haller

1. Genel Olarak

SerPK m.26/1' e göre, *“halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılması zorunludur.”* Görüldüğü üzere, pay alım teklifi zorunluluğunun doğması için kilit nokta yönetim kontrolünün⁹⁵ elde edilmesidir.

Pay alım teklifi zorunluluğu doğuran işlemler yönünden Tebliğ'de herhangi bir sınırlama öngörülmemiştir. Tebliğ'in 11.maddesinin ilk fıkrasına göre *“gönüllü olarak yapılan kısmi pay alım teklifi, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını veya oy haklarını iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları satın almak üzere pay alım teklifinde bulunmak zorundadır.”* Görüldüğü üzere Tebliğ *‘...diğer herhangi bir yöntemle...’* ifadesini kullanarak yönetim kontrolünü ele geçirme yöntemlerini örnekleme yoluyla sayarak sınırlı sayı (numerus clausus) ilkesini benimseme yoluna gitmemiştir. Bu tercihin sonucu, yönetim kontrolünü elde etmek için kullanılan yöntemin herhangi bir öneme sahip olmadığıdır. Gerçekten de SerPK ve Tebliğ, yönetim kontrolünün iktisap edilme şekline ziyade bu iktisabın sonuçlarına önem atfetmektedir.

Kısmi pay alım teklifi Tebliğin 4.maddesinde *“Halka açık ortaklık paylarının belirli bir grubunun ya da aynı gruba ait paylarının belirli bir kısmının satın*

⁹⁵ Yönetim kontrolü kavramı için bkz. II.Bölüm-A-2-a-(2).

alınması/devralınması için yapılan pay alım teklifi” olarak tanımlanmıştır. Gönüllü pay alım teklifi, Tebliğ’in 20.maddesi uyarınca, halka açık ortaklık paylarının tamamı için gönüllü pay alım teklifi ve bir kısmı için gönüllü pay alım teklifi olmak üzere ikiye ayrılır⁹⁶. Tebliğ, yalnızca kısmi gönüllü pay alım teklifinin, pay alım teklifi zorunluluğu doğurabileceğine yer vermiştir. Hatta Tebliğ, 14/a hükmünde, “*yönetim kontrolünün, bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak tüm pay sahiplerine ellerinde bulundurdukları payların tamamı için yapılan gönüllü bir pay alım teklifini takiben elde edilmesi*” durumunu pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı haller arasında saymıştır. Bu düzenlemenin mantığı, Tebliğ hükümlerine göre halka açık anonim ortaklığın paylarının tamamı için yapılan gönüllü pay alım teklifiyle zaten yönetim kontrolü dışında kalan pay sahiplerine paylarını adil fiyat üzerinden satıp, ortaklıktan çıkma olanağı tanınmasında kendini gösterir. Böylece, hem halka açık anonim ortaklığın paylarının tamamı için gönüllü pay alım teklifinde bulunan kişi ikinci bir teklifin getireceği ek maliyetten kurtulmuş olacak hem de yönetim kontrolü dışında kalan pay sahiplerine ortaklıktan çıkma hakkı tanınmış olacaktır.

Blok alımlar, Tebliğ’de tanımlanmamıştır. Pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında blok alımlar, hedef ortaklığın yönetim kontrolünün elde edilebilmesi için büyük pay sahiplerinden blok halinde pay alımı olarak ifade edilebilir⁹⁷. Tebliğ münferit alımlar hakkında da herhangi bir tanıma yer vermemiştir. Bu kavram, yönetim kontrolünü elde etmek için, birbirinden bağımsız şekilde birden çok pay iktisabı olarak tanımlanabilir.

Doktrinde, kısmi pay alım teklifi, blok veya münferit alımların yanında farklı yöntemlerle de yönetim kontrolünün sağlanabileceği belirtilmektedir. Bu yöntemler, borsadan yapılan alımlar⁹⁸, hisse alım sözleşmesi, sermaye artırımı⁹⁹ neticesinde

⁹⁶ Doktrinde bu ayrım, tam teklif ve kısmi teklif olarak da adlandırılmaktadır. Bu yönde bkz.Feyzan Hayal Şehirali Çelik, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2008, s.62-63.

⁹⁷ Blok alıma ilişkin farklı tanımlamalar için bkz.Yaşar Karayalçın, “Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi”, **Prof. Dr. Haluk Tandoğan Hatırasına Armağan**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990, s.362; Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, s.234; Saka, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, **Yasa Hukuk Dergisi**, s.17; Şehirali Çelik, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, s.60; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.123.

⁹⁸ “Esas Holding A.Ş.’nin, AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.’ nin (AFM) sermayesinin %88,01’ini temsil eden payları 31.08.2010 tarihinde Eurasia Cinemas B.V’nden, %1’ini temsil eden payları ise İMKB’de satın alması sebebiyle AFM’ nin diğer pay sahiplerine ait bakiye %10,99 oranındaki sermayesini temsil eden (C) grubu payları Kurulumuzun Seri: IV No:44

oluşan yeni payların alımı, payların diğer bir ortaklığa sermaye olarak konulması ve birleşme¹⁰⁰ olarak sayılabilir¹⁰¹.

Pay alım teklifi zorunluluğu, esas olarak, yönetim kontrolünün (SerPK m.26) elde edilmesinden dolayı ortaya çıkmaktadır. Ancak pay alım teklifi zorunluluğu yalnızca yönetim kontrolünün elde edilmesine bağlı olarak ortaya çıkabilecek bir durum değildir. Önemli nitelikteki işlemler, ortaklıkların SerPK kapsamından resen çıkarılması, yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesine veya yitirilmesine neden olacak esas sözleşme değişikliklerine izin verilmesi de pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasına neden olabilecektir.

Sistematik bakımından, pay alım teklifi zorunluluğu doğuran halleri, ilgili düzenlemelerin yer aldığı Kanun hükümleri ve tebliğler açısından sınıflandırmayı tercih ettik.

sayılı Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği hükümleri çerçevesinde zorunlu çağrı yoluyla satın alma talebinin, 1-TL nominal değerli (C) grubu AFM payı için çağrı fiyatının asgari olarak 6,94 ABD Doları karşılığı 10,56 TL olarak belirlenmesi suretiyle olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.” Bkz. SPK 25.10.2010-28.10.2010 tarih ve 2010/45 sayılı **Haftalık Bülten**, s.4.

⁹⁹ “Net Holding A.Ş.’ nin, Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş. sermayesindeki pay oranının *tahsisli sermaye artırımı* sonucu % 43,63’den % 67,79’a yükselerek Şirket’in yönetim kontrolünün ele geçirilmesi nedeniyle, Net Holding A.Ş. tarafından yerine getirilmesi gereken zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğüne ilişkin olarak hazırlanan pay alım teklifi bilgi formunun, pay alım teklifi fiyatının asgari 1 TL olarak belirlenmesi suretiyle onaylanmasına karar verilmiştir.” Bkz. SPK 14.03.2014 tarih ve 2014/8 sayılı **Haftalık Bülten**, s.5.

¹⁰⁰ “Kervansaray Yatırım Holding A.Ş.’ nin (Şirket) S.İ.S. Sayılğan İplik Tekstil Turizm İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile *devralma suretiyle birleşmesi neticesinde*, Şirket sermayesini temsil eden payların %72,87’sine sahip olarak yönetim kontrolünü elde eden Zeynep Tümer’ in... Kurul’a başvurması için Kurul karar tarihinden itibaren bir aylık süre tanınmasına... karar verilmiştir.” Kararın tam metni için bkz. SPK 22.04.2014 tarih ve 2014/12 sayılı **Haftalık Bülten**, s.12-13.

¹⁰¹ Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.250 vd.; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.114 vd.

2. Yönetim Kontrolünü Sağlayan Payların veya Oy Haklarının İktisap Edilmesi (SerPK m.26 Ve II.26-1 Sayılı Tebliğ)

a) Temel Kavramlar

(1) Pay Alım Teklifi Zorunluluğuna Konu Menkul Kıymet

Pay alım teklifi zorunluluğuna konu menkul kıymet halka açık anonim ortaklığın yönetim kontrolü dışında kalan paylarıdır¹⁰².

Doktrinde payın farklı anlamları ifade ettiği belirtilmektedir. İlk olarak, ortaklık sermayesinin belirli sayıda birime bölünmüş parçasıdır¹⁰³. İkinci olarak, pay senedini anlamı taşır. Son olarak pay sahipliği mevkiini ifade eder¹⁰⁴. Pay sahibi bulundurduğu pay nedeniyle hak ve borçlara sahip olur¹⁰⁵. Bu son durum, zorunlu pay alım teklifi açısından oldukça önemlidir. Zira pay alım teklifi zorunluluğunun muhatabı konumunda yer alan küçük yatırımcı, hedef ortaklıkta pay sahibi olduğu için Kanun tarafından koruma altına alınmaktadır. Ayrıca payın, pay sahipliği mevki anlamının taşınması pay alım teklifi zorunluluğunun kimlere yöneltileceği açısından da önemlidir. Küçük yatırımcının, zorunlu pay alım teklifinin muhatabı olabilmesi için zorunluluğun doğduğu anda hedef ortaklıkta pay sahibi olması gerekir¹⁰⁶. Zira olası bir yönetim kontrolü değişikliğinden etkilenecek olanlar, pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu anda hedef ortaklıkta pay sahibi olanlardır. Kanunun amacı mevcut pay sahiplerine, paylarını adil fiyat üzerinden teklifte bulunana satıp ortaklıktan çıkma hakkı tanımaktır. Dolayısıyla zorunlu pay alım teklifinin doğumundan sonra hedef ortaklıkta pay iktisap eden pay sahibi herhangi bir yönetim kontrolü değişikliğiyle karşılaşmamıştır ve korunmaya değer bir menfaati bulunmamaktadır.

¹⁰² Bkz. I.Bölüm-B-3.

¹⁰³ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, s.1269; Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s.104.

¹⁰⁴ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, s.1270.

¹⁰⁵ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, s.1272.;Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s.104.

¹⁰⁶ Kendigelen, “Çağrıda BulunmaYükümlülüğünün İhlalinde Aktif Husumet Ehliyeti”, **Hukuki Mütalaalar**, C.IV, s.200-201.

Oydan yoksun paylar 2499 sayılı Eski SerPK'ya 1992 yılında yapılan bir ekleme ile hukukumuzda girmiştir¹⁰⁷. SPK 2499 sayılı Eski SerPK m.14/A'ya dayanarak bu konuda Tebliğler çıkarmıştır¹⁰⁸. Ancak 6362 sayılı Yeni SerPK oydan yoksun paylara ilişkin herhangi bir düzenleme içermemektedir¹⁰⁹. Oydan yoksun paylara ilişkin son Tebliğ, VIII-128.1 sayılı Pay Tebliği¹¹⁰ ile yürürlükten kaldırılmıştır. Bu nedenle, bugün için oydan yoksun pay ihracı mümkün olmadığından, Seri: IV No: 8 ve Seri: IV No:44 sayılı Eski Tebliğ dönemlerinde oydan yoksun hisse senedi iktisaplarının zorunlu pay alım teklifi kapsamında yer alıp alamayacağına ilişkin tartışmalara sadece atıf yapmakla yetiniyoruz¹¹¹.

(2) Yönetim Kontrolü Kavramı

SerPK'nın 26.maddesine göre “*halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılması zorunludur.*” Kanun, zorunlu pay alım teklifi yapılmasını, yönetim kontrolünün elde edilmesine bağlamaktadır.

Kanun ve Tebliğ'de yönetim kontrolü tanımına yer verilmemiştir. Yönetim kontrolünü, hedef ortaklığın yönetim kurulundabelirleyici ölçüde söz sahibi olunması olarak tanımlanabilir.

SerPK hangi durumlarda yönetim kontrolünün elde edileceğini sınırlı (numerus clausus) olarak saymayı tercih etmektedir. SerPK m.26/2 uyarınca, “*ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye*

¹⁰⁷ Madde 14/A – (Ek: 29.04.1992 - 3794/13 md.)

¹⁰⁸ 31.07.1992 tarihli 21201 sayılı mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: I No: 15 sayılı Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği; 20/3/2003 tarihli ve 25054 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: I, No: 30 sayılı Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği; 21.09.2009 tarihli ve 27117 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: I No: 36 sayılı Oydan Yoksun Paylara İlişkin Esaslar Tebliği.

¹⁰⁹ Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s.253; Üçışık/Çelik, **Anonim Ortaklıklar Hukuku**, C.I, s.326; Bilgili/Demirkapı, **Şirketler Hukuku**, s.479.

¹¹⁰ 22.06.2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Pay Tebliği.

¹¹¹ **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.242; Kolcuoğlu, Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, s.67 vd; Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, **Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1176-1177; Boğa, **Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri**, s.132-133; Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.155.

sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi¹¹² olarak kabul edilir.”

O halde, yönetim kontrolü,

- i) Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması,
- ii) Yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması,
- iii) Genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması,

durumlarında elde edilmiş kabul edilmektedir.

(3) Birlikte Hareket Eden Kavramı

SerPK m.26/2’ye göre “Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir.”

Yönetim kontrolünü elde etmek isteyen kişi tek başına hareket edebileceği gibi birden fazla kişi bir araya gelip de yönetim kontrolünü elde etmeyi amaçlayabilir. Pay alım teklifi zorunluluğunun temel amacı küçük yatırımcıyı korumak olduğu için, bir kimse tarafından yönetim kontrolünün tek başına veya birlikte hareket edilen kişilerle birlikte elde edilmesi arasında herhangi bir fark yoktur. Ancak buradaki asıl

¹¹² SerPK m.26/e’ de geçen, yönetim kontrolünü ‘elde etme’ terimi şu iki hususu da kapsadığı için isabetlidir: İlk ihtimal olarak, hedef ortaklığın sermaye yapısı ve pay dağılımı nedeniyle, daha önce mevcut olan bir kontrol durumu yoktur; ancak gerçekleştirilen işlemler sonucunda oluşan ilk yönetim kontrolüne hakim ortak sahip olmuştur. İkincisi ihtimal olarak, hedef ortaklıkta, pay alım teklifi zorunluluğu doğuran işlemlerden önce de zaten yönetim kontrolüne sahip bir hakim ortak mevcuttur ve söz konusu işlemler nedeniyle yönetim kontrolü el değiştirerek yeni hakim ortağa geçmiştir.

mesale, yönetim kontrolünün tek kişi tarafından elde edilememiş gibi görünmesine rağmen, arka planda daha fazla kişinin birlikte hareket edip yönetim kontrolüne sahip olması durumunda, küçük yatırımcıya, yine aynı korumanın sağlanmasıdır¹¹³. Zira mevzuat birlikte hareket eden kişi kavramına yer vermemiş olsaydı, yönetim kontrolünü elde etmeyi amaçlayan ortak, zorunlu pay alım teklifinin getireceği ek maliyetten kaçınmak için diğer kişilerle işbirliği halinde hareket edip zorunlu pay alım teklifinde bulunmadan da amacına ulaşabilirdi.

Öncelikle, birlikte hareket eden kişilerin varlığı durumunda, pay alım teklifi zorunluluğunun doğru olmadığını tespit ederken, bu kişiler bir bütün olarak kabul edilir. Teklifte bulunan ve birlikte hareket eden kişilerin sahip olduğu pay veya oy hakları kontrol eşiğinin hesaplanmasında birlikte değerlendirilir.¹¹⁴ Örneğin, pay alım teklifi zorunluluğunun doğması için gereken %50'den fazla oy hakkına sahip olunması koşulunda, birlikte hareket eden kişilerin oy hakkı toplanır ve bu oran üzerinden eşiğin aşıp aşılmadığı belirlenir. Görüldüğü gibi birlikte hareket eden kavramı, pay alım teklifi zorunluluğunun uygulama kapsamını genişletmektedir ki, bu da küçük yatırımcının lehine sonuçlar doğurur.

Bu noktada Kanun'da geçen 'birlikte hareket eden kişi' kavramının açığa kavuşturulması gerekmektedir. Tebliğ'in 4.maddesinin c bendinde, birlikte hareket eden kişiler kavramı, "*hedef ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmek amacıyla teklifte bulunanla ... açık ya da zımnî, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ya da tüzel kişiler*" olarak tanımlanmıştır.

Her şeyden önce, birlikte hareket eden kişilerin varlığından söz edebilmek için en az iki kişinin varlığı gereklidir. Bu kişiler gerçek veya tüzel kişi olabilirler.

Tarafların birlikte hareket ettiğini kabul edebilmek için aralarında bir irade beraberliğinin olması gerekir¹¹⁵. Gerçekten de tebliğ hükmüne baktığımızda, birlikte hareket eden kişilerin amacı '*hedef ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmek*' olarak açıklanmaktadır. Dolayısıyla, yönetim kontrolünü ele geçirme amacı dışında bir başka amaçla bir araya gelip hareket eden kişiler, zorunlu pay alım teklifi kapsamında birlikte hareket eden kişi kapsamında kabul edilmeyecektir. Örneğin,

¹¹³ Bu doğrultuda bkz. Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.162-163; İhtiyar, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, s.241.

¹¹⁴ AYTEKİN ÇELİK, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, Ankara: Seçkin, 2012, s.227.

¹¹⁵ MANAVGAT, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.228; KOLCUOĞLU, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.162.

birden fazla pay sahibi; belirli bir konuda, örneğin finansal tablolarla ilgili karar alınmasına, kar payları ve kazanç paylarının belirlenmesine veya yedek akçenin sermayeye veya dağıtılacak kara katılmasına ilişkin kararların görüşüldüğü genel kurulda belli bir yönde karar alınmasına yönelik amaç birliğine sahip olsalar dahi söz konusu pay sahipleri, zorunlu pay alım teklifi kapsamında birlikte hareket eden kişiler olarak kabul edilmezler. Bu amaç aynı zamanda irade beraberliğinin de kapsamını, yönetim kontrolünü elde etmek olarak belirlemektedir.

Tebliğ, birlikte hareket etme konusunda kural olarak bir anlaşmanın varlığını aramaktadır. Tebliğ'in 4.maddesinin c bendi uyarınca, bu anlaşma zımni olabileceği gibi açık, sözlü olabileceği gibi yazılı da olabilir. Bu nedenle herhangi bir anlaşmaya dayanmayan ama hedef ortaklığın yönetim kontrolünü elde etmeyi amaçlayan işbirlikleri için, taraflar arasında birlikte hareket etme olgusundan bahsedilemeyecektir. Bu durum ise pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasını engelleyeceğinden küçük yatırımcıyı da hukuki korumadan yoksun bırakacaktır.

Birlikte hareket etme durumunun anlaşmaya dayanması gerekliliği birkaç açıdan isabetsizdir. İlk olarak, uyumlu eylem durumlarında herhangi bir anlaşma durumu yoktur¹¹⁶, bu nedenle uyumlu eylemin varlığı halinde birlikte hareket etme durumunun varlığından bahsedilemeyecektir. Uyumlu eylem halinde, taraflar yönetim kontrolünü elde etme konusunda amaç birliğine sahip olabilirler. Hatta bu amaç çerçevesinde fiilen birlikte hareket edebilirler ve hedef ortaklığın yönetim kontrolünü elde edebilirler. Ancak aralarında herhangi bir anlaşma olmadığı için birlikte hareket eden sıfatını taşımazlar ve bireysel bazda yönetim kontrolüne sahip olmadıkları için de pay alım teklifi zorunluluğu kapsamına girmezler.

Seri: IV, No: 44 sayılı Eski Tebliğ'de de mevcut Tebliğ kapsamındaki düzenlemeye paralel hüküm vardı. Seri: IV, No: 8 sayılı Eski Tebliğ ise birlikte hareket eden kavramından söz etmesine rağmen herhangi bir tanımlamaya yer vermemişti. Bu dönemde doktrinde bazı yazarlar tarafından, Rekabet Hukukundaki uyumlu eylemin unsurlarından hareketle birlikte hareket eden kavramının sınırlarının belirlenebileceği görüşü ileri sürülmüştür¹¹⁷.

¹¹⁶ İ.Yılmaz Aslan, **Rekabet Hukuku Dersleri**, Bursa: Ekin, 2010, s.54; Pelin Güven, **Rekabet Hukuku**, Ankara: Yetkin, 2008, s.151.

¹¹⁷ İhtiyar, **Sermaye Piyasası Hukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, s.241; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.167.

İkinci olarak, Tebliğ anlaşmanın yazılı olabileceği gibi sözlü olabileceğini de kabul etmektedir. Uygulamada sözlü anlaşmaların ispatlanması ve bu anlaşmaların kapsamının tespiti zor olmaktadır. Bu durumda küçük yatırımcının korumasız kalabileceği anlamına gelmektedir.

Kanaatimizce, tebliğin birlikte hareket etme olgusu için mutlaka anlaşmanın varlığını araması pay alım teklifi zorunluluğunun uygulama alanını daraltacağı ve dolayısıyla küçük yatırımcının aleyhine sonuçlar doğuracağı için yerinde değildir.

Tebliğ 12.maddenin 2.fıkrasında, Seri: IV, No: 8 ve Seri: IV, No: 44 sayılı Eski Tebliğler 'de yer verilmeyen, birlikte hareket etme durumuna ilişkin bir faraziye getirilmektedir. Bu karine birlikte hareket etmenin varlığının kabulü için aranan anlaşma bulunması şartının da bir istisnasını oluşturmaktadır. Buna göre:

“halka açık ortaklığın gerçek ve/veya tüzel kişi ortaklarının yönetim kontrolüne sahip olup olmadıklarının tespitinde, aşağıda belirtilen kişilerin söz konusu gerçek ve/veya tüzel kişi ortaklar ile birlikte hareket ettikleri kabul edilir;

a) Gerçek ve/veya tüzel kişi ortakların yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar,

b) Tüzel kişi ortakların yönetim kontrolünü elinde bulunduran gerçek ve/veya tüzel kişiler ile bu kişilerin yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar.”

Tebliğ m.12/3-a' ya örnek olarak şu durum gösterilebilir: X (hedef ortaklık)'de pay sahibi olan gerçek/tüzel kişi A ve A tarafından yönetim kontrolüne sahip olunan B (tüzel kişi) ortaklığı vardır. İşte bu noktada, Tebliğ, X' in yönetim kontrolünün sağlamıp sağlamadığı hususunda A ve B' yi birlikte hareket eden olarak kabul etmektedir.

Tebliğ m.12/3-b' ye örnek olarak ise şu durum verilebilir: X (hedef ortaklık)'de pay sahibi olan C tüzel kişisi, C tüzel kişisinin yönetim kontrolünü elinde bulunduran D (gerçek veya tüzel kişi) ve D tarafından yönetim kontrolüne sahip olunan E (tüzel kişi) ortaklığı vardır. Bu durumda Tebliğ, C, D ve E' nin birlikte hareket ettiğini kabul etmektedir.

Önemle vurgulamak gerekir ki; Tebliğ’de açıklanan bu iki durumda da taraflar arasında hedef ortaklığın yönetim kontrolünü elde etmeye yönelik bir anlaşmanın mevcut olması şart değildir.

Birlikte hareket edenler tespit edildikten sonra cevaplanması gereken bir soru da, pay alım teklifinde bulunma yükümlüsünün kim olacağıdır. Birlikte hareket edenlerin her biri mi yoksa baskın pay sahibi mi pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altındadır? Kanun ve Tebliğ bu konuda herhangi bir düzenlemeye yer vermemiştir. Doktrinde, birlikte hareket etmenin niteliğinden yola çıkarak, birlikte hareket edenlerden her birinin pay alım teklifinde bulunması gerektiği görüşü ileri sürülmüştür¹¹⁸. Uygulamada ise SPK’nın iki yönde de kararları vardır. 6362 sayılı SerPK yürürlüğe girdikten sonraki ve fakat II-26.1 sayılı Tebliğ’den önceki dönemde Seri: IV No: 44 sayılı Tebliğ yürürlükte iken SPK, önüne gelen bir somut olay kapsamında, baskın pay sahibinin zorunlu pay alım teklifinde bulunması gerektiği sonucuna ulaşmıştır¹¹⁹. Ancak aynı dönemde farklı bir olayda verdiği kararında, birlikte hareket edenlerden her birinin zorunlu pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altında olduğu sonucuna ulaşmıştır¹²⁰.

Kanaatimizce, SPK tarafından getirilen ilk çözüm daha isabetlidir. Zira birlikte hareket edenlerin tümünün pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altına girmesi uygulamada aşılması zor sorunlara yol açabilecektir. Örneğin, birlikte hareket

¹¹⁸ Bu görüşün gerekçeleri için bkz. Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.174.

¹¹⁹ “Endeks Türev Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin, Levent Erdoğan’ın Latek Holding A.Ş.’de (Şirket veya Latek A.Ş.) sahibi olduğu 100.000 adet A grubu imtiyazlı payların İCG Yatırım Holding A.Ş. (İCG A.Ş.) tarafından satın alınması sonrasında, anılan pay devrinin Latek A.Ş.’nin yönetim hâkimiyetinde değişikliğe neden olması gerekçesiyle kalan paylar için pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün yerine getirilmesi amacıyla İCG A.Ş.’nin Kurulumuza yaptığı başvurunun değerlendirilmesi sonucunda: Somut olayda pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün aslen İCG A.Ş.’ye değil, Şirket sermayesinin %74’üne tekabül eden 62.900.000 TL nominal değerli B grubu Şirket payını devralan Müjdat Uslu’ya ait olması nedeniyle, Şirket paylarına ilişkin pay alım teklifinin; Müjdat Uslu’ nun İCG A.Ş.’nin *hakim ortağı konumunda olduğu ve birlikte hareket ettikleri*, ayrıca İCG A.Ş. tarafından yapılması planlanan pay alım teklifine ilişkin finansmanın Müjdat Uslu tarafından sağlanacağına ilişkin olarak İCG A.Ş. tarafından Kurulumuza yapılan yazılı açıklama da dikkate alınarak, İCG A.Ş. tarafından Kurulumuza yapılan başvuruya esas olan 1 TL nominal değerli pay başına 1,3541 TL’den düşük olmamak şartıyla, *Müjdat Uslu tarafından yapılması gerektiğine*...karar verilmiştir.” Bkz. SPK 21.11.2013 tarih ve 2013/37 sayılı **Haftalık Bülten**, s.4.

¹²⁰ “Tepa Tıbbi ve Elektronik Ürünler Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin (Şirket) yönetim kontrolünü sağlayan payların *birlikte hareket eden* Evren Karaca ve Reşat Korkmaz tarafından satın alınması sonucunda, Sermaye Piyasası Kanununun 26’ncı maddesi uyarınca ortaya çıkan, Şirket’in diğer ortaklarına ait payları satın alma yükümlülüğünün yerine getirilmesine ilişkin başvurunun değerlendirilmesi sonucunda *Evren Karaca ve Reşat Korkmaz’ın, zorunlu çağrı yükümlülüğünün* 19.09.2013 tarihi itibarıyla doğduğu hakkında bilgilendirilmesine...karar verilmiştir.” Bkz. SPK 03.04.2014 tarih ve 2014/10 sayılı **Haftalık Bülten**, s.7.

edenlerden her biri ayrı ayrı mı yoksa bir bütün olarak mı pay alım teklifinde bulunacaktır? Birlikte hareket edenler bir bütün olarak kabul edilirse aralarındaki ilişki hangi hukuki zeminde incelenecektir? Pay alım teklifi zorunluluğu yerine getirilmezse, yaptırımlarbirlikte hareket edenlerden kime uygulanacaktır? Birlikte hareket edenlerin ayrı ayrı zorunlu pay alım teklifinde bulunmaları gerektiği kabul edilirse, zorunlu pay alım teklifi süreçlerinin farklı işlemlerinden dolayı küçük yatırımcı nasıl korunacaktır? Dolayısıyla, pay alım teklifi zorunluluğunun birlikte hareket edenlerden her birinden ziyade baskın (lider) pay sahibine ait olması gerekir ve uygulamanın bu yönde gelişmesi daha pratik sonuç verecektir.

(4) Dolaylı Kontrol Kavramı

SerPK m.26/2'ye göre “*Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir.*” Tebliğ’in 12.maddesinde de aynı düzenleme mevcuttur. Görüldüğü gibi, Kanun ve Tebliğ, küçük yatırımcının korunması adına yönetim kontrolünün doğrudan veya dolaylı olarak ele edilmesi arasında herhangi bir ayırım yapmamaktadır. Bu bağlamda yönetim kontrolünün doğrudan elde edilebileceği gibi dolaylı olarak da elde edilebilir.

Dolaylı yönetim kontrolünü incelemeyen önce birlikte hareket eden kavramından farkı belirtilmelidir. Birlikte hareket edenlerden her biri, hedef ortaklıkta pay veya oy hakkına sahip olurken, dolaylı kontrole sahip kişiler hedef ortaklıkta herhangi bir paya veya oy hakkına sahip değildir. Dolaylı kontrolde hedef ortaklığın yönetim kontrolü bağlı şirket üzerinden elde edilmektedir. Bu nedenle, hedef ortaklığın yönetim kontrolünü elde eden kişi sadece bağlı ortaklığın paylarını veya oy haklarını iktisap etmektedir. Zaten dolaylı kontrol eden kişi de hedef

ortaklıkta pay veya oy hakkına sahip olduğu takdirde şartları oluşmuşsa birlikte hareket eden kişi olarak değerlendirilir¹²¹.

Teklif sahibi ana ortaklıkta¹²² pay veya oy hakkı iktisap ettiğinde söz konusu ana ortaklığa bağlı ortaklığın yönetim kontrolü teklif sahibi tarafından elde ediliyorsa dolaylı yönetim kontrolünün varlığından söz edilir¹²³. Ana ortaklıkta pay veya oy hakkı iktisap eden teklif sahibi, bağlı ortaklıkta da dolaylı olarak pay veya oy hakkına sahip olmaktadır¹²⁴.

Dolaylı yönetim kontrolünün oluştuğu durumlarda bağlı ortaklık, zorunlu pay alım teklifi kapsamında hedef ortaklığı oluşturur.

Ana ortaklığın kapalı tip veya halka açık anonim ortaklık olmasının önemi yoktur¹²⁵. Ancak bağlı ortaklığın (ana ortaklık tarafından sahip olunan payları hariç) paylarının zorunlu pay alım teklifine konu olabilmesi için bağlı ortaklığın halka açık anonim ortaklık statüsünde olması gerekir¹²⁶.

Ana ortaklıkta yönetim kontrolünü elde eden kişi, bağlı ortaklığın yönetim kontrolüne sahip olmayı istememiş olabilir. Tebliğ bu durumda yönetim kontrolünü elde eden kişiye bağlı ortaklık payları için doğan pay alım teklifi zorunluluğundan,

¹²¹ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.157 ve özellikle dpn.243.

¹²² Ana ortaklık, Seri: IV No: 44 sayılı eski Tebliğ'in 3.maddesinde, "*Diğer bir ortaklıkta oy haklarının çoğunluğuna ya da yönetim organlarında çoğunluk üyelerini seçmek veya azletmek hakkına sahip olmak suretiyle o ortaklık üzerinde, kendisinden bağımsız karar verilemeyecek ölçüde hâkimiyet ilişkisi tesis etmiş olan ortaklık*" olarak tanımlanmıştır. II-26.1 sayılı yeni Tebliğ, Seri: IV No: 44 sayılı eski Tebliğin aksine ana ortaklık için herhangi bir tanımlamaya yer vermemiş, Tebliğ'in tanımlar ve kısaltmalar başlıklı 4.maddesinde ana ortaklığın, "*Türkiye Muhasebe Standartlarında tanımlanan ana ortaklığı*" ifade edeceği belirtilerek Türkiye Muhasebe Standartlarına yollama yapılmaktadır. Konsolide Finansal Tablolara ilişkin Türkiye Muhasebe Standartları m.2/a' ya göre ise ana ortaklık, "*sermaye ve yönetim ilişkileri çerçevesinde, bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve diğer ortaklıkları bulunabilen şirket*" olarak tanımlanmaktadır.

¹²³ Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.156.

¹²⁴ Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.257.

¹²⁵ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.158.

¹²⁶ "Integrated Healthcare Hastaneler Turkey Sdn Bhd (IHH Türkiye) ve BaganLalang Ventures Sdn Bhd'nin (BaganLalang) halka kapalı Acıbadem Sağlık Yatırımları Holding A.Ş.'nin (Acıbadem Holding) paylarının %75'ini iktisap etmesi sonucunda, *halka açık* ve payları Borsa'da işlem gören Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş.'nin (Acıbadem Sağlık/Şirket) sermayesinin yaklaşık %68,98'ini temsil eden paylarını ve yönetim hakimiyetini dolaylı olarak elde etmeleri nedeniyle Kurulumuzun Seri: IV, No:44 sayılı Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (Seri: IV, No:44 Tebliği/Tebliğ) 6'ncı maddesi kapsamında ortaya çıkan Acıbadem Sağlık'ın diğer ortaklarına ait payları satın almak üzere çağrıda bulunma yükümlülüğü..." Bkz. 23.03.2012 tarih ve 2012/12 sayılı **Haftalık Bülten**, s.3.

koşullarını taşımak kaydıyla SPK kararıyla muafiyet tanınabileceğini belirtilmektedir¹²⁷.

Ana ortaklığa bağlı ortaklık da başka halka açık ortaklıkların pay veya oy haklarına sahip olduğu takdirde koşulları sağlıyorsa söz konusu bu üçüncü ortaklıkların payları da pay alım teklifi zorunluluğuna konu olabilir¹²⁸.

Yönetim kontrolünün dolaylı elde edilmesi de tıpkı doğrudan elde edilmesi gibi ana ortaklığın yönetim kontrolü sağlayan pay veya oy haklarına sahip olunmasıyla ortaya çıkar. Yönetim kontrolünün dolaylı olarak elde edilmesini sağlayan işlemler herhangi sınırlamaya tabi değildir. Ana ortaklığın paylarının veya oy haklarının gönüllü olarak yapılan kısmi pay alım teklifi, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle elde edilmesi yönetim kontrolünün dolaylı olarak elde edilmesini sağlayabilir.

b) Yönetim Kontrolü Sağlayan Payların Elde Edilmesi

SerPK m.26/1'e göre "*Halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılması zorunludur.*" Tebliğ'in 11.maddesine göre de "*Gönüllü olarak yapılan kısmi pay alım teklifi, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını veya oy haklarını iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları satın almak üzere pay alım teklifinde bulunmak zorundadır.*"

Hedef ortaklık nezdinde gerçekleştirilen her pay iktisabı zorunlu pay alım teklifi doğurmaz. Pay alım teklifi zorunluluğunun doğabilmesi için pay iktisabı sonucunda yönetim kontrolünün elde edilmiş olması gerekmektedir.

SerPK '*...payların veya oy haklarının...*' şeklinde düzenlemeye yer vererek pay ve oy hakkı unsurlarının aynı anda gerçekleşmesini aramamaktadır. Bir diğer

¹²⁷ Bu konudaki açıklamalar için bkz. III.Bölüm-C-2-c.

¹²⁸ Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.156.

ifadeyle, yönetim kontrolü sadece pay iktisabı suretiyle sağlanabileceği gibi sadece oy hakkı iktisabıyla da sağlanabilir¹²⁹.

Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'in 5.maddesinde sermayenin iktisabından bahsedilmiştir. Bu durum, o dönemde, doktrinde, sermayenin gerçek sahibinin ortak değil ortaklık tüzel kişisi olmasından hareketle eleştiri konusu yapılmış ve 'sermaye' yerine 'pay' teriminin kullanılması gerektiği vurgulanmıştır¹³⁰. Yeni Kanun ve Tebliğ de 'sermaye' ibaresini terk etmiş ve 'pay' ibaresini kullanmıştır.

Kanun ve Tebliğ yönetim kontrolü sağlayan pay veya oy haklarının iktisabını esas almaktadır. İlk bakışta, 6362 sayılı Yeni SerPK kapsamında oydan yoksun paylara yer verilmemiş olması ve TTK m.434/2 uyarınca her payın en az bir oy hakkı vermesi karşısında bu ikili (pay veya oy hakkı) ayırım anlamsız gelebilir. Ancak %50'den daha az orandapay iktisap edilmiş olmasına rağmen yönetim kontrolünün imtiyazlı paylarla (özellikle oyda imtiyazlı paylarla) elde edilmesi durumlarında bu ayırım büyük önem kazanır. Ayrıca, pay üzerinde intifa hakkı tesis edilmesi durumunda, herhangi bir pay iktisabı olmamasına rağmen yönetim kontrolü sağlayan oy haklarının iktisap edilmesi söz olabilmektedir.

c) Yönetim Kontrolü Sağlayan Oy Haklarının İktisap Edilmesi

Oy hakkı, paysahibinin yönetime ilişkin hakları içerisinde yer alır¹³¹. Oy hakkı, anonim ortaklıklarda, paysahibinin kendi iradesini açıklamasının bir aracıdır¹³². Bu sayede paysahipleri, ortaklığın iradesinin oluşmasına katılırlar¹³³. Ayrıca oy hakkı kazanılmış haklardan biridir¹³⁴.

¹²⁹ Seri: IV No: 8 sayılı Eski Tebliğ, zorunlu pay alım teklifinin doğması için, sermaye ve oy hakkının birlikte temsil edilmesini aramaktaydı. Bu konudaki açıklamalar için bkz. Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.241; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.62.

¹³⁰ Kendigelen, "Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler", **Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1175 ve özellikle dpn.38.

¹³¹ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, s.1451.

¹³² Sami Karahan/Hayri Bozgeyik, **Şirketler Hukuku**, Konya: Mimoza, 2013, s.659.

¹³³ Oruç Hami Şener, **Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku**, Ankara: Seçkin, 2012, s.480.

¹³⁴ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, s.1456.

TTK m.435 uyarınca oy hakkı, payın, kanunen veya esas sözleşme ile belirlenmiş bulunan en az miktarının ödenmesiyle doğar. Dolayısıyla, payın taahhüt edilmesi oy hakkının doğması bakımından yeterli olmayacaktır¹³⁵.

Oy hakkı 6102 sayılı TTK'nın 434 vd. maddelerde düzenlenmiştir. TTK m.434/2, her pay sahibinin sadece bir paya sahip olsa da en az bir oy hakkına sahip olacağını hükme bağlamıştır. Bu hükmün emrediciliği karşısında, TTK sisteminde oydan yoksun paylardan bahsetmek mümkün değildir¹³⁶.

SerPK m.26/1'e göre "*Halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılması zorunludur.*" Hangi hallerde yönetim kontrolünün elde edilmiş sayılıcağını belirten aynı maddenin ikinci fıkrasına göre "*Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir.*"

Kanun'un yönetim kontrolü açısından pay ve oy hakkına birlikte sahip olunmasını aramaması, sadece oy haklarının %50'den fazlasının elde edilmesini yeterli sayılması isabetli bir yaklaşımdır¹³⁷. Sermaye payı iktisabına paralel olarak zorunlu pay alım teklifinin doğması yerinde değildir¹³⁸. Zira yönetim kontrolünün elde edilmesi bakımından esas olan belirli miktarda sermayeyi temsil eden paya değil, oy oranına sahip olunmasıdır¹³⁹.

Yönetim kontrolünün elde edilmiş sayılabilmesi için hedef ortaklığın oy haklarının %50'sinden fazlasına sahip olunması gerekir. Kanun ve Tebliğ, oy haklarının %50'sinden fazlasına sahip olunmasını faraziye olarak yönetim kontrolüne sahip olmak anlamına geleceğini kabul etmektedir. Bu oranı, kontrol

¹³⁵ Üçışık/Çelik, **Anonim Ortaklıklar Hukuku**, C.I, s.290.

¹³⁶ Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s.278.

¹³⁷ Seri: IV No: 8 sayılı Eski Tebliğ'in 17.maddesi uyarınca, yönetim kontrolünün elde edilmiş sayılması için hem sermaye oranının hem de oy hakkının %25'ine sahip olunması gerekmektedir. Seri: IV No: 44 sayılı Tebliğ ise 5.maddesinde ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının %50 ve daha fazlasına sahip olunmasını yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak değerlendirmekteydi.

¹³⁸ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.71.

¹³⁹ Kendigelen, "Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler", **Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1176.

oranı olarak adlandırabiliriz. Zorunlu pay alım teklifinin mevzuatımıza girdiği 1994 yılından bu yana SPK farklı kontrol oranları benimsemiştir. Bu oran, Seri: IV No: 8 sayılı Eski Tebliğ'in (m.17) ilk halinde %35 olarak belirlenmişken, daha sonra yapılan bir değişiklikle %25'e indirilmiştir. Seri: IV No: 44 sayılı Tebliğ (m.5)' de kontrol oranı ortaklığın sermayesinin veya oy hakkının %50 ve daha fazlasına sahip olunması olarak tespit edilmiştir. 6362 sayılı yeni SerPK ve II-26.1 sayılı Tebliğ ise kontrol oranını bir parça daha ileri taşıyarak, ortaklığın oy haklarının %50'den fazlasına sahip olunması olarak belirlemiştir.

6362 sayılı Yeni SerPK ve II-26.1 sayılı Tebliğ'de, yönetim kontrolüne sahip olunması için aranan oy hakkına ilişkin oranın, *%50'den fazla* olacak şekilde belirlenmesini, zorunlu pay alım teklifinin uygulanma alanını daraltacağı ve küçük yatırımcının korunmasını engelleyeceği gerekçeleriyle isabetli bulmuyoruz.

Gerçekten de, halka açık anonim ortaklıklarda, payların dağılımı ve sermaye yapısı göz önüne alındığında, oy haklarının çoğunluğuna (%50'den fazlasına) sahip olmadan da yönetim kontrolü elde edilebilmektedir¹⁴⁰. SerPK m.29/3'e göre "*halka açık ortaklıkların genel kurul toplantılarında, ortaklık merkezinin yurt dışına taşınması ile bilanço zararlarının kapatılması için yükümlülük ve ikincil yükümlülük koyan kararlar hariç olmak üzere, bu Kanunda veya esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, 6102 sayılı Kanunun 418 inci maddesi uygulanır. TTK m.418 uyarınca, genel kurullar, bu Kanunda veya esas sözleşmede, aksine daha ağır nisap öngörülmüş bulunan hâller hariç, sermayenin en az dörtte birini karşılayan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin varlığıyla toplanır. Bu nisabın toplantı süresince korunması şarttır. İlk toplantıda anılan nisaba ulaşamadığı takdirde, ikinci toplantının yapılabilmesi için nisap aranmaz. Kararlar toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğu ile verilir.*"O halde HAAO genel kurulunda, sermayenin dörtte birini temsil eden pay sahiplerinin varlığıyla toplanan ilk toplantıda karar yeter sayısı %12,5'den bir fazla olacaktır. İkinci toplantıda ise hazır bulunan pay sahiplerinin temsil ettikleri sermayeye bakılmaksızın karar vermeye yetkilidirler. Halka açık anonim ortaklıklarda küçük yatırımcıların yalnızca yatırım amacıyla pay iktisap ettikleri, genel kurullara katılmada isteksiz davrandıkları ve şirket yönetimiyle fazla

¹⁴⁰ Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı*, s.59.

ilgilenmedikleri gözlemlenmektedir¹⁴¹. Daha açık bir anlatımla, küçük yatırımcı şirket karıyla ve payın diğer getirileriyle ilgilenir, yönetim konusu küçük yatırımcıyı pek alakadar etmez¹⁴². Dolayısıyla birçok kararın adi yeter sayılarıyla alınabildiği göz önüne alındığında, yönetim kontrolünün elde edilmiş sayılması için %50'den fazla oy hakkına sahip olunması yani mutlak kontrolün¹⁴³ sağlamış olma şartını izah etmek zorlaşmaktadır¹⁴⁴.

Ayrıca Avrupa Birliği ülkeleriyle bu oranı kıyasladığımızda Türkiye'deki kontrol oranı eşiğinin çok yüksek olduğu sonucuna ulaşmaktayız. Gerçekten de birçok Birlik üyesi devlette bu oran %30 veya %33 olarak tespit edilmiştir¹⁴⁵.

Yönetim kontrolünün sağlanmasına ilişkin %50'den fazla oy hakkına sahip olunmasında, birlikte hareket edenlerden her birinin oy oranı toplanacak ve bir bütün olarak değerlendirilecektir¹⁴⁶.

Zorunlu pay alım teklifinin doğması bakımından hedef ortaklığın yönetim kontrolü sağlayan oy haklarının doğrudan elde edilmesi ile dolaylı olarak elde edilmesi arasında herhangi bir fark yoktur.

Oy hakkı açısından özellik arz eden bir durum da pay üzerinde intifa hakkının bulunmasıdır. TTK 432.maddesinin 2.fıkrasına¹⁴⁷ göre: “*bir payın üzerinde intifa hakkı bulunması hâlinde, aksi kararlaştırılmamışsa, oy hakkı, intifa hakkı sahibi tarafından kullanılır.*” Seri: IV No:8 sayılı Eski Tebliğ, zorunlu pay alım teklifinin doğması için hem sermaye payının hem de oy haklarının iktisap edilmesini aramaktaydı. O dönemde pay üzerinde intifa hakkı kurulması halinde, zorunlu pay alım teklifinin doğup doğmadığı doktrinde tartışmalara neden olmuştu¹⁴⁸. Seri: IV

¹⁴¹ Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.154.

¹⁴² Karayalçın, “Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi”, **Prof. Dr. Haluk Tandoğan Hatırasına Armağan**, s.357.

¹⁴³ *Manavgat*, ortaklığın halka açıklık oranı, genel kurula katılım oranı gibi etkenler göz önüne alındığında, mutlak olarak yönetim kontrolüne sahip olunmasının en az %51 oranında oy hakkına sahip olmaya bağlı olduğunu belirtmektedir. *Manavgat*, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.230.

¹⁴⁴ Kontrol oranının yüksek tutulmasına yönelik eleştiriler için bkz. Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, **Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan**, C.II, s.1177-1178.

¹⁴⁵ Marccus Partners, **Takeover Bids Directive Assessment Report**(2012), s.129.

¹⁴⁶ *Manavgat*, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.228; Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s.425.; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunada Zorunlu Çağrı**, s.162.

¹⁴⁷ Aynı yönde 6762 sayılı Eski TTK m.360/4: “*Üzerinde intifa hakkı bulunan bir hisse senedinden doğan rey hakkı, intifa hakkı sahibi tarafından kullanılır.*”

¹⁴⁸ 2499 sayılı Eski SerPK'nın ve Seri: IV No: 8 sayılı Tebliğin lafzından ve zorunlu pay alım teklifinin istisnai bir düzenleme olup dar yoruma tabi olacağı noktasından hareket eden Kolcuoğlu, herhangi bir paya sahip olmadan sadece intifa hakkına sahip olan kişinin, pay alım teklifi zorunluluğu dışında tutulması gerektiğini belirtmektedir. Ayrıca uygulamada, pay üzerinde intifa

No: 44 sayılı Eski Tebliğ ise 5.maddesinde “*Ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının %50 ve daha fazlasına ... sahip olunması...*” ibarelerine yer vererek pay iktisabından bağımsız olarak, pay üzerinde intifa hakkı tesis etmek suretiyle %50 ve daha fazla oranda pay sahibi olunması durumunda da yönetim kontrolünün elde edilmiş sayılacağını ve pay alım teklifi zorunluluğu doğacağını açıklığa kavuşturmuştur. 6362 sayılı Yeni SerPK ve II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ açısından da %50’den fazla oy hakkına sahip olunması yönetim kontrolünün elde edilmiş sayılması açısından yeterli sayıldığı için pay üzerinde intifa hakkı tesisi suretiyle oy hakkı kazananlar pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altına girmiş olmaktadır. Kanaatimizce, Yeni SerPK tarafından getirilen bu sistem, pay devri yerine pay üzerinde intifa hakkı tesis ederek zorunlu pay alım teklifinden kaçınmaların önüne geçerek küçük yatırımcının korunması adına daha isabetlidir. O halde pay üzerinde intifa hakkı tesis etmek suretiyle yönetim kontrolünü sağlayacak ölçüde (%50’den fazla) oy hakkına sahip olan kişi pay alım teklifi zorunluluğu altına girmiş olmaktadır. İntifa hakkıyla ilgili olarak, TTK m.432/2 çerçevesinde, oy hakkının, payın malikinde kalacağını kararlaştırmışlarsa bu durumda intifa hakkı sahibi zorunlu pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü altında olmaz, zira yönetim kontrolü sağlayan oy haklarına sahip değildir¹⁴⁹.

TTK m.427/2’ye göre “*Hamiline yazılı pay senedini, rehin, hapis hakkı, saklama sözleşmesi veya kullanım ödüncü sözleşmesi ve benzeri sözleşmeler sebebiyle elde bulunduran kimse, pay sahipliği haklarını, ancak pay sahibi tarafından özel bir yazılı belge ile yetkilendirilmişse kullanabilir.*” Rehinli alacaklı oy hakkı sahibi olmayıp sadece pay sahibinin temsilcisi olarak hareket etmektedir. Dolayısıyla rehinli alacaklı oy hakkına sahip olmadığından, pay rehni işlemi, pay alım teklifi zorunluluğu doğurmaz¹⁵⁰.

TTK m.434/2’ye göre “*Her pay sahibi sadece bir paya sahip olsa da en az bir oy hakkını haizdir.*” Kural olarak her pay en az bir oy hakkı verir. Ancak ilk esas sözleşmeyle veya esas sözleşme değiştirilerek (TTK m.478/1) bir paya birden fazla oy hakkı da tanınabilir. Ancak TTK m.479’da paya tanınacak oy hakkında imtiyazda

hakkının kredi alacaklısı lehine teminat vermek için tesis edildiği ve yönetim kontrolünü elde edtmeyi amaçlamadığından bahsetmektedir. Bkz. Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.76-77; Dinç ise oy hakkının intifa hakkı sahibi tarafından kullanılacağı durumlarda, zorunlu pay alım teklifinin doğabileceğini açıklamıştır. Bkz.Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.243.

¹⁴⁹ Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s243.

¹⁵⁰ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.77.

üst sınır getirilmektedir¹⁵¹. Buna göre bir paya en çok on beş oy hakkı tanınabilir. TTK m.479/3, oyda imtiyazın, esas sözleşme değişikliği ile ibra ve sorumluluk davası açılmasına ilişkin kararlarda kullanılmayacağını belirtmektedir. Ortaklıkta farklı itibari değerli paylar olsa bile üst sınır ortaklığın bütün payları için geçerlidir¹⁵². Zorunlu pay alım teklifi açısından konuya yaklaşacak olursak, hedef ortaklığın sermayesini temsil eden paylarının %50 ve daha az oranda iktisap edilmesine rağmen oyda imtiyazlı payların varlığından dolayı elde edilen oy hakkı oranı %50'den daha fazla olabilir. Bu nedenle, oy hakkında sahip olunan imtiyazlar, yönetim kontrolünün elde edilip edilmediğinin tespitinde ve dolayısıyla zorunlu pay alım teklifinin doğruğ doğmadığı hususunda dikkate alınmaktadır¹⁵³.

Örneğin, bir ortaklığın sermayesinin %20'sini temsil eden ve her payın 6 oy hakkına sahip olduğu A grubu payları iktisap eden kişi, ortaklığın oy haklarının %60'ına sahip olmaktadır. O halde zorunlu pay alım teklifinin doğması için gereken ortaklığın oy haklarının %50'den fazlasına sahip olma şartı gerçekleşmiştir. Dolayısıyla söz konusu örnekte, pay sahibi, %50'den daha az pay iktisap etmesine rağmen %50'den fazla oy hakkına sahip olması nedeniyle pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altındadır. Bu açıdan Kanunun getirdiği yönetim kontrolünün belirli oranda pay iktisabından ziyade oy hakkı iktisabına bağlanması isabetli bir düzenlemedir.

Zorunlu pay alım teklifi açısından önem taşıyan bir diğer husus da ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi halinde oy oranının hesaplanmasıdır. Bir başka ifadeyle, oy hakkına sahip olan kişinin yönetim kontrolünün elde edip etmediğinin tespitinde, ortaklığın elinde tuttuğu kendi payları da oy oranının belirlenmesinde hesaba katılacak mıdır? 6102 sayılı Yeni TTK, ortaklığın kendi paylarına sahip olması konusunda 6762 sayılı Eski TTK' ya göre radikal değişiklikler getirmektedir. Yeni Kanun, ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesini kolaylaştırmaktadır¹⁵⁴. TTK m.379/1' e göre “*Bir şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemez.*” O halde bir ortaklığın, esas veya çıkarılmış

¹⁵¹ Ancak TTK m.479/2'de belirtilen kurumsallaşmanın gereği veya somut olayın özelliklerinden kaynaklanan haklı bir sebebin varlığı halinde mahkmeden karar almak şartıyla üst sınır uygulanmayabilecektir.

¹⁵² Karahan/Bozgeyik, **Şirketler Hukuku**, s.661.

¹⁵³ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.70.

¹⁵⁴ Bilgili/Demirkapı, **Şirketler Hukuku**, s.474; Ortaklığın, kendi paylarını iktisap etmesinin tehlikeleri ve yararları için bkz. Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, s.1345 vd.

sermayesinin %10'u aşmamak koşuluyla kendi paylarını iktisap etmesine izin verilmektedir¹⁵⁵. Ayrıca ortaklığın TTK m.379' da yer alan koşullara uyarak edindiği kendi paylarını elden çıkarma zorunluluğu da bulunmamaktadır. Yani ortaklığın elden çıkarması gereken payların toplamı, ortaklığın esas veya çıkarılmış sermayesinin %10'unu aşan kısımdır¹⁵⁶. Zorunlu pay alım teklifi açısından konuyu biraz daha aydınlatmak için şu örneği vermekte fayda vardır. Hedef ortaklık kendi paylarının %10' unu elinde tutmaktadır. Hedef ortaklıkta herhangi bir imtiyazlı pay mevcut değildir. A bu ortaklığın paylarının %46'sını iktisap ettiğinde, hedef ortaklık nezdinde sahip olduğu oy hakkı oranının hesaplanmasında ortaklığın sahip olduğu kendi payları da hesaba katılırsa, A'nın oy oranı %46 olarak tespit edilecek ve Kanunda %50'den fazla olması öngörülen eşik aşılamadığı için A, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altına sokulamayacaktır. Ancak kontrol oranının hesabında hedef ortaklığın sahip olduğu kendi payları hesap dışı bırakılırsa, örneğimiz açısından A'nın oy hakkı oranı 46/90 olarak tespit edilecek ve Kanunda %50'den fazla olması öngörülen eşik aşılmış sayılacak, böylelikle hedef ortaklığın yönetim kontrolünü elde eden A pay alım teklifinde bulunmak zorunda kalacaktır.

SerPK m.22/1' e göre "*Halka açık ortaklıklar, kendi paylarını, Kurul tarafından belirlenen şartlar çerçevesinde satın alabilir ve rehin olarak kabul edebilirler. Kurul, halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın ve rehin almasına ilişkin şartlara, işlem sınırlarına, geri alınan payların elden çıkarılması veya itfası ve bu hususların kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenler.*" SPK tarafından, Kanun'un verdiği yetkiye dayanarak II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği hazırlanmıştır¹⁵⁷. II-22.1 sayılı Tebliğ'in 9. maddesi, TTK m.379'a paralel olarak, halka açık anonim ortaklıkların bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde geri alınan payların nominal değerinin, daha önceki alımlar dahil olmak üzere ortaklıkların ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin %10'unu aşamayacağını belirtmektedir. SerPK ve II-26.1 sayılı Tebliğ'de %50'den fazla oy hakkı elde edilmesi konusunda ortaklığın kendi paylarına sahip olması durumuna ilişkin olarak herhangi bir açıklık

¹⁵⁵ Bir anonim ortaklığın, kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin %10'luk üst sınıra ek olarak bazı şartlar da aranmaktadır. TTK m.379/2-3-4 uyarınca, genel kurulun en çok 5 yıllık yetki ile yönetim kurulunu yetkilendirmesi; edinilecek pay bedelleri düştükten sonra kalan ortaklık net aktifinin, en az, esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtımına izin verilmeyen yedek akçe kadar olması; ayrıca edinilecek pay bedellerinin tamamının ödenmiş olması şartlarının gerçekleşmesi gerekir.

¹⁵⁶ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, s.1362; Şener, **Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku**, s.385.

¹⁵⁷ 03.01.2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

yoktur. Ortaklığın, kendi elinde tuttuğu payların akıbeti konusunda düzenleme içeren TTK m.389 göre “*Şirketin iktisap ettiği kendi payları ile yavru şirket tarafından iktisap edilen ana şirketin payları, ana şirketin genel kurulunun toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz. Bedelsiz payların iktisabı hariç, şirketin devraldığı kendi payları hiçbir pay sahipliği hakkı vermez. Yavru şirketin iktisap ettiği ana şirket paylarına ait oy hakları ile buna bağlı haklar donar.*”Bu duruma ilişkin olarak II-22.1 sayılı Tebliğ’in 18.maddesinde degeri alınan payların ortaklıkların genel kurullarında toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmayacağı hükmü mevcuttur.

Ayrıca 6762 sayılı Eski TTK’nın aksine 6102 sayılı Yeni TTK’nın ve II-22.1 sayılı Tebliğ’in¹⁵⁸ ortaklığın kendi paylarını elden çıkarması yönünde bir süre içermemesi nedeniyle söz konusu payların ortaklık tarafından süresiz olarak elde tutulabilmesi mümkündür. Kanaatimizce; söz konusu payların toplantı nisabında dikkate alınmayacağı, bu paylardan doğan hakların kullanılamayacağı ve ortaklığın bu payları süresiz olarak elinde tutabileceği gerçeği karşısında, yönetim kontrolünün elde edilmesinin tespiti açısından yalnızca dolaşımdaki payların, yani ortaklığın kendi elinde tuttuğu paylar düşüldükten sonra kalan payların oy oranının dikkate alınması gerekir¹⁵⁹. Bu çözüm, zorunlu pay alım teklifinin amacı olan küçük yatırımcıların korunması ilkesi açısından da menfaatler dengesine uygundur.

SerPK’nın 26.maddesinin 2.fikrasının ikinci cümlesi uyarınca *imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâller bu madde kapsamında değerlendirilmez.* Daha açık bir anlatımla, hedef ortaklığın oy haklarının %50’den fazlasına sahip olursa dahi imtiyazlı payların varlığı nedeniyle yönetim kontrolünü elde edememesi halinde zorunlu pay alım teklifi doğmayacaktır.

¹⁵⁸ Özellikle bkz. m.19.

¹⁵⁹ Aksi yönde; Bkz. Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.87-88. 2499 sayılı Eski SerPK ve Seri: IV No: 8 sayılı Eski Tebliğ döneminde *Kolcuoğlu*, zorunlu pay alım teklifinin doğması açısından ortaklığın elinde tuttuğu kendi payları da dahil olmak üzere tüm payların dikkate alınacağını belirtmektedir.

d) Yönetim Kontrolü Sağlayan İmtiyazlı Paylara Sahip Olunması

TTK m.478/2 uyarınca, imtiyaz; kar payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkıdır. Madde metninde yer alan ‘gibi’ ibaresi nedeniyle sayılan haklardan başkahlaklarda da imtiyaz oluşturulabilir¹⁶⁰. İmtiyaz, ilk esas sözleşmeyle veya esas sözleşmede yapılacak değişiklikle oluşturulabilir. Paylar arasında eşitlik ilkesinin istisnasını oluşturur¹⁶¹.

Hedef ortaklığın yönetim kontrolü, yalnızca oy haklarına sahip olunması yoluyla değil aynı zamanda imtiyazlı paylara sahip olunarak da elde edilebilir¹⁶². SerPK m.26/2 uyarınca imtiyazlı paylarla yönetim kontrolünün elde edilmesi iki halde mümkündür: Yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olunması veya genel kurulda yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu oluşturan sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olunması. Bu iki durumda, pay sahibi, oy hakkı bakımından %50’den daha az bir orana sahip olmasına rağmen hedef ortaklığın yönetim kontrolünü elde etmiş olacaktır¹⁶³.

(1) Yönetim Kurulu Üye Sayısının Salt Çoğunluğunu Seçme Hakkı Veren İmtiyazlı Paylara Sahip Olunması

SerPK m.26/2’ye göre “*ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir.*” Bu hükümden hareketle, öncelikle belirli grupların yönetim kurulunda temsil

¹⁶⁰ Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s.254.

¹⁶¹ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, s.1289.

¹⁶² Oyda imtiyazlı paylar yukarıda değerlendirildiği için bu başlıkta yönetim kontrolü sağlayan paylar incelenmemektedir.

¹⁶³ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.100.

edilmesinidüzenleyen TTK m.360'ın incelenmesi gerekir. Söz konusu maddenin ilk fıkrasının ilk cümlesine göre *esas sözleşmede öngörülme şartı ile, belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilir*. Dolayısıyla TTK' nın bu maddesi kapsamında tanınacak imtiyazlarla, yönetim kurulu üye tam sayısının salt çoğunluğunu seçme hakkı veren paylara sahip olan kişi, yönetim kontrolünü elde ettiği kabul edildiği için pay alım teklifinde bulunmak zorundadır. Dikkat edilirse, SerPK m.26/2 yönetim kurulu üye tam sayısının salt çoğunluğunu seçme hakkı veren '*paylara sahip olunmasından*' söz etmektedir. 6102 sayılı Yeni TTK' nın 360.maddesi ise '*belirli pay gruplarının*' yanında '*özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa*' da temsil edilme hakkı getirmektedir.

Kural olarak, imtiyazın paya tanınması gerekliliği TTK m.478' de hükme bağlanmaktadır. Ancak TTK m.360' da imtiyazın '*özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa*' da tanınması, imtiyazın paya bağlanması kuralının bir istisnasını teşkil etmektedir. Bir diğer ifadeyle, imtiyaz kural olarak paya bağlanırken, istisna olarak pay sahiplerine de TTK m.360 çerçevesinde imtiyaz tanınabilmektedir¹⁶⁴. Zorunlu pay alım teklifinin doğması açısından önem arz eden husus yönetim kontrolü sağlayan paylara (veya oy haklarına) sahip olunması durumu olduğu için, TTK m.360 açısından dikkate alınması gereken durum yalnızca '*belirli pay gruplarının*' yönetim kurulunda temsilidir. Zira sadece bu durumda imtiyaz paya bağlıdır ve imtiyazın tanınmasında pay esas alınmaktadır¹⁶⁵. Örneğin, esas sözleşme ile hedef ortaklığın A pay grubuna yönetim kurulu üye tam sayısının salt çoğunluğunu seçme hakkı tanınmışsa, bu pay grubuna sahip olan kişinin yönetim kontrolünü elde ettiği kabul edilecek ve pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğacaktır.

¹⁶⁴ Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Ankara: Adalet, 2013, N.23-41.

¹⁶⁵ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, 1336.

(2) **Genel Kurulda Yönetim Kurulu Üye Sayısının Salt Çoğunluğunu Oluşturan Sayıdaki Üyelikler İçin Aday Gösterme Hakkı Veren İmtiyazlı Paylara Sahip Olunması**

SerPK m.26/2'ye göre “*Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir.*” Dolayısıyla, pay alım teklifi zorunluluğu yönetim kurulu üyelikleri için aday gösterme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olunması sonucu da doğabilecektir¹⁶⁶. TTK m.360/1'e göre “*...yönetim kurulu üyelerinin, belirli bir grup oluşturan pay sahipleri, belirli pay grupları ve azlık arasından seçileceği esas sözleşmede öngörülebileceği gibi, esas sözleşmede yönetim kurulu üyeliği için aday önerme hakkı da tanınabilir.*”⁶⁷⁶² TTK döneminde, yönetim kuruluna üyelikleri için aday önerme hakkı kanunda açıkça yer almamasına rağmen Yargıtay¹⁶⁷ tarafından otuz yılı aşkın süreden beri ‘grup imtiyazı’ adı altında tanınmaktaydı¹⁶⁸. TTK'ya göre genel kurul tarafından yönetim kurulu üyeliğine önerilen adayın veya hakkın tanındığı gruba ve azlığa mensup adayın haklı bir sebep bulunmadığı takdirde seçilmesi zorunludur.

¹⁶⁶ “Metro Altın İşletmeciliği İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin (Şirket) 5.900.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesinin %0,34’ünü temsil eden ve Şirket yönetim kurulu üye sayısının çoğunluğunun seçiminde aday gösterme imtiyazına sahip toplam 20.000 TL nominal bedelli A Grubu payın Metal Yapı Konut A.Ş. tarafından satın alınması sonucunda ortaya çıkan, Şirket’in diğer ortaklarına ait B Grubu paylara ilişkin pay alım teklifi yükümlülüğünün 0,68 TL üzerinden gerçekleştirilmesine Kurulumuzca uygun görüş verilmesine ilişkin talebinin; Metal Yapı Konut A.Ş. tarafından yapılacak pay alım teklifi işlemi fiyatın, Seri: IV, No:44 sayılı Tebliğ hükümleri çerçevesinde 0,68 TL olarak belirlenen pay alım teklifi fiyatına, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu 16.04.2013 tarihinden bu yana 45 işgünü geçmiş olmasına karşılık pay alım teklifi işlemine henüz başlanmamış olması nedeniyle, 45 işgünü aşan her gün için Türkiye Bankalar Birliği’nce açıklanan haftalık TRLIBOR oranının %30 fazlası ile hesaplanacak faizin eklenmesi suretiyle hesaplanacak fiyat olarak belirlenmesi koşuluyla olumlu karşılmasına karar verilmiştir.” Karar için bkz. SPK 16.07.2013 tarih ve 2013/24 sayılı **Haftalık Bülten**, s.5.

¹⁶⁷ “...anonim ortaklığın ana sözleşmesinin 18.maddesinde... A grubu pay sahiplerine yönetim kurulu seçiminde aday göstermek olanağı verilerek diğer pay sahiplerine nazaran ayrıcalık tanınmıştır. Böyle bir ayrıcalık Eski TTK’nın 401.maddesinde öngörülen “vesair hususlar” kavramına gireceği kuşkusuz olduğu için geçerlidir.” Yargıtay 11.HD. 16.10.1979 tarih ve 4286/4769 sayılı bu kararı ve benzer kararları için Bkz. Yargıtay’ın ilgili kararları için bkz. Moroğlu/Kendigelien, **İçtihatlı-Notlu Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat**, s.260-261.

¹⁶⁸ 6102 Sayılı Yeni TTK m.360’ın gerekçesi.

Aday önerme hakkının yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme hakkından farkı, burada grubun kendi temsilcilerini tek başına doğrudan yönetim kuruluna gönderme yetkisi olmamasıdır; belirlenen aday genel kurulun onayına sunulacaktır ve alınacak genel kurul kararıyla ilgili kişiler yönetim kuruluna seçilecektir¹⁶⁹.

TTK m.360/1'in 4.cümlesinde temsil edilme hakkının, halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamayacağı belirtilmiştir. Bu hüküm emredici niteliktedir. Örneğin yönetim kurulunun 5 kişiden oluştuğu bir halka açık anonim ortaklıkta, bu şekilde tanınacak imtiyazlarla en fazla 2 üye ile temsil edilme hakkına sahip olunabilecektir. TTK'nın bu hükmü yalnızca '*temsil edilme hakkının*' sınırlanmasından bahsetmektedir. Bu nedenle, genel kurulda yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu önerme hakkına sahip olan paylar açısından bu sınırlama geçerli olmayacağı yönünde yorum yapılabilir. Bir başka anlatımla, halka açık anonim ortaklıklar için getirilen üst sınır '*temsil edilme hakkında*' imtiyaza ilişkin olup genel kurula, yönetim kurulu üyelikleri için aday önerme hakkını kapsamayacağı söylenebilir. Aksi takdirde; zorunlu pay alım teklifinin halka açık anonim ortaklıklarda uygulanacağı göz önüne alındığında, imtiyazlı paylarla yönetim kontrolünü elde etmek TTK m.360'ın emrediciliği karşısında hiç bir zaman mümkün olmayacak ve SerPK'nın 26.maddesinin ikinci fıkrasında yer alan yönetim kontrolü sağlayan imtiyazlı paylara sahip olunması nedeniyle zorunlu pay alım teklifinin doğması hiç bir zaman gerçekleşmeyecektir. Dolayısıyla SerPK .m26/2'ye işlerlik kazandırmak adına, hükmün bu yönde yorumlanması ve uygulanması gereğidüşünülebilir. Ancak bu yorum TTK m. 360'ın amacını aşan bir yorumdur. Zira esasında, TTK m. 360'da halka açık anonim ortaklıklarda öngörülecek imtiyazlar açısından temsil edilme ve aday önerme hakları arasında bir ayırım yapma amacı yoktur.

İmtiyazlı paylarla yönetim kontrolünün sağlanması yalnızca, yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanıyan paylara ve yönetim kurulu üyelikleri için aday önerme hakkı veren paylara birlikte sahip olunmasıyla mümkün olabileceği söylenebilir. Örneğin, yönetim kurulunun 9 kişiden oluştuğu halka açık bir anonim ortaklıkta, A grubu paylar yönetim kurulunda 3 üyeye temsil edilmekte, B grubu

¹⁶⁹ Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul: Beta, 1999, s.215.

paylar yönetim kuruluna 2 aday önerme sahiptir. Bu ortaklığın A ve B grubu paylarını iktisap eden kişi, SerPK m.26/2 anlamında yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olmaktadır. Ancak yukarıdaki paragraf da değindiğimiz gibi bu yorum da TTK m. 360'ın amacını aşacak hatta bu hükmün dolanılması anlamına gelecektir.

TTKYUK m. 28/2'ye göre 6762 sayılı Eski Kanun zamanında ve Türk Kanununun kabul edilmesinden en az bir yıl önce esas sözleşme hükmü ile bazı pay gruplarına tanınmış olan yönetim kurulu üyeliği için aday gösterme hakkı, Türk Ticaret Kanununun 360.maddesinin birinci fıkradaki sınırı aşıya bile müktesep hak sayılır. Bu hüküm yalnızca '*aday gösterme hakkından*' söz etmektedir. Bu noktadan hareketle, müktesep hakkın yalnızca aday gösterme hakkına ilişkin olduğu, '*temsil edilme hakkını*' kapsamadığı söylenebilirse de, doktrinde hem aday gösterme hakkının hem de temsil edilme hakkının TTKYUK m.28/2 uyarınca müktesep hak kapsamında kaldığı belirtilmektedir¹⁷⁰.

Sonuç olarak, TTK m.360'ın emrediciliği karşısında ve TTKYUK m.28/2 kapsamında 6762 sayılı Eski TTK zamanında ve Yeni TTK'nın kabul edilmesinden en az bir yıl önce¹⁷¹ esas sözleşmeyle tanınmış olanlar hariç olmak üzere, halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kurulu üyelikleri için aday gösterme ve temsil edilme hakkı yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamayacaktır. O halde, halka açık anonim ortaklıklarda SerPK m.26/2 anlamında imtiyazlı paylarla yönetim kurulu üye tam sayısının salt çoğunluğunun elde edilmesi suretiyle pay alım teklifinin zorunluluğunun ortaya çıkması (6762 sayılı Eski TTK zamanında ve Yeni TTK'nın kabul edilmesinden en az bir yıl önce esas sözleşmeyle tanınmış olanlar hariç olmak üzere) mümkün görünmemektedir.

¹⁷⁰ Reha Poroy/Ünal Tekinalp/Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku**, C.I, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014,N.s.588b, 386.

¹⁷¹ TTKYUK m.28/2'nin ve özellikle halka açık anonim ortaklıklarda yönetime katılma bakımından TTK m. 360'daki sınırlamaya tabi olmadan kazanılmış hak teşkil etmesinin, zaman bakımından *TTK'nın kabulünden en az bir yıl önce esas sözleşmeyle tanınmış olması* gerektiği yönünde yapılan bu ayırım doktrinde yapay bulunmakta ve eleştirilmektedir. Bkz. Abuzer Kendigelen, **Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, İstanbul: XXI Levha, 2011, s.215 vd.

e) **Yönetim Kontrolünün Özel (Yazılı) Anlaşmalarla Elde Edilmesi**

SerPK m.26/3'e göre "*ortaklığın pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olmasa bile, 23 üncü maddenin birinci fıkrasında Kurulca belirlenmesi öngörülen usul ve esaslar ile 29 uncu maddenin altıncı fıkrasındaki usul ve esaslara uyulmadan, bazı ortakların kendi aralarında yapacakları özel anlaşmalarla yönetim kontrolünü ele geçirmeleri de bu madde kapsamında değerlendirilir.*"

Tebliğ'in m.11/2 uyarınca "*ortaklığın pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olmasa dahi, ortakların kendi aralarında yapacakları özel yazılı anlaşmalarla yönetim kontrolünü ele geçirmeleri sonucunda da pay alım teklifi zorunluluğu doğar.*" 2499 sayılı Eski SerPK ve ona bağlı Tebliğlerde yer almayan zorunlu pay alım teklifi doğuran bu hal, 6362 sayılı Yeni SerPK ve II-26.1 sayılı Tebliğ ile ilk kez düzenlenmektedir¹⁷².

Kanun ve Tebliğ'de '*özel (yazılı) anlaşmadan*' ne anlaşılması gerektiğine yönelik herhangi bir açıklama mevcut değildir. Kanaatimizce, özel (yazılı) anlaşma ile anlatılmak istenen pay sahipleri sözleşmeleridir¹⁷³.

Pay sahipleri sözleşmeleri ile yönetim kontrolünün elde edilmesini incelemeye geçmeden önce Kanun ve Tebliğ arasında ortaya çıkan bir uyumsuzluk vurgulanmalıdır. Kanun, pay sahipleri arasında yapılan, yönetim kontrolünü elde etmeyi amaçlayan anlaşmaların şekli konusunda herhangi bir hükme yer vermezken, Tebliğ söz konusu anlaşmanın zorunlu pay alım teklifi doğurabilmesi için '*yazılı*' olarak yapılması gerektiğini belirtmektedir. Tebliğin lafzına göre özel yazılı anlaşma

¹⁷² "Güler Yatırım Holding A.Ş.'nin, 26.12.2013 tarihinde gerçekleştirilen 600 adet A grubu imtiyazlı payın devri ile Cosmos Yatırım Holding A.Ş.'nin (Şirket) yönetim kontrolünü elde etmiştir. Güler Finansal Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ve Sinan BİLGİN arasında imzalanan 16.12.2013 tarihli hisse devir sözleşmesinde hisse devri için belirlenen şartlar kapsamında Şirket'in 24.12.2013 tarihli olağanüstü genel kurul toplantısında Güler Yatırım Holding A.Ş.'nin aday gösterdiği kişilerin yönetim kurulu üyesi olarak seçilmesi ve genel kurul toplantı tutanağının 25.12.2013 tarihinde Ticaret Sicili' ne tescil edilmesi ile Sermaye Piyasası Kanunu'nun 26 ncı maddesinin 3 üncü fıkrası çerçevesinde Şirket'in pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olmasa bile Güler Yatırım Holding A.Ş. açısından pay alım teklifi zorunluluğunun 25.12.2013 tarihi itibarıyla doğduğuna ...karar verilmiştir." Bkz. SPK 03.04.2014 tarih ve 2014/10 sayılı **Haftalık Bülten**, s.7.

¹⁷³ Doktrinde özel yazılı anlaşmaların pay sahipleri sözleşmelerini ve oy sözleşmeleri kapsadığı belirtilmektedir. Bkz. Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s.113.

dışındaki bir yolla yönetim kontrolünün elde edilmesi durumunda zorunlu pay alım teklifi doğmayacaktır. Tebliğ'in yazılılık şartını araması yerinde değildir. Zira Tebliğ, SerPK'ya dayanarak hazırlanmıştır ve Kanunun öngördüğü sınırlar dışına çıkılmamalıdır. Kurallar hiyerarşisine aykırılık söz konusudur. Kaldı ki, zorunlu pay alım teklifinin amacının, hedef ortaklıkta meydana gelen kontrol değişikliklerinden küçük yatırımcının olumsuz etkilenmesinin önüne geçilmesi olduğundan, pay sahiplerinin yönetim kontrolünü sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak elde etmesi arasında bir fark aramamak gerekir. Son olarak, Türkiye'deki ortaklıkların halka açıklık oranı düşük olduğu ve aile ortaklığı şekline yapılandıkları göz önüne alındığında, aile bireyleri (anne, baba, eş, çocuklar) arasında yapılan anlaşmaların yazılı olması doğası gereği zaten beklenmez. Dolayısıyla, ortaklar kendi aralarında yapacakları anlaşmalarla yönetim kontrolünü elde ediliyorsa, söz konusu anlaşmalar yazılı olmasa dahi pay alım teklifi zorunluluğu doğmalıdır¹⁷⁴.

Pay sahipleri sözleşmesi, pay sahiplerinin aralarında yaptıkları bir borçlar hukuku sözleşmesidir. Pay sahipleri sözleşmesi, tek taraflı, iki taraflı borç doğuran sözleşme veya adi ortaklık sözleşmesi olarak ortaya çıkabilir¹⁷⁵.

Zorunlu pay alım teklifi açısından iki tarafa borç yükleyen pay sahipleri sözleşmeleri arasında sayılan oy sözleşmeleri¹⁷⁶de önem taşır. Oy sözleşmeleri, “*oy hakkının ortaklık karar organlarında belli bir yönde kullanılması, kullanılmaması veya çekimser kalınması taahhüdünü içeren sözleşmeler*” olarak tanımlanmaktadır¹⁷⁷. Oy sözleşmelerinin zorunlu pay alım teklifi doğurabilmesi için yapılan sözleşmenin yönetim kontrolünü elde etmek için yapılmış olması gerekmektedir. Sadece bir defaya mahsus olarak, genel kurulda (yönetim kurulu

¹⁷⁴ Genel olarak kabul edildiği üzere söz konusu pay sahipleri sözleşmeleri adi ortaklık temeline dayalıdır. Adi ortaklık sözleşmesi ise herhangi bir yazılı şekle tabi tutulmamıştır. Ayrıca adi ortaklıkta şekil sorunu için bkz. Nami Barlas, **Adi ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012, s.69 vd. Ayrıca uygulamada yazılı olarak yapılan pay sahipleri sözleşmesinin genelde gizlilik hükmü içermesi, zorunlu pay alım teklifinde bulunacak kişiler için bir kalkan görevi görecektir. Zira böyle bir gizlilik hükmünün varlığı halinde yönetim kontrolünü elde etmeye yönelik pay sahipleri sözleşmesini ortaya çıkarmak zor olacaktır.

¹⁷⁵ Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s.79.

¹⁷⁶ Seri: IV No: 8 sayılı Eski Tebliğ'in 11/B hükmüne göre “*Ortaklık genel kurullarında TTK'na göre, vekalet ilişkisi olmaksızın oy hakkının bizzat pay sahibi tarafından belirli bir yönde kullanılması amacıyla, pay sahipleri ya da pay sahipleri ile üçüncü kişiler arasında yapılan oy sözleşmeleri bu Tebliğ hükümlerine tabi değildir.*” Eski Tebliğ döneminde bu hüküm nedeniyle, oy sözleşmeleri zorunlu pay alım teklifi açısından değerlendirmeye alınmamaktaydı. O dönemde oy sözleşmelerinin zorunlu pay alım teklifinin kapsamı dışında bırakılmasının isabetli olmadığı yönünde bkz. Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s. 82.

¹⁷⁷ Erdoğan Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, İstanbul: VedatKitapçılık, 2007, s.4.

üyelerinin ibrası, yönetim kurulu üyeleri hakkında sorumluluk davası açılmasına karar verilmesi gibi münferit kararlarda) oy kullanılmasına yönelik oy sözleşmeleri nedeniyle yönetim kontrolünün elde edildiğinden bahsedilemeyecektir¹⁷⁸. Ayrıca pay sahipleri sözleşmelerinin işlevleri arasında ortaklıktaki hâkimiyetin elde edilmesi de gösterilmektedir¹⁷⁹. Gerçekten de sahip oldukları pay veya oy hakkının yeterli olmaması nedeniyle, pay sahipleri aralarında yapacakları pay sahipleri sözleşmeleriyle pay veya oy haklarını birleştirip ortaklığın yönetim kontrolünü elde etmek isteyebilirler¹⁸⁰. Bu noktadan hareketle, pay sahipleri sözleşmesi açısından, ortaklığın yönetim kontrolünün elde edilmesi veya yönetime etki edilmesi adi ortaklığın amacını oluşturur¹⁸¹. Dolayısıyla ortaklar kendi aralarında yapacakları bu nitelikteki sözleşmelerle yönetim kontrolünü elde etmeleri durumunda pay alım teklifinde bulunmak zorundadırlar.

Özel (yazılı) anlaşmalarla yönetim kontrolünün elde edilmesi halinde, ortaklığın pay veya oy hakları yapısında herhangi bir değişiklik söz konusu olmamaktadır.

Özel (yazılı) anlaşmalarla yönetim kontrolünün elde edilmesine ilişkin olarak ortaya çıkabilecek bazı durumlara değinmek gerekir. Örneğin oy sözleşmesinin ihlali sonucunda aynen ifa yoluna gidilebilmesi doktrinde tartışmalara yol açmakla birlikte¹⁸², zorunlu pay alım teklifi açısından konuya yaklaştığımızda, Kanun ve Tebliğ, özel anlaşmalarla yönetim kontrolünün elde edilmesini aradığı için, söz konusu anlaşmaların kurulması yeterli olmayacak ve bu anlaşmaların ifası suretiyle yönetim kontrolünün elde edilmiş olması aranmalıdır. Dolayısıyla yönetim kontrolünü elde etmeye yönelik anlaşmaların kurulmuş ancak hiç veya gereği gibi ifa edilememiş olması zorunlu pay alım teklifi doğmasına sebep olmayacaktır.

¹⁷⁸ Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı*, s.83.

¹⁷⁹ Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s.10.

¹⁸⁰ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri*, s.79.

¹⁸¹ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri*, s.81.

¹⁸² Bu tartışmalar için bkz. Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s.111 vd.; Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri*, s.349 vd.

3. **Önemli Nitelikteki İşlemler Nedeniyle Yapılacak Zorunlu Pay Alım Teklifi (SerPK m.25/1 ve II-23.1 Sayılı Tebliğ m.8 ve m.11)**

Zorunlu pay alım teklifinin SerPK m.26 dışında da ortaya çıktığı haller vardır. Bu hallerin başında SerPK m.25/1 uyarınca zorunlu pay alım teklifinin önemli nitelikteki işlemler nedeniyle ortaya çıkması gelir. SPK tarafından Kanunun 23, 24, 25.maddelerine dayanılarak II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar Ve Ayrılma Hakkı Tebliği hazırlanmıştır. Bu Tebliğ'in 8. ve 11. maddeleri zorunlu pay alım teklifine ilişkin düzenlemeler içermektedir. Bu bölümde zorunlu pay alım teklifi doğuran önemli nitelikteki işlemlere değinilecek olup, önemli nitelikteki işlemler nedeniyle zorunlu pay alım teklifi süreci üçüncü bölümde incelenecektir.

a) **Zorunlu Pay Alım Teklifi Doğuran İşlemler**

II-23.1 sayılı Tebliğ'in 11.maddesi uyarınca *“5 inci maddenin birinci fıkrasında sayılan önemli nitelikteki işlemlerden (ç), (d) ve (f) bentlerinde belirtilenler için, bu işlemlerden yararlanacak olan gerçek veya tüzel kişiler tarafından pay alım teklifinde bulunulması zorunludur.”* Dolayısıyla zorunlu pay alım teklifi yapılacak halleri görmekte yarar vardır. Bunlar, imtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunun değiştirilmesi, hâkim ortağın nakit sermaye koyma borcunun ortaklığa varlık devrinden kaynaklanan alacaklara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesi ve borsa kotundan çıkma kararı alınmasıdır.

Zorunlu pay alım teklifi doğuran önemli nitelikteki işlemlerin yapılabilmesi için aranan yeter sayılar SerPK m.29/6'da düzenlenmektedir. Söz konusu hükme göre *“Halka açık ortaklıklarda yeni pay alma haklarının kısıtlanmasına, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna yeni pay alma haklarını kısıtlama yetkisinin verilmesine, sermaye azaltımına ve 23 üncü maddenin birinci fıkrasına göre*

belirlenen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararların genel kurulca kabul edilebilmesi için, esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır.”

(1) İmtiyaz Öngörmesi veya Mevcut İmtiyazların Kapsam Veya Konusunu Değiştirmesi

II-23.1 sayılı Tebliğ’in 5.maddesine göre ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri ile ilgili olarak ‘*imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi*’ bu Tebliğin 6.maddesi kapsamında belirlenen önemlilik kriterlerini de sağlamış olmak koşuluyla önemli nitelikteki işlem sayılır. O halde II-23.1 sayılı Tebliğ m. 11/1 uyarınca imtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam ve konusunun değiştirilmesi işleminden yararlanacak olan gerçek veya tüzel kişiler pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altına girmiş olacaktır.

Ayrıca, imtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunun değiştirilmesiyle ilgili olarak II-23 sayılı Tebliğ’in 11/2 hükmü uyarınca oy haklarının, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak¹⁸³ yüzde yirmi beşine sahip olan pay sahibi grubunun bulunmadığı ortaklıklarda, ortaklık paylarında grup ayırımına gidilmesi yoluyla mevcut payların tümüne aynı imtiyazın tanınması halinde Kurul tarafından zorunlu pay alım teklifi yerine ayrılma hakkı kullandırma zorunluluğu getirilebilir.

¹⁸³ Birlikte hareket eden ve dolaylı kontrol kavramlarına ilişkin II-23.1 sayılı Tebliğ’de herhangi bir açıklamaya yer verilmemiştir. O halde bu Tebliğ’in 11/8 hükmü uyarınca II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifinde yer alan birlikte hareket eden ve dolaylı kontrol kavramları önemli nitelikteki işlemler nedeniyle doğan zorunlu pay alım teklifi açısından da uygulama alanı bulacaktır.hareket

(2) Hakim Ortağın Nakit Sermaye Koyma Borcunun Ortaklığa Varlık Devrinden Kaynaklanan Alacaklara Mahsup Edilmek Suretiyle Yerine Getirilmesi

II-23.1 sayılı Tebliğ 11.maddesinin ilk fıkrasında 5.maddenin (f) bendi kapsamındaki önemli nitelikteki işlemde yararlanacak olan kişi için zorunlu pay alım teklifinin doğacağını belirtmiştir. Bu maddeye göre “*ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri ile ilgili... yapmayı planladıkları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesi bu Tebliğin 6.maddesi kapsamında belirlenen önemlilik kriterlerini de sağlamış olmak koşuluyla önemli nitelikteki işlem sayılır.*” Bu işlem için de zorunlu pay alım teklifinde bulunacak kişi bu işlemde yararlanacak olan, yani bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun, ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup ederek ödemek isteyen hâkim ortaktır.

Hâkim ortağın nakit sermaye koyma borcunun ortaklığa varlık devrinden kaynaklanan alacaklara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesi işlemine paralel bir düzenleme de VII-128.1 sayılı Tebliğ’in¹⁸⁴m.12/5 hükmünde mevcuttur. Söz konusu düzenlemeye göre “*Ancak, halka açık ortaklıkların yapacakları bedelli sermaye artırımlarında ortaya çıkan nakit sermaye koyma borcunun ortaklığa nakit dışındaki varlık devrinden kaynaklanan borçlara mahsup edilmek suretiyle yerine getirilmesinin planlanması durumunda, bu işlem Kanununun 23 üncü maddesi çerçevesinde önemli nitelikteki işlemler arasında sayılır. Bu durumda, Kanununun 29 uncu maddesi kapsamında yapılacak olan genel kurulda bu işlemin onaylanması gerekir. Sermaye koyma borcunu mahsup yoluyla yerine getirecek olan gerçek ya da tüzel kişinin işlem öncesinde diğer ortakların sahip olduğu paylar için pay alım teklifinde bulunması zorunlu olup, bu işlem ayrılma hakkının doğmadığı hal olarak kabul edilir.*”

¹⁸⁴ 22.06.2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Pay Tebliği.

(3) Borsa Kotundan Çıkma Kararı Alınması

II-23.1 sayılı Tebliğ'in 11.maddesinin yaptığı atıf gereği 5.maddenin (d) bendi uyarınca, ortaklıkların kendi tüzel kişilikleri ile ilgili borsa kotundan çıkma kararı alması, Tebliğ'in 6.maddesi kapsamında belirlenen önemlilik kriterlerini de sağlamış olmak koşuluyla önemli nitelikteki işlem sayılır¹⁸⁵.

Borsa kotundan çıkma kararı alınması kapsamında zorunlu pay alım teklifinde bulunacak kişiyi tespit etmek için II-23.1 sayılı Tebliğ'in 11.maddesinde bahsedilen bu işlemde faydalanacak olan kişinin yine Tebliğ'in 8.maddesiyle birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Tebliğ'in bu hükmüne göre *“payların kottan çıkarılması amacıyla borsaya başvuruda bulunabilmenin önkoşulu, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere, herhangi bir şekilde ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının % 95 veya daha fazlasına tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte sahip olunmasıdır.”*

Dolayısıyla borsa kotundan çıkabilmek için ortaklığın paylarının %95 ve daha fazlasına sahip olunması gerekir. Bu Tebliğ'in 4/d maddesinde, ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının %95 veya daha fazlasına tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte sahip olan gerçek ya da tüzel kişiler, hâkim ortak olarak tanımlanmaktadır. Bu noktadan hareketle, borsa kotundan çıkma işlemi nedeniyle zorunlu pay alım teklifinde bulunması gereken kişiyi hakim ortak olarak tespit edebiliriz. O halde borsa kotundan çıkabilmesi için öncelikle, gönüllü pay alım teklifi yoluyla ortaklığın oy haklarının %95 ve daha fazlasına sahip olunacak, daha sonra ise kalan paylar için, hâkim ortak, zorunlu pay alım teklifinde bulunmak üzere SPK' ya başvuruda bulunacaktır¹⁸⁶.

¹⁸⁵ II-23.1 sayılı Tebliğ'den önce zorunlu pay alım teklifi doğuran bu hal, 2010/31 sayılı Haftalık Bülten'de yayımlanan 30.07.2010 tarih ve 22/675 sayılı *Payları Borsada İşlem Gören Şirketlerin Kendi İstekleri ile Borsa Kotundan Çıkma İşlemlerinde Uyacıkları İlke Ve Esaslara* ilişkin Kurul İlke Kararıyla düzenlenmekteydi.

¹⁸⁶ Borsa İstanbul A.Ş. kotundan çıkma ile bağlantılı olarak pay alım teklifine yönelik yeni tarihli bir Kurul kararı için bkz. SPK 07.03.2014 tarih ve 2014/7 sayılı **Haftalık Bülten**, s.4.

4. Ortaklıkların Kanun Kapsamından Re'sen Çıkarılması Nedeniyle Oluşan Pay Alım Teklifi Zorunluluğu (SerPK m.33/4 ve II-16.1 Sayılı Tebliğ)

SerPK m.33/4' e göre “*Pay sahibi sayısı sebebiyle halka açık sayılan ortaklıklardan, 16 ncı madde uyarınca paylarının borsada işlem görmesini istemeyenler, pay sahibi tam sayısının en az üçte ikisinin olumlu oyu veya toplam oyların dörtte üçü ile alınacak bir genel kurul kararı ile bu Kanun kapsamından çıkabilir. Bu durumda Kanunun kapsamından çıkma kararına olumlu oy kullanmayan pay sahiplerine 24 üncü madde uyarınca ayrılma hakkı tanınır. 16 ncı maddenin ikinci fıkrası uyarınca Kurulca resen halka açık ortaklık statüsünden çıkarılacak ortaklıkların hâkim ortaklarına diğer paylar için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirilebilir. Buna ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir.*”

SPK, bu hükme dayanarak, II-16.1 sayılı Tebliğ'in¹⁸⁷ 10/9 ve geçici 3/2 maddelerinde ortaklıkların kanun kapsamından resen çıkarılması nedeniyle zorunlu pay alım teklifine ilişkin hükümler getirmiştir. Bu Tebliğ'in 10.maddesinde ortaklıkların SPK tarafından Kanun kapsamından çıkarılabilecekleri durumlar sayılmıştır:

- 1) *Ortak sayısı (pay sahibi sayısının beş yüzün altında olduğunun tespit edilmesi) nedeniyle,*
- 2) *Finansal tablo kalemlerinin büyüklüğü (aktif toplamı on milyon TL'den az olan veya net satış hasılatının her ikisi de beş milyon TL'den az olan ya da tescil edilmiş sermayesi ile kanuni yedek akçeler toplamının tamamının karşılıksız kalması) nedeniyle,*
- 3) *Faaliyetin devamlılığına ilişkin hususlar (söz konusu ortaklığın, bakanlık düzenlemeleri çerçevesinde ilgili ticaret sicil müdürlükleri tarafından münfesih olduğu veya münfesih sayıldığı resen belirlenerek TTSG'de ilan edilmiş olması veya iflas sonucundaki tasfiye de dahil olmak üzere zorunlu*

¹⁸⁷ 30.12.2013 Tarihli ve 28867 (Mükerrer) Sayılı Resmi Gazete' de yayımlanan Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması Ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği.

veya gönüllü olarak tasfiyeye girmesi ya da haklarında iflas kararı verilmesi) nedeniyle,

- 4) Faaliyet konusu imtiyaz verilen bir işi görmek olup da bu imtiyazı kaldırılan veya tabi olunan mevzuat uyarınca faaliyet izni kaldırılan ortaklıklar, ilgili imtiyazın veya faaliyet izninin kaldırılmasını takip eden bir yıl içinde faaliyet konusunu değiştirmedikleri takdirde,
- 5) Kurulca yapılacak bildirimleri içeren tebligatları arka arkaya iki kez adresinde bulunamama sebebiyle tebellüğ etmeyen ortaklıklar, Kurulca yapılacak yerinde inceleme sonucunda ticaret sicilinde kayıtlı ortaklık merkezinde bulunmadıklarının tespit edilmesi halinde,
- 6) Paylarının borsa tarafından sürekli olarak işlem görmekten men edilmesine ve borsa pazar veya piyasalarından çıkarılmasına karar verilen ortaklıklar, ilgili borsa kararını takip eden bir yıl içinde borsa tarafından paylarının yeniden işlem görmesine karar verilmemesi durumunda

söz konusu ortaklıklar Kanun kapsamından resen çıkarılabilir. Tebliğ bu maddede ‘çıkartılabilir’ ifadesini kullanarak ilgili ortaklığın kanun kapsamından çıkarılması hususunda SPK’ya takdir hakkı tanımaktadır.

SPK, ilgili ortaklığın kanun kapsamından çıkarılmasına karar verdiğinde II-16.1 sayılı Tebliğ’in 10/9 hükmü uyarınca bir takdir hakkına daha sahip olmaktadır: “Ortaklıkların Kanun kapsamından resen çıkarılmasından önce Kurul, bu ortaklıkların hakim ortaklarına ortaklığın diğer payları için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirebilir.”

Tebliğ’de de açığa kavuşturulduğu üzere, re’sen çıkarma işlemi sonucu pay alım teklifi zorunluluğunun getirildiği durumlarda teklif sahibi hakim ortak¹⁸⁸ olacaktır.

Bu kapsamda gerçekleştirilecek pay alım tekliflerinde fiyat, Kurul’un ilgili düzenlemelerine göre hazırlanacak değerlendirme raporuna göre belirlenir. Değerleme raporunda esas alınacak finansal tablolar Kurul karar tarihine göre dokuz aydan daha eski tarihli olamaz.

¹⁸⁸ II-16.1 sayılı Tebliğ’in 3/ç maddesine göre hâkim ortak, Kanun’un 26.maddesinde belirtilen yönetim kontrolüne sahip olan gerçek ve tüzel kişiler olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla yönetim kontrolünün elde edilmesine ilişkin olarak yukarıda yaptığımız açıklamalar burada da geçerli olacaktır.

6362 sayılı Yeni SerPK'ya uyum açısından pay sahibi sayısı iki yüz elli ila beş yüz arasında olan ortaklıklar bakımından II-16.1 sayılı Tebliğ'in Geçici 3.maddesinde özel bir düzenleme öngörülmektedir. Bu maddenin ilk fıkrasına göre *“Pay sahibi sayısı iki yüz elli ila beş yüz arasında olduğu için mülga 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre halka açık sayılan ortaklıklar, pay sahibi sayısının beş yüzün altında olması gerekçesi ile bu Tebliğin 7 nci maddesinde yer alan esaslar çerçevesinde Kanun kapsamından çıkma talebiyle Kurula başvurur. Bu ortaklıkların, Kanun kapsamından çıkarılmaya ilişkin bu Tebliğde sayılan diğer şartlar uyarınca başvuru yapma hakları saklıdır.”* İkinci fıkra uyarınca *“Kurul, bu Tebliğin 10 uncu maddesinde yer alan esaslar çerçevesinde, birinci fıkra kapsamındaki ortaklıkların Kanun kapsamından çıkarılmasına resen karar verebilir. Ortaklıkların Kanun kapsamından resen çıkarılmasından önce, Kurul bu ortaklıkların hakim ortaklarına diğer paylar için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu getirebilir.”* Dolayısıyla tıpkı diğer kanun kapsamından re'sen çıkarma hallerinde olduğu gibi burada da SPK'nın hem kanun kapsamından çıkarma hususunda hem de pay alım teklifinin zorunlu tutulması hususunda takdir hakkına sahiptir.

Ayrıca pay alım teklifinin gerçekleştirilmesine ilişkin bu Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde, Kurulun pay alım teklifine ilişkin düzenlemeleri¹⁸⁹ kıyasen uygulanır(m.10/9).

Sonuç olarak, ortaklıkların kanun kapsamından re'sen çıkarılması nedeniyle zorunlu pay alım teklifinin doğması için SPK'nın bu yönde bir karar alması gerekecektir, yani SPK'nın ilgili ortaklığın Kanun kapsamından çıkarılmasına yönelik kararı tek başına yeterli değildir. Bir başka anlatımla, ortaklıkların kanun kapsamından re'sen çıkarılması nedeniyle zorunlu pay alım teklifinin, zorunlu pay alım teklifini yönetim kontrolünün elde edilmesi nedeniyle ortaya çıkması durumundan temel farkı, SPK'nın vereceği zorunlu pay alım teklifi yapılması kararının kurucu nitelikte olmasıdır.

¹⁸⁹ II-16.1 sayılı Tebliğ'in uygulama alanı için bkz. II.Bölüm-B-1.

5. Yatırım Ortaklıklarının Yatırım Ortaklığı Niteliğinin Değiştirilmesine veya Yitirilmesine Neden Olacak Esas Sözleşme Değişikliklerine İzin Verilebilmesi İçin Pay Alım Teklifi Zorunluluğu (SerPK m.26/5)

SerPK m.26/5 Kurul'a, *yatırım ortaklıklarının yatırım ortaklığı niteliklerinin değiştirilmesine veya yitirilmesine neden olacak esas sözleşme değişikliklerine izin verilebilmesi için pay alım teklifi zorunluluğu getirilmesi konusunda yetki vermektedir. Kurul da bu yetki kapsamında gerekli düzenlemeleri yapmıştır.*

İlk olarak III-48.1 sayılı Tebliğ'in¹⁹⁰ 44.maddesinin ilk fıkrası uyarınca *“gayrimenkul yatırım ortaklığı statüsünden çıkmak isteyen halka açık gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, esas sözleşme değişikliği yapmasına Kurulca uygun görüş verilebilmesi için genel kurul toplantılarında, gayrimenkul yatırım ortaklığı statüsünden çıkma sonucunu doğuracak esas sözleşme değişikliklerine olumlu oy kullanan ortaklar dışındaki tüm ortakların sahip oldukları payların statüden çıkma hakkındaki yönetim kurulu kararına ilişkin özel durum açıklamasının kamuya ilan edildiği tarihten önceki otuz günlük ve altı aylık dönem içinde oluşan, günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının ortalanmasından yüksek olanı ile satın alınacağı yönünde ortaklık dışındaki kişi veya kişilerce bir pay alım teklifinin yapılması zorunludur.”*

İkinci olarak III-48.2 sayılı Tebliğ'in¹⁹¹ 41.maddesi ise menkul kıymet yatırım ortaklığı statüsünden çıkılması durumuna ilişkin olarak pay alım teklifi zorunluluğu getirmektedir¹⁹². Gerçekten de bu hükme göre *“menkul kıymet yatırım ortaklığı*

¹⁹⁰ 28.05.2013 Tarihli ve 28660 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği.

¹⁹¹ 29.08.2013 Tarihli ve 28750 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği.

¹⁹² “Deniz Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Şirket)’ nin menkul kıymet yatırım ortaklığından gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşümüne ilişkin *esas sözleşme tadilinin uygun görülmesi talebinin*, III-48.2 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 41. maddesinin birinci fıkrası uyarınca *genel kurul toplantısında, menkul kıymet yatırım ortaklığı statüsünden çıkma sonucunu doğuracak esas sözleşme değişikliklerine olumlu oy kullanan ortaklar dışındaki tüm ortaklara, sahip oldukları her bir (B) grubu 1 TL nominal değerli Şirket payının düzeltilmiş tutar olan 2,3717 TL üzerinden Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. (Deniz Yatırım) tarafından satın*

statüsünden çıkmak isteyen halka açık menkul kıymet yatırım ortaklıklarının, esas sözleşme değişikliği yapmasına Kurulca uygun görüş verilebilmesi için genel kurul toplantılarında, menkul kıymet yatırım ortaklığı statüsünden çıkma sonucunu doğuracak esas sözleşme değişikliklerine olumlu oy kullanan ortaklar dışındaki tüm ortakların sahip oldukları payların statüden çıkma hakkındaki yönetim kurulu kararına ilişkin özel durum açıklamasının kamuya ilan edildiği tarihten önceki 30 günlük ve altı aylık dönem içinde oluşan, günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının ortalamaları ile söz konusu altı aylık döneme ilişkin kamuya açıklanan pay başı net aktif değer ağırlıklı ortalamasından yüksek olanı ile satın alınacağı yönünde ortaklık dışındaki kişi veya kişilerce bir pay alım teklifinin yapılması zorunludur.”

Son olarak, III-48.3 sayılı Tebliğ’in¹⁹³ 35.maddesinin ilk fıkrasına göre ise “Girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıkmak isteyen payları borsada işlem gören girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının, esas sözleşme değişikliği yapmasına Kurulca uygun görüş verilebilmesi için, genel kurul toplantılarında girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıkma sonucunu doğuracak esas sözleşme değişikliklerine olumlu oy kullanan ortaklar dışındaki tüm ortakların sahip oldukları payların, statüden çıkma hakkındaki yönetim kurulu kararına ilişkin özel durum açıklamasının kamuya ilan edildiği tarihten önceki 30 günlük ve altı aylık dönem içinde oluşan, günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının ortalamalarından yüksek olanı ile satın alınacağı yönünde bir pay alım teklifinin yapılması zorunludur.”

Bu üç Tebliğ’de de zorunlu pay alım teklifinden yararlanabilmek için, pay sahiplerinin söz konusu esas sözleşme değişikliklerinde olumlu oy kullanmamaları gerekir. Dolayısıyla bu durumlarda zorunlu pay alım teklifinin muhatabı söz konusu oylamaya katılmayan, katılıp olumsuz oy veren veya katılıp çekimser kalan pay sahipleridir.

III-48.1 Tebliğ uyarınca gayrimenkul yatırım ortaklığı statüsünden çıkmak isteyen ortaklıklar ve III-48.2 sayılı Tebliğ uyarınca menkul kıymet yatırım ortaklığı statüsünden çıkmak isteyen ortaklıklar açısından, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu ‘ortaklık dışındaki kişi veya kişilere’ yüklenmiştir. Girişim sermayesi

alınacağı yönünde bir pay alım teklifi yapılması şartıyla... olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.” Karar için bkz. SPK 21.11.2013 tarih ve 2013/37 sayılı **Haftalık Bülten**, s.5.

¹⁹³ 09.10.2013 Tarih ve 28790 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği.

yatırım ortaklığı statüsünden çıkmak isteyen ortaklıklar bakımından ise III-48.3 sayılı Tebliğ, III-48.1 ve III-48.2 sayılı Tebliğlerde olduğu gibi zorunlu pay alım teklifinin kim tarafından yerine getirileceğine ilişkin herhangi bir düzenlemeye sahip değildir. Bu noktadan hareketle, girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıkılması halinde, pay alım teklifi zorunluluğunun bu statüden çıkmak isteyen ortaklığın kendisi tarafından da yerine getirilebileceği söylenebilir. Kanaatimizce, pay alım teklifi zorunluluğu açısından, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıkları arasında böyle yapay bir fark oluşturmanın hiçbir haklı gerekçesi yoktur. Muhtemelen, SPK III-48.3 sayılı Tebliği hazırlarken “*ortaklık dışındaki kişi veya kişiler*” kısmını gözden kaçırmıştır.

Son olarak, söz konusu statülerden çıkmak isteyen ortaklıkların esas sözleşme değişikliklerine Kurul tarafından izin verilebilmesi için pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun uygulanıp uygulanmamasında Kurul’un takdir hakkı yoktur.

6. SPK’ nın Yetkisinde Olan Durumlar (SerPK m.26/4 ve II-26.1 Sayılı Tebliğ m.11/3)

SerPK m.26/4’e göre “*Kurul, faaliyet konusu imtiyaz verilen bir işi görmek olup da bu imtiyazı kaldırılan veya 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu uyarınca faaliyet izni kaldırılan veya temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna devredilen halka açık ortaklıkların pay sahiplerinin korunması amacıyla, imtiyazın geri alınmasına veya 5411 sayılı Kanunun ilgili hükümlerinin uygulanmasına neden oldukları tespit edilen hâkim ortak olan gerçek ve tüzel kişilere pay alım teklifi zorunluluğu getirebilir.*” Bu hüküm II-26.1 sayılı Tebliğ’in 11/3 hükmüne tek bir farkla aynen alınmıştır. Kanun’a göre zorunlu pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu ‘*hakim ortağa*’ aitken, Tebliğ daha isabetli bir ifadeyle zorunlu pay alım teklifinde bulunacak kişinin ‘*yönetim kontrolüne sahip gerçek/tüzel kişiler*’ olarak belirtmiştir. Ancak bu fark, esasa etki bakımından önemli değildir.

Bu hükme göre SPK tarafından pay alım teklifi zorunluluğu getirilebilecek halka açık anonim ortaklıklar,

- 1) Faaliyet konusu imtiyaz verilen bir işi görmek olup da bu imtiyazı kaldırılan,
- 2) 19/10/2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu uyarınca faaliyet izni kaldırılan,
- 3) Temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi TMSF'ye devredilen ortaklıklardır.

İlk olarak, imtiyazın kaldırılması ile, hedef ortaklığa atfedilebilecek bir sebep dolayısıyla, hedef ortaklık ile ilgili kamu kurumu arasından akdedilen imtiyaz sözleşmesi kapsamında, sözleşmenin ilgili kamu kurumu tarafından tek taraflı olarak sona erdirilmesinin anlaşılması gerektiği belirtilmektedir¹⁹⁴.

İkinci durumda ise, banka statüsünde olan hedef ortaklığın faaliyet izninin 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m.12 ve 71 kapsamında iptali söz konusudur¹⁹⁵.

Son olarak, temettü hariç ortaklık hakları ile yönetimi ve denetimi 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m.71 çerçevesinde TMSF'ye devredilen halka açık anonim ortaklık SPK kararı üzerine zorunlu pay alım teklifine konu olabilecektir. Ortaklığın fona devredilmesi sermaye piyasası açısından da olumsuz bir durum oluşturur¹⁹⁶ ve Tebliğ'in bu düzenlemesi söz konusu olumsuzluğun etkisini azaltması bakımından yerindedir. Bu düzenlemeyle *Tanör'ün*¹⁹⁷ ifadesiyle “*testiyi kıranla suyu taşıyan*” artık birlikte cezalandırılmayacaktır. Zira bu durumda, ortaklığın TMSF'ye devrine sebebiyet veren yönetim kontrolüne sahip ortak, yönetim kontrolü dışında kalan diğer pay sahiplerine yönelik pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altına girmektedir.

SPK m. 26/4 hükmüne dayanarak getirdiği zorunlu pay alım tekliflerinde, teklifte bulunacak olan kişi, imtiyazın geri alınmasına veya 5411 sayılı Kanunun

¹⁹⁴ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s.114.

¹⁹⁵ “Bankacılık Kanununun 12.maddesi ile bankaların mali bünyelerinin bozulmasına bağlı olarak faaliyet izinlerinin kaldırılmasının yanında belli koşulları sağlayamamaları halinde (Kanunun 4.maddesinin a ve b bentleri dışında kalan) faaliyet konularının tek tek sınırlandırılabilmesi ya da faaliyet izni kapsamından çıkarılabileceği veya faaliyet izninin iptal edilebileceği hükme bağlanmıştır”. Madde gerekçesinin tam metni ve maddenin kabul sürecine ilişkin meclis toplantı tutanakları için bkz. Atilla Özer, **Bankacılık Kanunu Gazi Yorumu ve İlgili Yönetmelikler**, Ankara:Turhan, 2007, s.80.

¹⁹⁶ Ortaklığın TMSF'ye devrin sermaye piyasası uygulaması açısından olumsuz yansımaları için bkz. Tanör, **Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası**, s.157 vd.

¹⁹⁷ Tanör, **Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası**, s.161.

ilgili hükümlerinin (m. 12 ve m. 71) uygulanmasına neden olan yönetim kontrolüne sahip gerçek/tüzel kişidir.

B. Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Doğmadığı Haller

Kural olarak, SerPK m.26/1 ve Tebliğ m.11/1 uyarınca halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde pay alım teklifi zorunluluğu doğacaktır. Ancak Tebliğ 14.maddesinde bu kurala bir istisna getirerek bazı durumlarda pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığını kabul etmektedir. Bu durumları incelemeye geçmeden önce bazı önemli hususları açıklamakta fayda vardır.

Öncelikle Tebliğ, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı halleri sınırlı sayı ilkesine (numerus clausus) göre düzenlemektedir. O halde 14.maddede sayılı haller dışında pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı bir durum düşünülemez. Bir başka deyişle, 14.maddedeki bentlerden birine girmeyen durumlarda koşulları varsa pay alım teklifi zorunluluğu doğacaktır.

İkinci olarak, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı haller ile zorunlu pay alım teklifinden muafiyet arasındaki temel fark açıklanmalıdır. Muafiyet durumunda, yönetim kontrolünün elde edilmesi nedeniyle pay alım teklifi zorunluluğu doğmaktadır; ancak Tebliğ m.18’de yer alan durumlardan birinin gerçekleşmesi üzerine SPK tarafından zorunlu pay alım teklifinden muafiyet kararı verilebilmektedir¹⁹⁸. Dolayısıyla, temel fark muafiyet durumlarında pay alım teklifi zorunluluğu doğmakta ve fakat sonradan verilebilecek bir muafiyet kararıyla uygulanmaz iken zorunlu pay alım teklifinin doğmadığı hallerde ise bu zorunluluk baştan itibaren hiç ortaya çıkmamaktadır.

¹⁹⁸ Dinç, “Sermaye Piyasası Kurulu’nun Ser: IV No: 44 Sayılı Tebliği Kapsamında Çağrıda Bulunma Yükümlülüğüne İlişkin Son Gelişmeler”, **Batider**, s.263; Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.165.

Son olarak, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı hallerde herhangi bir kurul kararına gerek yokken¹⁹⁹, muafiyetten yararlanabilmek için SPK tarafından verilmesi gereken ve kurucu niteliğe sahip muafiyet kararına ihtiyaç duyulmaktadır²⁰⁰.

Zorunlu pay alım teklifinin doğmadığı hallere Seri: IV No: 8 sayılı Eski Tebliğ'de yer verilmemiş, bu müessese ilk olarak Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ ile hukukumuzda adım atmıştır. II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ Seri: IV No: 44 sayılı Tebliğ'de yer alan pay alım teklifini zorunluluğunun doğmadığı bazı halleri muhafaza etmiş, bazılarına yer vermemiş ve yeni haller oluşturmuştur. Yeni Tebliğ, kontrolün paylaşılması (ortak kontrol)²⁰¹ olarak adlandırılan “*pay devrinden önce yönetim kontrolüne sahip olunan bir ortaklıkta, pay devri ile yönetim kontrolünün daha önce ortaklıkta yönetim kontrolüne sahip olanlar ile eşit olarak paylaşılması*²⁰²” durumunu pay alım teklifinin doğmadığı durumlar kapsamında çıkarmıştır. Bu durumun Tebliğ kapsamından çıkarılma nedeni ise yönetim kontrolüne sahip olmak için artık ortaklığın oy haklarının %50'sine sahip olunmasının yeterli olmaması, yani %50'den fazla oy hakkına sahip olunması gerekliliğinin Tebliğ tarafından düzenlenmesidir.

Ayrıca Yeni Tebliğ “*imtiyazlı paylarla yönetim kontrolüne sahip olan ortak veya birlikte hareket ettikleri kişiler tarafından gerçekleştirilen pay alımları ile ortaklık sermayesinin veya oy haklarının %50 veya daha fazlasına sahip olunması*²⁰³” hususunu da zorunlu pay alım teklifinin doğmadığı haller kapsamına almamıştır. Kanaatimizce, Yeni Tebliğ'in bu durumu kapsama almaması hiçbir hukuki sonuca etki etmeyecektir. Zira imtiyazlı paylarla yönetim kontrolüne sahip olan kişiler yeni pay veya oy hakkı iktisap etseler dahi yönetim kontrolünde herhangi bir değişiklik olmamakta²⁰⁴, ilgili kişiler yalnızca yönetim kontrolünü

¹⁹⁹ Buna rağmen Kurul'a başvurulduğunda Kurul tarafından verilen karar pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı yönündeki karar açıklayıcı bir karardır. Bkz. Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, **Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1187.

²⁰⁰ Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan, C.II, s.1192; Paşlı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s.476; Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.181.

²⁰¹ Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, **Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1189 vd.; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.106 vd.

²⁰² Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'in 6.maddesinin 2.fikrasının b bendi.

²⁰³ Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'in 6.maddesinin 2.fikrasının c bendi.

²⁰⁴ Kendigelen, herhangi bir kontrol değişikliğinin olmadığından bahisle gerçekte zorunlu pay alım teklifi doğmadığından bu hükmü gerçek anlamda bir istisna olarak kabul etmemektedir,

güçlendirmektedir²⁰⁵. Dolayısıyla bu durumun Tebliğ’de açıkça yer almaması, pay alım teklifini zorunluluğunun doğacağı anlamına gelmemektedir²⁰⁶.

1. Yönetim Kontrolünün Gönüllü Pay Alım Teklifini Takiben Elde Edilmesi

Tebliğ’in 14.maddesinin a bendine göre “*yönetim kontrolünün, bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak tüm pay sahiplerine ellerinde bulundurdukları payların tamamı için yapılan gönüllü bir pay alım teklifini takiben elde edilmesi*,” zorunlu pay alım teklifinin doğmadığı (istisnai) bir durum olarak kabul edilmektedir.

Bu durumun bir istisna olarak kabul edilebilmesi için II-26.1 sayılı Tebliğ’de yer alan gönüllü pay alım teklifine ilişkin kurallara (m.20 vd.) uyularak yapılan bir gönüllü pay alım teklifinin varlığı gerekir. Ayrıca gönüllü pay alım teklifinin ortaklığın tüm paylarına yönelik olarak yapılması gerekir. Zira gönüllü olarak yapılan kısmi pay alım teklifi (koşulları varsa) Tebliğ’in 11.maddesi uyarınca zorunlu pay alım teklifini gerektirebilecektir.

Dikkat edilirse, tüm pay sahiplerine ellerinde bulundurdukları payların tamamı için yapılan gönüllü bir pay alım teklifi sonucu yönetim kontrolü elde edilmektedir; ancak Tebliğ’in 14.maddesi gereği pay alım teklifi zorunluluğu doğmamaktadır. Dolayısıyla bu düzenleme pay alım teklifi zorunluluğunun gerçek anlamda bir istisnasını oluşturmaktadır²⁰⁷.

Kanaatimizce, Tebliğ’in yönetim kontrolünün gönüllü pay alım teklifini takiben elde edilmesini zorunlu pay alım teklifinin bir istisnası olarak kabul etmesi iki noktadan isabetlidir²⁰⁸.

Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, C.II, s.1187-1188.

²⁰⁵ Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, C.II, s.1186.

²⁰⁶ Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.162.

²⁰⁷ Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan, C.II, s.1188.

²⁰⁸ Aynı yönde bkz.Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.161.

İlk olarak, zorunlu pay alım teklifinin amacı küçük yatırımcıya paylarını adil fiyattan satıp şirketten çıkma hakkı sağlamaktır. *Bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak tüm pay sahiplerine ellerinde bulundurdukları payların tamamı için yapılan gönüllü bir pay alım teklifi* ile zorunlu pay alım teklifinin amacı gerçekleşmiş olmaktadır. Böyle bir teklife muhatap olan küçük yatırımcı, paylarını adil fiyattan satarak ortaklıktan çıkabilir. Dolayısıyla, bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak tüm pay sahiplerine ellerinde bulundurdukları payların tamamı için yapılan gönüllü bir pay alım teklifi sonucu küçük yatırımcı ek korumaya muhtaç görünmemektedir²⁰⁹.

İkinci olarak, gönüllü pay alım teklifi sonucu, yönetim kontrolünü elde eden pay sahibini zorunlu pay alım teklifiyle bir kez daha öneride bulunmaya mecbur tutmak olası ortaklık devralmalarının maliyetini artırabilecektir. Bu maliyet ise devralmadan vazgeçilmesine yol açabilecektir.

2. Özel Yazılı Anlaşmalarla Yönetim Kontrolünün Ele Geçirilmesinde Pay Sahiplerine Ayrılma Hakkı Verilmesi

Tebliğ'in 14.maddesinin b bendi uyarınca "*pay iktisabı olmaksızın özel yazılı anlaşmalarla yönetim kontrolünün ele geçirilmesinde, bu anlaşmaların genel kurul tarafından onaylanması ve genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanıp muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerine Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca ayrılma hakkı verilmesi*" halinde pay teklifi alım zorunluluğunun doğmadığı kabul edilecektir. Bu durum Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'de düzenlenmemişti ve hukukumuza ilk kez II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ ile girmiştir.

Kanaatimizce, Tebliğ'in bu düzenlemesi yerindedir. Gerçekten de zorunlu pay alım teklifinin temel amacının küçük yatırımcıya paylarını adil fiyattan satıp ortaklıktan çıkma hakkı tanımak olduğu göz önüne alındığında, söz konusu amacın zorunlu pay alım teklifi yoluyla veya ayrılma hakkı tanınması yoluyla

²⁰⁹ Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.160.

gerçekleştirilmesi arasında herhangi bir fark görmemek gerekir²¹⁰. Bu nedenle, pay iktisabı olmaksızın özel yazılı anlaşmalarla yönetim kontrolünün ele geçirilmesinde, bu anlaşmaların genel kurul tarafından onaylanması ve genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanıp muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerine Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca ayrılma hakkı verilmesi halinde küçük yatırımcı koruma altına alınmaktadır. Zorunlu pay alım teklifiyle getirilecek ek bir korumaya ihtiyaç yoktur.

Pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığının kabulü için gözden kaçırılmaması gereken husus, söz konusu pay sahibinin ilgili karara olumsuz oy vermesi ve bu muhalefetini toplantı tutanağına yazdırması gereğidir. Özel yazılı anlaşmalarla yönetim kontrolünün elde edilmesinde pay sahiplerine ayrılma hakkı verilmeyip zorunlu pay alım teklifinde bulunulması halinde, bu tekliften genel kurula katılsın veya katılmasın yönetim kontrolü dışında kalan tüm pay sahipleri faydalanabilir.

Genel kurulda görüşülüp oylanacak olan amacı hedef ortaklığın yönetim kontrolünün ele geçirilmesi olarak belirlenen *pay sahipleri sözleşmesidir*. Bu ise atipik bir durum oluşturur. Zira pay sahipleri sözleşmelerinin tercih edilmesinin en temel nedenlerinden biri, bu sözleşmelere tarafların gizlilik klozu (*confidentiality clause*) koyma imkanına sahip olmalarıdır²¹¹. Söz konusu pay sahipleri sözleşmelerinin genel kurul tarafından onaylanması gizlilik klozu sözleşmesinin (*non-disclosure agreement*) tüm ortaklara ifşa edilmesi anlamına gelir.

3. Yönetim Kontrolünün Geçici Olarak Kaybedilmesi

Tebliğ'in 14.maddesinin c bendi uyarınca “*yönetim kontrolüne sahip olan ortağın, ortaklıktaki oy oranının 12. maddede belirtilen oranın altına düşmesinden sonra yönetim kontrolü henüz üçüncü kişilere geçmeden yapacağı yeni pay*

²¹⁰ II-23.1 sayılı Tebliğ'in 12.maddesinin d bendinin ifadesi de bu tespitimizi destekler niteliktedir. Söz konusu hükme göre “Aşağıda belirtilen önemli nitelikteki işlemler için bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde ayrılma hakkının doğmadığı kabul edilir:...*Önemli nitelikteki işlem sonucunda pay alım teklifi zorunluluğu getirilen veya gönüllü olarak pay alım teklifi yapılması Kurulca uygun görülen işlemler.*

²¹¹ Okutan Nilsson, *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri*,s.75.

alımları ile ortaklık oy haklarının %50'den fazlasına tekrar sahip olması” halinde zorunlu pay alım teklifi doğmayacaktır. O halde halka açık anonim ortaklıkta %50'den fazla oy hakkına sahip olması nedeniyle yönetim kontrolüne sahip olan pay sahibinin oy oranı bu eşiğin altına düştükten sonra, yapılacak alımlarla tekrar bu orana ulaşması halinde pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altına girmeyecektir. Zira burada zorunlu pay alım teklifinin doğmasına yol açacak herhangi bir yönetim kontrolü değişikliği meydana gelmemektedir. Dolayısıyla yönetim kontrolünün geçici kaybının zorunlu pay alım teklifinin gerçek bir istisnasını oluşturmadığı yönündeki görüşe katılıyoruz²¹².

Yönetim kontrolünün geçici kaybının pay alım teklifi zorunluluğu oluşturmamasına ilişkin önem arz eden husus, kontrolün geçici kaybı ile yeniden elde edilmesi arasında bir üçüncü kişinin yönetim kontrolüne sahip olarak araya girmemesidir. Bir başka anlatımla, yönetim kontrolü kaybedildiğinde başka bir pay sahibi yönetim kontrolünü elde ediyor ve sonra yönetim kontrolünü kaybeden kişi yönetim kontrolüne yeniden sahip oluyorsa pay alım teklifi zorunluluğu doğacaktır. Zira burada yönetim kontrolünün kısa bir süre de olsa değişmesi söz konusudur ve bu nedenle, kontrolü geçici olarak kaybeden ortak pay alım teklifinde bulunmak zorunda kalmaktadır.

Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'den aynen alınan bu düzenlemenin bazı noktalardan yetersiz olduğu ve adaletsiz sonuçlar doğuracağı doktrinde dile getirilmiştir. Öncelikle bu bent, yönetim kontrolünün yalnızca oy oranı eşiğinin üzerine çıkılması yoluyla elde edilmesi haline özgü olarak düzenlenmiştir. İmtiyazlı paylarla yönetim kontrolüne sahip olunup bu hâkimiyetin kaybedildikten sonra, yönetim kontrolünün henüz üçüncü kişilere geçmeden önce tekrar elde edilmesi halinde zorunlu pay alım teklifi doğacaktır. Örneğin yönetim kurulunun 5 kişiden oluştuğu ortaklıkta, söz konusu üyelikler için 3 aday önerme hakkına sahip olan A grubu payların (yönetim kontrolü başka bir kişi tarafından elde edilmeden) devredilip daha sonra tekrar aynı kişi tarafından iktisap edilmesi durumunda Tebliğ'in lafzına göre pay alım teklifi zorunluluğu doğacaktır. Yönetim kontrolü açısından, belli miktarda oy hakkına sahip olunmasıyla imtiyazlı paylarla sahip olunması arasında zorunlu pay alım teklifinin doğması bakımından böyle bir ayırım yapılmasını isabetli

²¹² Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, **Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1187.

bulmayan görüşe katılıyoruz²¹³. Ayrıca yönetim kontrolünün geçici olarak kaybedilmesi ve tekrar kazanılması arasında geçen süre sınırlanmalıdır. Zira bu durum zorunlu pay alım teklifinin dolanılmasına yol açabilecektir. Gerçekten de kontrolün kaybı ve tekrar kazanılması arasında pay sahipleri değişebilir ve ortaklıkta yeni pay sahibi olan ortak ortaklığa bir anda yönetim kontrolüne sahip bir ortakla karşı karşıya kalabilir. Dolayısıyla küçük yatırımcıların korunması adına süre açısından üst sınır getirilmesi isabetli olacaktır²¹⁴.

4. Yönetim Kontrolünün Grup Şirketleri İçinde El Değiştirmesi

Tebliğ'in 14.maddesinin d bendine göre “*yönetim kontrolünü sağlayan oy haklarının, aynı gerçek veya tüzel kişi tarafından yönetim kontrolüne sahip olunan grup içerisinde yapılan devir işlemleri sebebiyle elde edilmesi*” zorunlu pay alım teklifinin doğmadığı durumlar arasında yer almaktadır. Bu durumun da yönetim kontrolünde bir değişiklik olmadığından bahisle gerçek bir istisna olmadığı belirtilmektedir²¹⁵.

Zorunlu pay alım teklifinin amacının küçük yatırımcının korunması olduğu göz önüne alındığında gerçek anlamda yönetim kontrolünün gerçekleşmediği bu durumun Tebliğ'de yer alması isabetli bir düzenlemedir²¹⁶. Ancak, kanaatimizce, Tebliğ'in yönetim kontrolünün grup şirketleri içinde değişmesi durumunda zorunlu pay alım teklifinin doğmamasını yalnızca oy haklarının el değiştirmesine özgülemesi yerinde değildir. Zira Tebliğ'in lafzına göre yönetim kontrolünün grup şirketleri arasında imtiyazlı payların devri yoluyla el değiştirmesi sonucu zorunlu pay alım teklifi doğacaktır. Dolayısıyla yönetim kontrolüne imtiyazlı paylarla veya oy hakları yoluyla sahip olunması bakımından böyle bir ayrıma gidilmesi isabetli değildir.

²¹³ Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.163-164.

²¹⁴ Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.164-165.

²¹⁵ Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, **Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1188.

²¹⁶ Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.165.

C. Pay Alım Teklifi Zorunluluğundan Muafiyet

1. Genel Olarak

SerPK m.26/1'in 2.cümlesi Kurul'a, pay alım teklifinde bulunulmasına ve pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muafiyete ilişkin usul ve esasların belirlenmesi konusunda yetki vermektedir. Kurul da bu yetkiye dayanarak II-26.1 sayılı Tebliğ'in 18 ve 19.maddelerinde zorunlu pay alım teklifinden muafiyete ilişkin düzenlemeler getirmiştir.

Pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasına rağmen Tebliğ'de yer alan bazı durumların ortaya çıkması haline SPK tarafından zorunlu pay alım teklifinden muafiyet kararı verilebilecektir²¹⁷. Bir diğer anlatımla, muafiyet kararı ile yönetim kontrolünü elde eden kişi pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan kurtulacaktır.

Zorunlu pay alım teklifinden muafiyet, ortaklığın ve yatırımcıların menfaatlerini koruma adına getirilmiştir²¹⁸. Dolayısıyla Kanun koyucu ve SPK, zorunlu pay alım teklifinin uygulanmasının bazı durumlarda olumsuzluğa yol açacağı düşüncesiyle muafiyet hallerini düzenlemiştir²¹⁹.

Zorunlu pay alım teklifinin doğmadığı (m.14) hallerden farklı olarak, muafiyet durumunda pay alım teklifi zorunluluğu doğmaktadır; ancak Kurul tarafından verilen bir muafiyet kararıyla bu zorunluluk ortadan kaldırılmaktadır. Dolayısıyla, Kurul tarafından verilen muafiyet kararı kurucu bir etkiye sahiptir²²⁰.

Tıpkı zorunlu pay alım teklifinin doğmadığı hallerde olduğu gibi muafiyet kararı verilebilecek durumlar da sınırlı sayı ilkesine göre Tebliğ'in 18.maddesinin ilk fıkrasında dört bent halinde listelenmektedir. Sınırlı sayı ilkesinin bir sonucu olarak,

²¹⁷ Vural Günal, **Sermaye Piyasası Hukuku Esasları**, İstanbul: Galatasaray Üniversitesi, 2007, s.154.

²¹⁸ Dinç, "Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ser: IV No: 44 Sayılı Tebliği Kapsamında Çağrıda Bulunma Yükümlülüğüne İlişkin Son Gelişmeler", **Batider**, s.277.

²¹⁹ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.176.; Dinç, "Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ser: IV No: 44 Sayılı Tebliği Kapsamında Çağrıda Bulunma Yükümlülüğüne İlişkin Son Gelişmeler", **Batider**, C.XXVI, s.278.

²²⁰ Kendigelen, "Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler", **Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1192.

maddede belirtilen muafiyet halleri dışında Kurul tarafından herhangi bir ek muafiyet hali öngörülemezdir²²¹.

Muafiyette yer alan sınırlı sayı ilkesi ve TTK m.340'ın ana sözleşmenin içeriğini sınırlayan emredici karakteri birlikte değerlendirildiğinde ortaklık ana sözleşmesine de muafiyete ilişkin ek bir hüküm konulamayacaktır²²².

II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ, esas itibarıyla Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'deki muafiyet sistemini korumaktadır. Eski Tebliğ'de yer alan tüm muafiyet halleri Yeni Tebliğ'e de aktarılmıştır.

2. Muafiyet Halleri

Muafiyet hallerinin Tebliğ'de açıkça ve sınırlı sayı ilkesine uyularak listelenmesi, her somut olay bazında gerçekleşecek durumlar için önceden öngörülebilirlik sağlar. Hedef ortaklıkta pay veya oy hakkı iktisap edecekler olan kişiler bu muafiyet hallerini göz önüne alarak hareket edeceklerdir.

a) Ortaklığın Mali Yapısının Güçlendirilmesi

Tebliğ'in 18.maddesinin ilk fıkrasının a bendi uyarınca "*halka açık ortaklık paylarının veya oy haklarının iktisabının, finansal güçlük içinde bulunan ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olan bir sermaye yapısı değişikliği gereğince gerçekleştirilmesi*" durumunda SPK tarafından zorunlu pay alım teklifinden muafiyet kararı verilebilecektir. Tebliğ'in bu hükmü Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'in 11/a hükmüyle tamamen paraleldir.

²²¹ Yeni ortaya çıkabilecek muafiyet hallerinin varlığına ilişkin olarak Kurul'a takdir hakkı bırakılması gerektiği görüşü için bkz. Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.178.

²²² Bu hususa benzer bir durum da, yönetim kontrolünün sağlanması bakımından kabul edilen kontrol eşiğinin (ortaklığın oy haklarının %50'den fazlasına sahip olunması) yükseltilmesini veya tamamen pay alım teklifi zorunluluğunun ortaklık açısından uygulanmayacağını öngören hükümlerin geçersiz sayılması durumudur. Bkz. Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s.111.

Mali yapı kavramından mali durumun anlaşılması gerekir. Mali durum, malvarlığının aktif (para, mal, alacak, diğer ekonomik değeri olan haklar) tarafıyla, pasif (borç ve yükümlülükler) tarafının belirli bir tarihteki karşılıklı durumunu olarak tanımlanmaktadır²²³. Halka açık anonim ortaklığın aktif-pasif dengesinin, pasif yönde eğilim göstermesi ortaklığın mali durumunun zayıflamasını ifade eder.

Bu konuda Kurul tarafından muafiyet kararı verilebilmesi için mali yapının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olan bir sermaye değişikliği gerekmektedir²²⁴.

Ayrıca Tebliğ, Kurulun bu duruma ilişkin muafiyet kararı verebilmesi için ortaklığa yeni bir fon girişinin bulunup bulunmadığını veya sermaye

²²³ İsmail Kayar, **Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması Ve Alınacak Tedbirler**, Konya: Mimoza, 1997, s.5.

²²⁴ “Frigo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin (Frigo-Pak veya Şirket) sermayesinde % 62,90 oranında paya sahip olan ana ortağı Pride Foods Limited’in paylarının tamamının Doysan Tarım Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Doysan A.Ş.) ile A.Haydar Güçlü tarafından devralınması sonrasında birlikte hareket ederek Frigo-Pak’ın sermayesinde toplamda % 67,50 oranında paya sahip olan A.Haydar Güçlü ve Doysan A.Ş.’nin vekili Filiz Bulutçu’nun, Kurulumuz düzenlemeleri çerçevesinde Frigo-Pak’ın diğer ortaklarına karşı doğan çağrıda bulunma yükümlülüğünden muafiyet talebinin; *pay devri sonrası finansal güçlük içinde bulunan Frigo-Pak’a önemli ölçüde fon girişi olması ve söz konusu fon girişinin şirket’in sürekliliğinin sağlanması ve mali açıdan güçlendirilmesi açısından büyük önem arz ettiği* hususları dikkate alınarak, Kurulumuzun Seri:IV, No:44 sayılı Tebliği’nin 11’inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi gereğince, Ali Haydar Güçlü ve Doysan A.Ş.’nin çağrı yükümlülüğünden muafiyet başvurusunun, Frigo-Pak’ın sermayesinin 12.000.000 TL’den 24.000.000 TL’ye nakit olarak artırılması sırasında, Güçlü Grubu ile Doysan A.Ş.’ye olan borçların söz konusu ortakların sermaye borçlarından mahsup edilmesi koşuluyla olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.” Bkz. SPK 29.11.2010-03.12.2010 tarih ve 2010/49 sayılı **Haftalık Bülten**, s.3.

yapısı değişikliğinin²²⁵ zorunlu olup olmadığını inceleme yükümlülüğü altında olduğunu belirtmektedir²²⁶.

Bu muafiyet sebebinin en temel öngörülme gerekçesi, finansal darboğaz içinde bulunan şirkete sermaye getirecek olan kişilerin zorunlu pay alım teklifiyle karşılaşmalarının önüne geçilmek istenmesidir²²⁷. Gerçekten de mali yapısı bozulan ortaklıklar yeni sermaye girişleriyle mali yapılarını düzeltebilecekken onlara yeni yatırımcılar bulmaları konusunda gereken kolaylıklar sağlanmalıdır²²⁸. Bu çözüm yolu zorunlu pay alım teklifi ile korunmak istenen küçük yatırımcıların da lehinedir²²⁹.

Ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi amacıyla muafiyet başvurusunda bulunacak kişi, yönetim kontrolünü elde etmek suretiyle pay alım teklifi zorunluluğu doğan pay sahibidir.

²²⁵ Sermaye yapısındaki değişikliğe uygulamadan şu örnek verilebilir: “Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’ nin (Şirket), Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. ile iştiraklerine ait olan ve Şirket sermayesinin % 31,15’ ine (%25 imtiyazlı A grubu, % 6,15 B grubu) denk gelen paylarının Onur Takmak tarafından devralınması sonucunda, Kurulumuzun Seri: IV, No:44 “Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği’ nin (Tebliğ) 11. maddesinin birinci fıkrasının (a) bendinde yer alan “Ortaklık paylarının veya oy haklarının iktisabının, finansal güçlük içinde bulunan ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi bakımında zorunlu olan bir sermaye yapısı değişikliği gereğince gerçekleştirilmesi” hükmü çerçevesinde, çağrıda bulunma zorunluluğundan muafiyet verilmesine ilişkin talebin; Tebliğ’ in 11. maddesinin birinci fıkrasının (a) bendinde yer alan “Kurul, bu şartın varlığını şirkete yeni fon girişi sağlanması şartına bağlayabilir” hükmü çerçevesinde, piyasa fiyatı üzerinden Şirket’in çıkarılmış sermayesinin en az %50’ si oranında ve Onur Takmak’ a veya Onur Takmak tarafından belirlenen kişiye/kişilere tahsisli yapılacak nakit sermaye artımı suretiyle Şirket’e adı geçen şahıs veya belirlediği kişi/kişiler tarafından fon girişinin sağlanmasını teminen Kurul karar tarihinden itibaren en geç 1 ay içerisinde Kurulumuza başvuru yapılması ve söz konusu tahsisli sermaye artırımını gerçekleştirmek üzere yeterli miktardaki nakdin bir banka hesabına bloke ettirilerek veya teminat mektubu alınarak bu durumu tevsik edici belgelerin 6 iş günü içerisinde Kurulumuza iletilmesi koşuluyla olumlu karşılanmasına, söz konusu şartın yerine getirilmemesi halinde ise Kurul Karar tarihinden itibaren 6 iş günü içerisinde Şirket ortaklarına çağrı yapmak üzere Kurulumuza başvuru yapılması gerektiğine karar verilmiştir.” Karar için bkz. SPK 08.02.2010-12.02.2010 tarih ve 2010/6 sayılı **Haftalık Bülten**, s.7.

²²⁶ Seri: IV No: 44 sayılı Tebliğ’de ise bu husus “Kurul, bu şartın varlığını şirkete yeni fon girişi sağlanması şartına bağlayabilir veya bağımsız bir kuruluş raporuyla kanıtlanmasını isteyebilir” şeklinde ifade edilmiştir.

²²⁷ Dinç, “Sermaye Piyasası Kurulu’nun Ser: IV No: 44 Sayılı Tebliği Kapsamında Çağrıda Bulunma Yükümlülüğüne İlişkin Son Gelişmeler”, **Batider**, C.XXVI, s.281.

²²⁸ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.179.

²²⁹ Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.262.

b) Pay Alım Teklifi Zorunluluğu Oluşturan Payların Elden Çıkarılması veya Elden Çıkarılacağına Taahhüt Edilmesi

Tebliğ'in 18.maddesinin b bendine göre *“halka açık ortaklık paylarının herhangi bir genel kurul toplantısında kullanılmamış olması veya ortaklık yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmaması şartıyla, halka açık ortaklık sermayesinde sahip olunan paylardan pay alım teklifi yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın elden çıkarılması veya Kurulca uygun görülecek bir sürede elden çıkarılacağına yazılı olarak taahhüt edilmesi”* durumuna özgü olarak Kurul tarafından muafiyet kararı verilebilecektir.

II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ, Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'den farklı olarak, payların pay alım teklifi yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın Kurulca uygun görülecek bir sürede elden çıkarılacağı yönündeki taahhüdün açıkça 'yazılı' olmasını şart koşmaktadır. Önceki Tebliğ'de bu taahhüdün yazılı olması gerektiği açıkça belirtilmemişti. Yeni ve Eski Tebliğler arasındaki diğer bir fark da, yeni Tebliğ açısından pay alım teklifi zorunluluğu gerektiren payların halka açık ortaklığın genel kurulunda kullanılmamış olması veya yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmaması gerektiği yönündeki düzenlemedir. Eski Tebliğ yalnızca yönetim kurulunda değişiklik yapılmaması şartını ararken, Yeni Tebliğ aynı zamanda söz konusu payların genel kurulda kullanılmış olmaması şartını da aramaktadır. Yani Yeni Tebliğ açısından bu muafiyet halinin uygulanabilmesi için söz konusu payların hem ortaklık genel kurulunda kullanılmamış olması hem de ortaklığın yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmamış olması gerekir. Bu temel farklar dışında Yeni Tebliğ'in bu muafiyet durumuna ilişkin hükümleri Seri: IV No: 44 sayılı Tebliğ'e tamamen paraleldir.

Zorunlu pay alım teklifi gerektiren pay veya oy hakkı iktisabının hangi amaçla yapıldığının bir önemi yoktur²³⁰. Söz konusu iktisaplar miras nedeniyle külli halefiyet gereğince gündeme gelebileceği gibi, yönetim kontrolünü elde etmek amacıyla da iktisapta bulunulabilir. Sonuç itibarıyla, hangi nedenle söz konusu paylar iktisap edilirse edilsin halka açık ortaklık paylarının herhangi bir genel kurul

²³⁰ Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, **Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1193; Dinç, “Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ser: IV No: 44 Sayılı Tebliği Kapsamında Çağrıda Bulunma Yükümlülüğüne İlişkin Son Gelişmeler”, **Batider**, C.XXVI, s.221.

toplantısında kullanılmamış olması veya ortaklık yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmamış olması şartıyla ve söz konusu payların elden çıkarılmasıyla/çıkarılacağı yazılı olarak taahhüt edilmesi suretiyle muafiyet başvurusunda bulunulabilecektir²³¹.

Zorunlu pay alım teklifi gerektiren payların elden çıkarılması veya elden çıkarılacağı taahhüt edilmesi nedeniyle muafiyet halinin gerçekleşmesi için Tebliğ, isabetli olarak yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmaması şartını aramaktadır. Gerçekten de, zorunlu pay alım teklifinin amacının halka açık anonim ortaklıkların yönetim kontrolünde meydana gelen değişikliklerden küçük pay sahiplerinin korunması olduğu göz önüne alındığında, herhangi bir yönetim kontrolü değişikliği olmadığı sürece zorunlu pay alım teklifinin gündeme gelmemesi gerekir.

Tebliğ pay alım teklifi yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın, *Kurulca uygun görülecek bir sürede* elden çıkarılacağı yazılı olarak taahhüt edilmesinde söz etmektedir. Dolayısıyla söz konusu payların elden çıkarılacağı süre konusunda Kurul'a çok geniş yetki vermektedir. Kanaatimizce, SPK tarafından tanınacak bu sürenin üst sınırı, farklı uygulamalara sebep olmamak adına Tebliğ ile düzenlenmelidir. Benzer olaylar için farklı süre tayini yoluna gidilmesinin önüne geçilmelidir.

Zorunlu pay alım teklifi gerektiren payların elden çıkarılması veya elden çıkarılacağı taahhüt edilmesine ilişkin muafiyet haliyle adeta pay sahibine bir seçim hakkı tanınmaktadır²³². Söz konusu pay sahibi SPK'ya başvurarak muafiyet kararı talep edecek ve payları elden çıkarmayı taahhüt edip yönetim kontrolüne sahip hâkim ortak sıfatını yitirecek ya da yönetim kontrolüne sahip olmasının sonucu olarak zorunlu pay alım teklifinde bulunup hâkim ortak olarak yoluna devam edecektir.

Yeni Tebliğ ile getirilen önemli bir husus da *halka açık ortaklık paylarının herhangi bir genel kurul toplantısında kullanılmamış olması şartıyla* muafiyet tanınmasına ilişkindir. Bu koşulun uygulanmasında pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan kişinin sahip olduğu tüm payların kullanılmamasından mı yoksa

²³¹ Seri: IV No: 8 sayılı Eski Tebliğ ise bu muafiyet halinin varlığı için ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının yasal zorunluluklar sonucunda iktisap edilmesi veya oranların *istemedi* aşılması aramaktaydı.

²³² Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.189.

pay alım teklifi yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın kullanılmamasından söz edildiği anlaşılamamaktadır. Kanaatimizce, yalnızca pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu gerektiren kısmın genel kurulda kullanılmamış olması yeterlidir.

c) Halka Açık Ortaklığın Ana Ortaklığındaki Yönetim Kontrolü Değişikliğinin, Halka Açık Ortaklıktaki Yönetim Kontrolünün Elde Edilmesi Amacını Taşımaması

Tebliğ'in 18.maddesinin c bendi uyarınca "*halka açık ortaklığın ana ortaklığındaki yönetim kontrolü değişikliğinin, halka açık ortaklıktaki yönetim kontrolünün elde edilmesi amacını taşımaması*" durumu da muafiyet tanınabilecek hususlar arasında yer almaktadır²³³.

Bu maddede ayrıca, yönetim kontrolünü elde etme amacının gerçekleşmediğinin tespitinde hedef ortaklığın, ana ortaklığın son yıllık finansal tablolara göre varlık toplamına olan etkisinin %10'u aşmaması ve ana ortaklığın faaliyet hacmi içinde önemli bir yer taşımaması ve benzeri hususların SPK tarafından dikkate alınacağı belirtilmiştir. Tebliğ '*ve benzeri hususlar*' ibaresine yer vererek sayılan haller dışında da başka yollardan da amacın yönetim kontrolünü elde etmek olmadığını kanıtlanmasına imkân vermektedir.

Ana ortaklık kavramı için II-26.1 sayılı yeni Tebliğ, Seri: IV No: 44 sayılı eski Tebliğ'in²³⁴ aksine herhangi bir tanımlamaya yer vermemiş, Tebliğ'in tanımlar ve kısaltmalar başlıklı 4.maddesinde ana ortaklığın, "*Türkiye Muhasebe Standartlarında tanımlanan ana ortaklığı*" ifade edeceği belirtilerek Türkiye Muhasebe Standartlarına yollama yapılmıştır. Türkiye Muhasebe Standartlarında ise ana

²³³ "Alternatif Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Alternatif YO)'nin hâkim ortağı Alternatifbank A.Ş.'nin sermayesinin %70,84'ünü temsil eden toplam 297.552.224,09 adet payın The Commercial Bank Of Qatar (CBQ) tarafından devralınması nedeniyle, Seri: IV, No:44 "Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" çerçevesinde CBQ için doğan Alternatif YO' nun diğer ortaklarına çağrıda bulunma zorunluluğuna, anılan Tebliğ'in "Zorunlu çağrıdan muafiyet halleri" başlıklı 11'inci maddesinin birinci fıkrasının (c) bendi hükmü çerçevesinde, muafiyet getirilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir." Bkz. SPK 25.10.2013 tarih ve 2013/34 sayılı **Haftalık Bülten**, s.4.

²³⁴ Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'de ana ortaklık "diğer bir ortaklıkta oy haklarının çoğunluğuna ya da yönetim organlarında çoğunluk üyelerini seçmek veya azletmek hakkına sahip olmak suretiyle o ortaklık üzerinde, kendisinden bağımsız karar verilemeyecek ölçüde hâkimiyet ilişkisi tesis etmiş olan ortaklık olarak tanımlanmaktaydı.

ortaklık, “*sermaye ve yönetim ilişkileri çerçevesinde, bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve diğer ortaklıkları bulunabilen şirket*” olarak tanımlanmaktadır²³⁵.

Burada temel olarak, ana ortaklığın²³⁶ yönetim kontrolünde değişiklik meydana gelmektedir. Bu muafiyet halinin gerçekleşmesi için halka açık bir anonim ortaklık ve onun ana ortaklığının varlığı gerekir²³⁷. Ana ortaklıktaki yönetim kontrolü değişikliği nedeniyle halka açık anonim ortaklığın (hedef ortaklığın) payları için zorunlu pay alım teklifi doğmaktadır. Bu durumda ana ortaklığın yönetim kontrolünü elde eden kişi SPK’ya başvurarak muafiyet talebinde bulunabilecektir.

d) Özelleştirme Kapsamındaki Ortaklıklar

Tebliğ’in 18.maddesinin ç bendine göre “*özelleştirme kapsamındaki halka açık ortaklıklarda kamu paylarının satışı*” durumunda muafiyet kararına dayanak oluşturabilecektir.

4046 sayılı Kanunun²³⁸ 18/A hükmünde özelleştirme yöntemlerinden birini oluşturan ‘*satış*’, *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 satışı*olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla söz konusu satış türlerinden birinin gerçekleştirilmesi sonucu yönetim kontrolünün elde edilmesiyle zorunlu pay alım teklifi doğabilecektir.

4046 sayılı Kanunun ilk maddesinden çıkan sonuca göre özelleştirmenin temel amacı ekonomide verimlilik artışı ve kamu giderlerinde azalma sağlamak için kamu paylarının satılmasıdır. Bu amacı göz önüne alan SPK, Tebliğ’de özelleştirme kapsamındaki halka açık ortaklıklardaki kamu paylarının satışı konusunda muafiyet tanımlanabileceğini belirtmektedir.

²³⁵ Türkiye Muhasebe Standardı-5, Konsolide Finansal Tablolar m. 2/a.

²³⁶ Ana ortaklık, halka açık bir anonim ortaklık, kapalı tip anonim ortaklık olabileceği gibi TTK kapsamında yer alan ticaret şirketlerinden biri olması da mümkündür.

²³⁷ Dinç, “Sermaye Piyasası Kurulu’nun Ser: IV No: 44 Sayılı Tebliği Kapsamında Çağrıda Bulunma Yükümlülüğüne İlişkin Son Gelişmeler”, **Batider**, C.XXVI, s.283.

²³⁸ 27.11.1994 tarihli ve 22124 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun.

Özelleştirme kapsamındaki halka açık anonim ortaklıkların kamu paylarının satışında muafiyet başvurusunun kimin tarafından yapılacağına Tebliğ'de yer verilmemiştir. Doktrinde Seri: IV No:8 sayılı Tebliğ döneminde alıcıların belli olmadığından bahisle başvurunun Özelleştirme İdaresi Başkanlığınca yapılması gerektiği belirtilmekteydi²³⁹. Kurul da Seri: IV No: 44 sayılı Tebliğ döneminde verdiği kararlarla bu görüşü doğrulamıştır²⁴⁰.

e) Birleşme Amaçlı Ortaklığın Devralan Sıfatıyla Taraf Olduğu Birleşme İşleminde Kaynaklanan Yönetim Kontrolü Değişikliği Durumu

Tebliğ'in 18.maddesinin d bendi uyarınca "*halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde, birleşme işleminin gerçekleşmesinden önce bu işlemin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ait payların geri alınması şartıyla, birleşme amaçlı ortaklığın devralan sıfatıyla taraf olduğu birleşme işleminden kaynaklanan yönetim kontrolü değişikliği*" halinde başvuru üzerine Kurul tarafından muafiyet kararı tesis edilebilecektir.

Muafiyet haline ilişkin bu düzenleme Seri: IV no: 8 ve Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğlerde yer almamaktaydı.

²³⁹ Dinç, Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.286.

²⁴⁰ "T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın, Doğusan Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin (Şirket) sermayesinin %56,09'unu temsil eden kamu paylarının satışı halinde Kurulumuzun Seri: IV, No:44 sayılı Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5 ve 6'ncı maddeleri uyarınca muhtemel alıcı için ortaya çıkacak olan Şirketin diğer ortaklarına ait payları çağrı yoluyla satın alma yükümlülüğüne aynı Tebliğ'in 11'inci maddesinin (ç) bendi uyarınca *muafiyet verilmesine ilişkin talebi* Kurulumuzca olumlu karşılanmıştır. Karar için bkz. SPK 25.04.2011-29.04.2011 tarih ve 2011/17 sayılı **Haftalık Bülten**, s.5; Özelleştirme İdaresi Başkanlığının, *Kayseri ve Civarı Elektrik T.A.Ş.'nin sermayesinin %20'sini temsil eden kamu paylarının satışı* halinde Kurulumuzun Seri: IV, No:44 sayılı Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliğinin 5 ve 6'ncı maddeleri uyarınca *muhtemel alıcı için ortaya çıkabilecek olan Şirketin diğer ortaklarına ait payları çağrı yoluyla satın alma yükümlülüğüne*, yine aynı Tebliğ'in 11'inci maddesinin (ç) bendi uyarınca Kurulumuzca *muafiyet verilmesi talebi uygun görülmüştür.*" Karar için bkz. SPK 12.12.2011-16.12.2011 tarih ve 2011/50 sayılı **Haftalık Bülten**, s.4.

Tebliğ, birleşme amaçlı ortaklığın tanımına yer vermemiş, bu konuda m.4/b'de Kurulun birleşme ve bölünmeye ilişkin düzenlemelerinde²⁴¹ tanımlanan ortaklığa atıf yapmakla yetinmiştir.

Tebliğ kapsamında, birleşme amaçlı ortaklığın devralan sıfatıyla taraf olduğu birleşme işleminden kaynaklanan yönetim kontrolü değişikliği nedeniyle zorunlu pay alım teklifinden muafiyet başvurusu yapabilmeyen ön şartı, halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde, birleşme işleminin gerçekleşmesinden önce bu işlemin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ait payların geri alınmasıdır. Dolayısıyla bu şartı yerine getirilmemesi durumunda zorunlu pay alım teklifinden muafiyet kararı verilemeyecektir.

Dikkat edilirse Tebliğ'in bu muafiyet hükmü sadece birleşme amaçlı ortaklığın (*devralanın*) yönetim kontrolünün elde edilmesine ilişkin durumu düzenlemektedir. Birleşen diğer ortaklıkların pay sahipleri için birleşme işlemi II-23.1 sayılı Tebliğ kapsamında önemli nitelikteki işlemler (m.5/1-a) arasında sayıldığından ayrılma hakkı devreye girecektir (m.9).

²⁴¹ Birleşme amaçlı ortaklık, 24.12.2013 Tarihli ve 28865 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-23.2 Sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 4/b maddesinde "*Birleşme amaçlı ortaklık: Önceden belirlenmiş bir süre ve yatırım stratejisi doğrultusunda, halka arz sonrası oluşacak sermayesini temsil eden payların en az yarısını halka arz etmek ve sonrasında halka açık olmayan bir ortaklık ile birleşme amacı ile kurulan, bu amacı gerçekleştirmek haricinde herhangi bir faaliyeti olmayan, ana sözleşmesinde ve/veya halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen faaliyetler için halka arzdan elde ettiği gelirin azami yüzde onunu kullanarak bakiye kısmın önceden belirlenmiş süre içerisinde hedeflenen birleşme işleminin gerçekleşmemesi halinde kurucular dışındaki ortaklara iade edilmesi amacıyla mevduat, devlet iç borçlanma senedi ve benzeri yatırım araçlarından bir veya birden fazlasına yatırım yapmak suretiyle değerlendirmeyi taahhüt eden ve bu çerçevede gerekli nakit yönetim politikasını halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede kamuya açıklayan, birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ve sona ermesi durumunda kurucular dışındaki tüm pay sahiplerine ait paylara yönelik olarak gönüllü geri alım işlemini izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde gerçekleştirecek olan ve ticaret unvanında birleşme amaçlı ortaklık ibaresi bulunan ortaklığı*" ifade eder.

3. Muafiyet Başvuru Süreci

Tebliğ'in 18.maddesinin 2.fıkrasına göre *“muafiyet talepleri için, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasını izleyen altı iş günü içinde teklif yapmakla yükümlü olanlar tarafından Kurula başvurulması gerekir.”*

Her şeyden önce muafiyet başvurusunda bulunabilmek için pay alım teklifi zorunluluğunun doğmuş olması gerekir²⁴². Zira Kurulun verebileceği muafiyet kararı ortaya çıkan pay alım teklifi zorunluluğuna ilişkin olacaktır.

Muafiyet için başvurulması gereken mercii Kurul' dur. Maddede muafiyet için Kurul'a başvurması gerekenler pay alım teklifinde bulunmak zorunda olanlar olarak ifade edilmiştir²⁴³. Ancak bu kuralın istisnası özelleştirme kapsamındaki kamu paylarının satışında kendini gösterir. Bu durumda muafiyet başvurusu pay alım teklifinde bulunmak zorunda olan gelecekteki alıcılar tarafından değil, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından yapılmaktadır²⁴⁴.

Tebliğ muafiyet başvurusunun zorunlu pay alım teklifinin doğmasından itibaren 6 iş günü içerisinde yapılması gerektiğini belirtmektedir. Bu süre zorunlu pay alım teklifinin doğduğu anda başlayacaktır. Süre açısından açığa kavuşturulması gereken en önemli husus 6 iş günü olarak öngörülen sürenin dolmasından sonra muafiyet başvurusu yapılması durumunda Kurul'un hangi yönde karar vereceğidir. Doktrinde bu sürenin bir düzen hükmü olduğunu savunan, hak düşürücü süre niteliğinde olduğuna yönelik Tebliğ'de herhangi bir ibare yer almadığından hareket eden bizim de katıldığımız görüşe göre, 6 günlük sürenin dolmasından sonra Kurul tarafından muafiyet incelemesi yapılmalıdır ve şartları gerçekleşmişse muafiyet yönünde karar verilmelidir²⁴⁵. Ayrıca doktrinde, muafiyet için öngörülen 6 günlük

²⁴² Ancak kurul bazı durumlarda zorunlu pay alım teklifi gerçekleşmemiş olsa dahi açıklayıcı nitelikte olmak üzere ön görüş beyan etmektedir: “Yibitaş A.Ş.’ nin dolaylı pay sahipliği değişikliği nedeniyle Votorantim için Tebliğ’ in 11-1/c maddesi çerçevesinde talep edilen çağrı muafiyetinin, işlemin henüz gerçekleşmemiş olmasına karşın, işlemin başvuru dilekçesinde belirtilen koşullarda yapılması şartıyla olumlu karşılanmasına; ancak, başvuru dilekçesinde belirtilen koşulların değişmesi durumunda muafiyet veya çağrıda bulunma talebiyle Kurulumuza başvuruda bulunulması gerektiğinin başvuru sahibine bildirilmesine, karar verilmiştir.” Bkz. SPK 22.10.2012 tarih ve 2012/41 sayılı **Haftalık Bülten**, s.3.

²⁴³ Ayşe Sumer, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, İstanbul: Alfa, 1999, s.45.

²⁴⁴ Bkz. II.Bölüm-C-2-d.

²⁴⁵ Abuzer Kendigelen, “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünden Muafiyet”, **Hukuki Mütalaalar**, C.IV:2004, İstanbul: Arıkan, 2006, s.233.

sürenin kaçırılması halinde başka idari yaptırımların uygulanabileceği; ancak muafiyet tanınma hakkının düşmeyeceği belirtilmektedir²⁴⁶.

4. Muafiyet Başvurusunun Karara Bağlanması

Tebliğ'in 18.maddesinin 2.fıkrasının 2.cümlesine göre “*Kurulca yapılacak incelemeler ve talep edilecek bilgi ve belgelerin değerlendirilmesi sonucunda muafiyet koşullarının gerçekleştiği sonucuna varılırsa, ilgililer pay alım teklifi yapma yükümlülüğünden muaf tutulabilir.*”

Madde metninden anlaşıldığı üzere, ilgililer tarafından, Kurul'a zorunlu pay alım teklifinden muafiyet başvurusu yapılması, otomatik olarak muafiyetin olduğu anlamına gelmemektedir. Bir diğer anlatımla, pay alım teklifinde bulunmak zorunda olan kişinin, bu yükümlülükten kurtulması için Kurul'a başvurması ve de Kurul tarafından bir muafiyet kararı verilmesi gereklidir.

Kurul'un muafiyet başvurusunu sonuca bağlaması için herhangi bir süre Tebliğ'de öngörülmemektedir. Kanaatimizce, kötü niyetli yaklaşımları engellemek ve başvuruların sürüncemede bırakılmaması adına, Tebliğ'de, başvurunun sonuçlandırılması gereken süreye ilişkin üst sınıra yer verilmesi isabetli olur.

Kurul muafiyet başvurusuyla ilgili incelemeler yapacak ve bilgi ve belgeleri değerlendirecektir. Bu işlemler sonucunda muafiyet durumunun gerçekleştiği yönünde kanaat getirirse, zorunlu pay alım teklifinde muafiyet kararı verecektir. Kurul'un vereceği muafiyet kararı kurucu nitelik taşımaktadır²⁴⁷.

Tebliğ, 18.maddesinde muafiyet kararı verilebilecek halleri sınırlı olarak saymıştır. Dolayısıyla SPK bu hallerin dışında başka bir muafiyet durumu ihdas edemez²⁴⁸ ve başka bir muafiyet durumuna dayalı olarak muafiyet kararı tesis

²⁴⁶ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.192.

²⁴⁷ Kendigelen, “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, **Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan**, C.II, s.1192; Paşlı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s.476; Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.181.

²⁴⁸ Çeker, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Münasebetiyle)”, **Batider**, s.66.; Saka, Çağrı Yoluyla Pay

edemez. Aksi halde söz konusu karara karşı, idari yargıda dava açılıp iptal neticesi elde etmek mümkündür.

Tebliğ “*Kurul, aşağıdaki hallerin varlığı halinde başvuru üzerine pay alım teklifinde bulunma zorunluluğuna muafiyet verebilir*” ibaresine yer vererek muafiyet tanıma konusunda SPK’ ya takdir hakkı tanımaktadır. Kurul bu takdir hakkını, eşitlik ilkesine, kamu düzenine ve kamu hizmetinin gereklerine aykırı olarak kullanamaz²⁴⁹. Daha açık bir anlatımla, Kurul’un sınırsız bir şekilde takdir hakkına sahip olmadığı ve muafiyet konusunda keyfi davranamayacağı belirtilmelidir²⁵⁰. Kurul, somut olay açısından muafiyetin şartlarının oluşup oluşmadığını inceleyecek ve oluştuğuna kanaat getirirse muafiyet yönünde karar verecektir.

Muafiyet tanınması yönündeki kararın, idari bir karar niteliği taşıması nedeniyle hedef ortaklıkta pay sahibi olan küçük yatırımcılar bu karara karşı idari yargıda muafiyet kararının iptali için dava açabileceklerdir²⁵¹.

Kurul muafiyet başvurusu ile ilgili yaptığı incelemeler sonucunda muafiyetin koşullarının gerçekleşmediğine kanaat getirirse, ‘*muafiyet başvurusunun reddi*’ yönünde karar verecektir²⁵². Tebliğ’in 19.maddesi uyarınca “*pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muafiyet başvurularının Kurulca uygun görülmemesi halinde; iki ay olarak öngörülen fiili pay alım teklifine başlama süresi, Kurulun muafiyet başvurusunu uygun görmeme kararından itibaren bir ay olarak uygulanır.*” Tebliğ, bu maddesinde, muafiyet başvurusunun ve değerlendirilmesinin belli bir zaman dilimini kapsayacağını göz önüne alarak, muafiyet başvurusunun uygun görülmemesi halinde fiili pay alım teklifi süresinin 2 ay yerine, 1 ay olarak uygulanacağını hükme bağlamaktadır.

Toplanması, **Yasa Hukuk Dergisi**, s.20;Kocuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.190.

²⁴⁹ Yeşiltepe, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.183.

²⁵⁰ Kendigelen, “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünden Muafiyet”, **Hukuki Mütalaalar**, C.IV, s.233-234; Saka, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, **Yasa Hukuk Dergisi**, s.20.

²⁵¹ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.178.

²⁵² “Cemalettin Doğan’ın, Serve Kırtasiye Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin (Şirket) yönetim kontrolünü sağlayan imtiyazlı paylarının tamamının satın alınması sonucunda 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve Seri: IV, No:44 sayılı “Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” hükümleri uyarınca ortaya çıkan diğer ortaklara pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünden muafiyet talebinin, Kurulumuzun Seri: IV, No:44 sayılı Tebliği’nin 11 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi kapsamına girmemesi *nedeniyle reddine* ve Seri: IV, No:44 sayılı Tebliğ hükümleri çerçevesinde, Kurulumuz Karar tarihinden itibaren 6 iş günü içerisinde pay alım teklifinde bulunmak üzere Kurulumuza başvurması gerektiğinin Cemalettin Doğan’ a bildirilmesine karar verilmiştir.” Bkz. SPK 25.10.2013 tarih ve 2013/34 sayılı **Haftalık Bülten**, s.4.

Muafiyet talebinin reddi yönünde karar verilmesi üzerine Tebliğ'in 18.maddesinin 2.fıkrası uyarınca “*Kurul’un muafiyet başvurusunu uygun görmeme karar tarihinden itibaren altı iş günü içerisinde pay alım teklifi yapılmak üzere bu Tebliğin 2 numaralı ekinde yer alan bilgi ve belgelerle birlikte Kurula başvurulması gerekir.*” Tebliğ bu maddesinde muafiyet talebi reddedilen yönetim kontrolüne sahip ortağın pay alım teklifi yapmak için Kurul’a başvurması gerektiğini belirtmektedir. Tebliğ, muafiyet talebinin reddi kararından itibaren Kurul’a başvuru yapılmaması halinde ne olacağına yönelik herhangi bir açıklığa sahip değildir. Kanaatimizce, muafiyet başvurusunun reddi yönündeki Kurul kararından itibaren Tebliğ’de yer alan süreler içinde zorunlu pay alım teklifinde bulunmak üzere Kurul’a başvuruda bulunulmaz ise, bu yükümlülüğün ihlali için öngörülen yaptırımlar uygulama alanı bulacaktır²⁵³.

²⁵³ Bu yaptırımlar için bkz. III.Bölüm-D.

III. BÖLÜM:ZORUNLU PAY ALIM TEKLİFİNİN UYGULANMASI

A. Zorunlu Pay Alım Teklifi Süreci

1. Pay Alım Teklifine İlişkin Genel Esaslar

Pay alım teklifine ilişkin genel esaslar Tebliğ'in 5.maddesinde yer almaktadır. Tebliğ'in bu maddesi '*genel esaslar*' başlığını taşıyan ikinci bölümde düzenlenmektedir, bu nedenle hem zorunlu pay alım teklifi açısından hem de gönüllü pay alım teklifi açısından uygulama alanı bulmaktadır.

Pay alım teklifine ilişkin genel esasları²⁵⁴; yönetim kontrolü dışında kalan pay sahiplerinin (küçük yatırımcıların) korunması ilkesi, eşit işlem ilkesi, tam ve nakden ödeme ilkesi ile pay alım teklifi maliyetlerinin teklifte bulunan tarafından karşılanması ilkesi olarak sıralayabiliriz.

2. Kurul'a Başvuru Yapılması

Pay alım teklifi sürecini düzenleyen Tebliğ'in 13.maddesinin ilk fıkrasına göre "*yönetim kontrolünü sağlayan payların iktisap edilmesini izleyen altı iş günü içerisinde bu Tebliğin 2 numaralı ekinde yer alan bilgi ve belgelerle birlikte pay alım teklifi yapmak üzere Kurula başvurulması zorunludur.*" Tebliğ'in lafzı dikkate alındığında, başvuru zorunluluğunun yönetim kontrolünün yalnızca '*pay iktisabı*' yoluyla elde edilmesi durumunda ortaya çıkacağı düşünülebilir.

²⁵⁴ Tebliğ m.5'de yer alan genel esaslar aşağıda ilgili bölümlerinde incelendiği için tekrara mahal vermemek adına burada sadece bir listeleme yapılmıştır.

Kanaatimizce, zorunlu pay alım teklifinin yönetim kontrolü sağlayan '*payların veya oy haklarının*' iktisap edilmesi durumunda ortaya çıkacağını belirten SerPK m.26/1 dikkate alındığında, Kurul'a başvuru zorunluluğunun lâfzî yorum yapılırsa, yalnızca pay iktisabına indirgenmesi isabetli bir yaklaşım değildir. Örneğin, yönetim kontrolünün pay iktisabından bağımsız olarak intifa hakkı tesis edilip oy haklarının iktisabı suretiyle elde edilmesi durumunda Tebliğ m.13 uyarınca Kurul'a başvuru zorunluluğundan söz edilemeyecektir. Tebliğ'in bu maddesi, yapılacak bir eklemeyele '*yönetim kontrolü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi*' şeklinde yeniden düzenlenmelidir. Dolayısıyla uygulama açısından, Tebliğ'in amacı dikkate alındığında, yönetim kontrolü ister pay iktisabı isterse de oy hakkı iktisabı suretiyle elde edilsin her iki halde de zorunlu pay alım teklifinde bulunmak üzere Kurul'a başvuru yapılmasının zorunlu olduğu kabul edilmelidir.

Kurul'a yapılacak başvuruda Tebliğ'in 2 numaralı ekinde belirtilen bilgi ve belgelerin de başvuruya eklenmesi gerekir. Zorunlu pay alım teklifini doğuran pay alımlarına ilişkin (varsa) sözleşme ile bu sözleşmelere bağlı diğer sözleşmeler ve bu sözleşmelerin yabancı dilde düzenlenmiş olması halinde yeminli mütercim tarafından tercüme edilmiş Türkçe örnekleri; pay alım teklifi bilgi formu (Tebliğ'in 1 numaralı ekinde yer alır); aracılık sözleşmesi, pay alım teklifinde bulunan tüzel kişi ise faaliyet konusu; ortaklık yapısı, yönetim kurulu üyeleri vb.; gerçek kişiye TC Kimlik No, ikametgah adresi, ayrıntılı özgeçmiş, iletişim bilgileri, yönetiminde bulunduğu şirketlere ilişkin bilgi; pay alım teklifi fiyatının tespitine ilişkin bilgi; Tebliğ'de gerekli görülen durumlarda, pay alım teklifi fiyatının tespitine ilişkin değerlendirme raporu; Kurul tarafından talep edilecek diğer bilgi ve belgelerin başvuruya eklenip SPK'ya gönderilmesi gerekmektedir.

Zorunlu pay alım teklifi sürecinin başlamasıyla ilgili olarak açığa kavuşturulması gereken bir başka husus da Kurul'a başvurunun kimin tarafından yapılacağıdır. Tebliğ her ne kadar bu konuda bir hüküm içermese de zorunlu pay alım teklifinin doğası gereği yönetim kontrolünü elde eden kişi/kişilerin başvuruyla yükümlü olması gerekir. Ancak pay alım teklifine aracılık edecek kuruluşun da Kurul'a başvuru yapmasının önünde herhangi bir engel yoktur.

Tebliğ muafiyet başvurusunun olumsuz sonuçlanmasından sonra da Kurul'a başvurulması gerektiğini haklı olarak öngörmektedir. Tebliğ'in 19.maddesinin 2.fikrasına göre Kurulun muafiyet başvurusunu uygun görmeme karar tarihinden

itibaren altı iş günü içerisinde pay alım teklifi yapılmak üzere bu Tebliğin 2 numaralı ekinde yer alan bilgi ve belgelerle birlikte Kurul'a başvurulması gerekir.

3. Sürelere İlişkin Esaslar

a) Tebliğ'de Yer Alan Süreler

(1) Kurul'a Başvuru Süresi

(a) Genel olarak

Tebliğ'in 13.maddesinin ilk fıkrasına göre yönetim kontrolünü sağlayan payların (veya oy haklarının) iktisabından itibaren 6 iş günü içerisinde zorunlu pay alım teklifinde bulunulmak üzere Kurul'a başvuru yapılmalıdır. Tebliğ 6 günlük başvuru süresinin başlangıcı olarak yönetim kontrolünü sağlayan payların (veya oy haklarının) iktisap tarihini, bir başka anlatımla zorunlu pay alım teklifinin doğduğu anı esas almaktadır. Bu açıdan zorunlu pay alım teklifinin doğma anını tespit etmek oldukça büyük öneme sahiptir.

(b) Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Doğma Anı

Tebliğ yönetim kontrolü sağlayan payların '*iktisap edilmesinden*' söz etmektedir. Dolayısıyla hedef ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarının, bir borçlandırıcı işlem olan hisse satış sözleşmesine konu yapılması tek başına zorunlu pay alım teklifinin doğmasına yol açmayacaktır²⁵⁵. Zira '*iktisap*' ancak hisse satış

²⁵⁵ Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukunda Zorunlu Çağrı*, s.139.

sözleşmesine ilişkin tasarruf işleminin tamamlanmasının ardından gerçekleşecektir²⁵⁶.

6362 sayılı Yeni SerPK 13.maddesinde sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracının esas olduğunu ve kaydi sermaye piyasası araçlarının, nama veya hamiline yazılı olduğuna bakılmaksızın isme açılmış hesaplarda izleneceğini belirtmektedir²⁵⁷. Ayrıca payların devrinin, 6102 sayılı Yeni TTK'nın ilgili hükümleri çerçevesinde ortaklıklar tarafından pay defterine kaydında, ilgililerin başvurusuna gerek kalmaksızın Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde izlenen kayıtların esas alınacağı belirtilmiştir. Kaydi sistemde yer alan paylar (borsa dışında) haricen devredilecek olursa, alacağın temlik hükümlerine göre (yazılı bir temlik sözleşmesiyle) devredilecek, sonra da MKK'ya bildirimde bulunarak söz konusu payları devralanın sisteme pay sahibi olarak kaydedilmesi sağlanacaktır²⁵⁸. O halde zorunlu pay alım teklifinin, kaydileştirilmiş paylar açısından doğma anını, ister borsada ister borsa harici devir söz konusu olsun, MKK tarafından devralanın sisteme kayıt anı olarak kabul etmek gerekecektir.

Kaydi sistem kapsamında yer almayan paylar, TTK m.489 uyarınca hamiline yazılı pay senetleri zilyetliğin nakli (senet zilyetliğinin teslimle veya teslimsiz devri) ile devredilebilir. Hamiline yazılı pay senetlerinin devredilebilmesi için tarafların iradelerinin mülkiyeti geçirme yönünde olması da gerekir²⁵⁹. Dolayısıyla zorunlu pay alım teklifinin hamiline yazılı senetler açısından, senet zilyetliği mülkiyetin geçirilmesi amacıyla devralan tarafından iktisap edildiği anda doğduğu kabul edilmelidir.

Nama yazılı paylar ise TTK m.490/2'ye göre ciro ve zilyetliğin nakliyle devredilebilir. Dolayısıyla ilk bakışta, ciro ve zilyetliğin nakli işleminin tamamlandığı anda nama yazılı payların iktisap edildiği ve pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu kabul edilebilir. Ancak TTK m.499/4 uyarınca pay devri sonucu devralanın ortaklığa karşı pay sahibi sıfatı kazanabilmesi için pay defterine kayıt edilmesi gerekir. Pay defterine kaydedilmeyen devralan ortaklığa karşı oy

²⁵⁶ Payın mülkiyetinin devralana geçirilebilmesi için borçlandırıcı işlemin yapılması yeterli değildir. Bunun sağlanabilmesi için borçlandırıcı işlemi tasarruf işlemi takip etmelidir. Zira devreden borçlandırıcı işlemle yalnızca senedin mülkiyetini devralana geçirme borcu altına girer. Bkz. Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s.179-180.

²⁵⁷ Sadece borsaya kote ortaklıklar açısından kaydileştirme söz konusudur.

²⁵⁸ Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s.295.

²⁵⁹ Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, s.215.

hakkını kullanamayacak ve gerçek anlamda yönetim kontrolünü elde edemeyecektir. Bu sebeple, menfaatler dengesi ve zorunlu pay alım teklifinin doğmasının yönetim kontrolünün elde edilmesine bağlı olduğu gerçeği göz önüne alındığında, nama yazılı pay senetleri açısından zorunlu pay alım teklifinin ancak ve ancak pay defterine devralanın pay sahibi olarak kaydedilmesiyle²⁶⁰ doğacağı kanaatindeyiz.

Ana sözleşmede yer alan ve nama yazılı pay senetlerinin devrini sınırlandıran hükümler bağlam olarak adlandırılmaktadır²⁶¹. Borsaya kote edilmemiş bağlı nama yazılı pay senetlerinin devrinde de tıpkı nama yazılı pay senetlerinin devrinde olduğu gibi ciro ve zilyetliğin nakli gerekir. Bağlı nama yazılı pay senetlerinin diğer nama yazılı pay senetlerinden farkı, ortaklığın pay devrine onay vermeme yetkisinin olmasıdır²⁶². TTK m.494/1 uyarınca devir için gerekli onay verilmediği sürece payların mülkiyeti ve paylara bağlı tüm haklar devredende kalacaktır²⁶³. Bu hükümden hareketle, zorunlu pay alım teklifi, borsaya kote edilmemiş nama yazılı paylar açısından ciro ve zilyetliğin naklinin tamamlanmasının ardından ortaklığın devre onay vermesi suretiyle pay defterine yapılacak kayıtla doğacaktır.

TTK borsaya kote nama yazılı paylar açısından ise payların borsadan ve borsa dışından iktisabına ilişkin olmak üzere bir ayrıma gitmektedir.

TTK m.497/1'in ilk cümlesine göre, borsaya kote nama yazılı paylar '*borsada iktisap edildikleri takdirde*' bu paylardan kaynaklanan haklar, payların devri ile birlikte devralana geçer. Hakların geçtiği an pay satış sözleşmesinin kurulma anı değil, Takasbank bünyesinde netleştirme işlemi sonrası yapılan tasarruf işleminin yapıldığı andır²⁶⁴.

TTK m.497/1'in ikinci cümlesi uyarınca, borsaya kote nama yazılı payların '*borsa dışında iktisap edilmesi halinde*' söz konusu haklar, pay sahipliği sıfatının ortaklık tarafından tanınması için, devralanın ortaklığa başvuruda bulunmasıyla devralana geçer. Aynı maddenin ikinci fıkrasına göre de devralan ortaklık tarafından

²⁶⁰ Bu yönde bkz. Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukunda Zorunlu Çağrı**, s.143.; Boğa, **Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri**, s.141.

²⁶¹ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, s.1611.

²⁶² Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s.304.

²⁶³ Bu açıdan yeni TTK'nın bölünme teorisi yerine birlik teorisini benimsediği vurgulanmalıdır. Gerçekten de bu husus TTK m.494'ün gerekçesinde "...tasarı birlik teorisinden beklediği yarar dolayısıyla kıymetli evrakin bir ilkesine istisna getirmiştir" şeklinde ifade edilmiştir.

²⁶⁴ Murat Yusuf Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014, s.153.

tanınıncaya kadar, paydan doğan genel kurula katılma ve oy hakkını ve oy hakkına bağlı diğer hakları kullanamaz²⁶⁵. Zorunlu pay alım teklifinin yönetim kontrolü sağlayan pay veya oy haklarının iktisabıyla doğacağı gerçeği göz önüne alındığında, borsaya kote nama yazılı payların, *borsadan veya borsa dışından* iktisap edilmesi anında değil, devralanın ortaklık tarafından tanınması anında pay alım teklifi zorunluluğunun doğacağı kanaatindeyiz. Aksi takdirde paydan kaynaklanan genel kurula katılma ve oy haklarını henüz kullanma imkânı bulamayan devralan, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu altına sokulmuş olacaktır.

Son olarak, payın aslen iktisabı halleri arasında gösterilen sermaye artırımına katılım nedeniyle oluşabilecek zorunlu pay alım teklifinin doğma anı netleştirilmelidir. TTK sisteminde, pay, kural olarak, sermaye artırımının sicile tesciliyle oluşur. Ancak SerPK sisteminde TTK'nın aksine, önce pay senedi çıkarılır ve satış tamamlandıktan sonra sermaye artırımı sicile tescil edilir²⁶⁶. Hedef ortaklığın halka açık anonim ortaklık olduğu göz önüne alındığında, SerPK m.12/3'de yer alan *sermaye piyasası araçlarının satış esnasında alıcıya teslimi şarttır*²⁶⁷ hükmünden dolayı pay alım teklifi zorunluluğunun teslimle mi yoksa sermaye artırımının tescili ile mi doğacağı sorusu gündeme gelebilir. Tescilin işlevi doktrinde tartışmalı²⁶⁸ olmakla birlikte, SerPK m.12/3'deki hükme rağmen tescile kurucu işlev yükleyen görüşe katılmaktayız ve pay alım teklifi zorunluluğunun, pay senedinin teslimiyle değil, sermaye artırımıyla doğabileceği sonucuna ulaşmaktayız.

²⁶⁵ Burada, devirle birlikte (oy hakkı dahil) tüm haklar devralana geçmektedir; ancak devralanın oy hakkını kullanabilmesi için ortaklığın onayına ihtiyaç vardır, söz konusu onay sadece devralanın oy kullanabilmesine yönelik olup hakların geçişine herhangi bir etkisi yoktur. Bkz. Murat Yusuf Akın, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, s.151. Ayrıca, hakların geçişi anına ilişkin yapılan bu ayırım nedeniyle Kanunun bölünme teorisini en azından bu duruma özgü olarak benimsediği belirtilmektedir. Bkz. Kendigelen, **Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, s.353.

²⁶⁶ Ünal Tekinalp, "AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme-Kayıtlı Sermaye Sisteminde Çıkarılan Sermayenin Tescilinin Hukuki Niteliği," **Konferanslar Serisi-7**(12 Mayıs 1993), 1993, s.34.

²⁶⁷ *Bahtiyar*, bu hükmün, 2499 sayılı Eski SerPK m.7/IV ile paralel olduğunu ve bu hükme yönelik eleştirilerin 6362 sayılı Yeni SerPK döneminde de geçerli olacağını belirtmektedir. Bkz. *Bahtiyar*, **Ortaklıklar Hukuku**, s.251 ve özellikle dpn.382.

²⁶⁸ Bu tartışmalar için bkz. Mehmet Bahtiyar, **Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi Ve Sermaye Artırımı**, İstanbul: Beta, 1996, s.117 vd.

(2) Fiili Pay Alım Teklifine Başlama Süresi

Tebliğ'in 13.maddesinin ilk fıkrasına göre *pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu tarihten itibaren iki ay içerisinde fiili pay alım teklifi sürecine başlanması zorunludur*. Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'de ise bu süre zorunlu pay alım teklifinin doğmasından itibaren kırk beş iş günü olarak uygulanmaktaydı. Görüldüğü gibi II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ fiili pay alım teklifine başlanma süresini uzatmıştır. Sürenin uzatılmasının nedeni olarak Kurul'a yapılan zorunlu pay alım teklifi başvurularının geç sonuçlanması gösterilebilir.

Ayrıca Tebliğ'in 13.maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca "*fiili pay alım teklifi, bilgi formunun Kurulca onaylanmasından itibaren en çok altı iş günü içinde başlar.*" Görüldüğü gibi fiili pay alım teklifine başlanmasına ilişkin olarak Tebliğ iki farklı süre getirmektedir. Bunlardan ilki, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasından itibaren her halükarda fiili pay alım teklifine başlanması öngörülen iki aylık süredir. İkincisi ise bilgi formunun Kurul tarafından onaylanmasından itibaren 6 iş gününü içeren süredir. Bu durumda bilgi formunun onaylanması amacıyla Kurul'a yapılan başvurunun iki ay içinde sonuçlanmaması halinde ne olacağı sorusu gündeme gelebilir. Kanaatimizce, böyle bir durumla karşılaşıldığında, Kurul 13.maddenin ikinci fıkrasında yer alan ek süre verme yetkisini kullanarak iki aylık sürenin uzatılması yoluna gitmesi gerekmektedir.

Zorunlu pay alım teklifinin doğmasından itibaren Kurul'a başvuru yapılması zorunludur. Ancak Tebliğ, Kurul'un bu başvurusunu hangi süre içerisinde karara başlayacağı hususunda açıklık içermemektedir. Kanaatimizce, pay alım teklifi sürecinin sağlıklı bir biçimde yürümesinin sağlanması ve öngörülebilirlik açısından Kurul'un söz konusu başvuruları karara bağlaması gereken sürenin üst sınırı Tebliğ'e yapılacak bir eklemeye sağlanmalıdır²⁶⁹. Zira Kurul'un, pay alım teklifinde bulunulmak üzere kendisine yapılan başvuruyu iki ay içinde karara bağlayamamasının sonuçları teklifte bulunacak olana yükletilememelidir. Aksi halde teklifte bulunacak kişi kendisinin sebep olmadığı bir durumdan dolayı

²⁶⁹ Fiili pay alım teklifinin, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasından itibaren iki ay içinde başlamasınıöngören Tebliğ hükmü ve bilgi formunun onaylanmasından itibaren altı iş günü içerisinde fiili pay alım teklifine başlanması gerektiğini belirten hüküm birlikte değerlendirildiğinde, Kurul'un başvuruyu iki aylık sürenin bitiminden altı iş günü öncesine kadar karara bağlaması gerektiği sonucuna da ulaşmak mümkündür.

cezalandırılmış olacak; örneğin sürelere uymadığı için oy hakkının donması yaptırımıyla karşılaşabilecek, sürenin aşılması nedeniyle faiz ödemek zorunda kalabilecek, idari para cezasına maruz kalabilecek ve hatta kurda meydana gelen değişimlerden olumsuz etkilenebilecektir.

Tebliğ'in aksayan bu yönü yapılacak bir değişiklikle ortadan kaldırılana kadar, iki aylık sürenin, ana süre olarak kabul edilmesi gerekmele birlikte teklifte bulunacak kişinin de sahip olduğu 6 iş gününü içeren sürenin pay alım teklifi ile yükümlü olan kişiye kullandırılması da ihmal edilmemelidir. Örneğin, Kurul kendisine yapılan başvuruyu zorunlu pay alım teklifinin doğmasından itibaren 57 gün sonra sonuçlandırdığı takdirde, teklifte bulunanın Kurul kararından itibaren fiili pay alım teklifine başlaması gereken 6 iş gününü kapsayan süre,3 gün olarak değil, yine 6 iş günü olarak uygulanmalıdır. Zira bu çözüm yolu menfaatler dengesine daha uygundur.

Muafiyet başvurusunun uygun bulunmaması durumunu düzenleyen 18.maddeye göre *“pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muafiyet başvurularının Kurulca uygun görülmemesi halinde; iki ay olarak öngörülen fiili pay alım teklifine başlama süresi, Kurulun muafiyet başvurusunu uygun görmeme kararından itibaren bir ay olarak uygulanır.”* Dikkat edilirse, muafiyet başvuru yapılmaması halinden farklı olarak, muafiyet başvurusunun varlığı halinde fiili pay alım teklifine başlanma süresinin başlangıç tarihi *‘muafiyet başvurusunun uygun görülme’* kararından itibaren başlayacaktır.

Kanaatimizce, tıpkı muafiyet başvurusunun uygun görülmemesi halinde olduğu gibi, fiili pay alım teklifine başlama süresinin Kurul'a yapılacak olan başvurunun *‘sonuçlanmasından itibaren’* başlatılması daha isabetli olacaktır. Zira Tebliğ'in mevcut hali, muafiyet şartlarının gerçekleşmemiş olmasına rağmen, teklifte bulunacak olan tarafından süre kazanmak adına Kurul'a muafiyet başvurusunda bulunulması yolunu daha cazip kılmaktadır. Bu da Kurul'un iş yoğunluğunun artması ve sürecin uzaması anlamına gelecektir.

(3) Pay Alım Teklifinin Geçerlilik (Bağlayıcılık) Süresi

Tebliğ'in 13.maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca fiili pay alım teklifi süresi 10 iş gününden az 20 iş gününden fazla olamaz. Bu madde Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'in 7.maddesinin 3.fıkrasıyla tamamen paraleldir. Süre için asgari sınır kısıtlaması getirilmesinin nedeni pay sahiplerine düşünme fırsatı tanıyıp, baskı altında kalmadan karar vermelerinin sağlanmasıdır²⁷⁰. Azami sınırın mantığını ise fiili pay alım teklifi sürecinin sürüncemede bırakılıp küçük yatırımcıların zarar görmelerinin önüne geçme düşüncesi oluşturur.

Fiili pay alım teklifi süresinin bilgi formunun Kurul tarafından onaylanmasının ardından en çok altı iş günü içerisinde başlaması gerekmektedir.

Zorunlu pay alım teklifinin süreli öneri niteliği taşıması bu maddeden kaynaklanmaktadır. Süreli öneri olmasının en önemli sonucu ise teklifte bulunanın fiili pay alım teklifi süresince önerisiyle bağlı olmasıdır. Bu süre zarfında teklife konu paylara sahip olanlar bilgi formunda belirtilen yatırım kuruluşuna başvurarak paylarını teklifte bulunana satıp ortaklıktan çıkabilecektir.

b) Sürelere Uyulmaması Halinde Uygulanacak Yaptırım

Sürelere uymamanın yaptırımı Tebliğ'in 13.maddesi uyarınca idari para cezası uygulanması ve oy haklarının donmasıdır. Bu iki husus zorunlu pay alım teklifine aykırılık başlığı altında incelendiği için o bölüme atıf yapılmamıştır²⁷¹.

²⁷⁰ Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.234.

²⁷¹ Bkz. III.Bölüm-D-3.

4. Bilgi Formuna İlişkin Esaslar

a) Genel Olarak

Bilgi formu, Tebliğ'in m.4/1 hükmünde gönüllü veya zorunlu pay alım teklifinde bulunulması halinde kamuya açıklanacak hususların belirtildiği Tebliğ'in 1 numaralı ekinde yer alan bilgi formu olarak ifade edilmektedir.

Bilgi formuna ilişkin kapsamlı düzenleme ise Tebliğ'in 7.maddesinde yer almaktadır.

b) İçeriği ve Kurul Tarafından Onaylanması

Bilgi formu, pay alım teklifine konu hedef ortaklığa ilişkin bilgileri, pay alım teklifinde bulunan gerçek/tüzel kişiye ilişkin bilgileri, hedef ortaklık ile pay alım teklifinde bulunacak kişilerin ilişkisi hakkında bilgileri, zorunlu pay alım teklifini doğuran olay hakkında bilgiyi, pay alım teklifine konu paylara ilişkin bilgiyi, pay alım teklifi fiyatına ilişkin bilgiyi, pay alım teklifine konu payları satın almada kullanılacak fona ilişkin bilgiyi, pay alım teklifine aracılık edecek yatırım kuruluşuna ilişkin bilgiyi, pay alım teklifinde uygulanacak işlem ve prosedürleri, pay alım teklifinin başlangıç ve bitiş tarihlerini, pay alım teklifi sonucunda teklifte bulunan ile hedef ortaklığın pay sahipleri arasında yapılacak sözleşmelerde uygulanacak ulusal hukuk ve yetkili mahkemelere ilişkin bilgileri, varsa pay alım teklifine ilişkin diğer kamu kurumlarının görüşlerini ve imzaları içerir.

Bilgi formunu imzalayacak kişiler zorunlu pay alım teklifinde bulunacak kişi/kişiler ve işleme aracılık yapacak yatırımcı kuruluşun yetkilileridir. Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'de (m.15/2) zorunlu pay alım teklifinde bulunacak kişi/kişiler ve yatırımcı kuruluşun (aracı kuruluşun) yetkililerin imzası yanında zorunlu pay alım teklifine konu ortaklık yetkililerinin de bilgi formunda imzalarının yer alması aranmaktaydı.

Bilgi formunun, ilgililerin yeterli ölçüde bilgilendirilmesini sağlayacak bir şekilde tam ve doğru olarak düzenlenmesi gerekir. Kurul, bilgi formunda yer alan bilgilerin tutarlı, anlaşılabilir ve Kurulca belirlenen standartlara göre eksiksiz olduğunun tespiti halinde bilgi formunu onaylar (m.7/1). Bilgi formunun onaylanmasına ilişkin karar aynı zamanda zorunlu pay alım teklifinin de onaylanması anlamına gelmektedir²⁷².

Bununla birlikte Kurul'un bilgi formunda ek bilgilerin²⁷³ yer almasını talep etme hakkı da vardır. Bilgi formunda Tebliğ'de yer alan kriterlere veya Kurul tarafından talep edilen ek hususlara aykırılık söz konusu olursa Kurul bilgi formunu onaylamayı reddedecektir.

c) İlanı

Bilgi formunun Kurul tarafından onaylanmasından sonraki aşama formun ilanı sürecidir. İlanın amacı bilgi formunun muhatapların bilgisine sunulmasıdır.

Tebliğ'in 7.maddesinin 3.fıkrasına göre *Kurulca onaylı bilgi formu Kurulun onay tarihinden itibaren 3 iş günü içerisinde;*

a) *Hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi durumunda, KAP' ta ve ortaklığın kendi internet sitesinde,*

b) *Hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmemesi durumunda, şirket merkezinin bulunduğu mahalli ve/veya ülke çapında yayınlanan ya da dağıtılan en az bir gazetede, Kurul'un ve varsa ortaklığın kendi internet sitesinde ilan edilir.*

²⁷² Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.196.

²⁷³ "Pay Alım Teklifi Bilgi Formu'nda; Şirket esas sözleşmesinde statü ve faaliyet konusu değişikliğini de içeren kapsamlı değişiklikler yapılmasının planlandığı ve söz konusu değişiklikler neticesinde, Şirket'in faaliyet konusunun değişeceği ve matbaacılık faaliyetinde bulunmayabileceği, söz konusu esas sözleşme değişikliklerinin görüşüleceği genel kurul toplantısının pay alım teklifi süreci tamamlandıktan sonra gerçekleştirileceği, genel kurul toplantısında ortaklara Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn) 24'üncü maddesi çerçevesinde "ayrılma hakkı" tanınacağı ve ayrılma hakkı fiyatının 3,24 TL olacağı, *hususlarına yer verilmesi, şartlarıylaolumlu karşılanmasına...* karar verilmiştir." Kararın tam metni için bkz. SPK 26.07.2013 tarih ve 2013/25 sayılı **Haftalık Bülten**, s.7-8.

İlan konusunda, hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi durumunda Tebliğ KAP'ta ve internet sitesinde yapılan ilanı yeterli görmüş, gazetede ilana gerek duymamıştır.

Kanaatimizce, pay alım sürecinin yatırım kuruluş ile yapılacak olan aracılık sözleşmesi esasları çerçevesinde yürütülecek olması sebebiyle, söz konusu bilgi formunun ilgili yatırım kuruluşunun internet sitesinde de ilan edilmesi yönünde bir düzenleme daha isabetli olacaktır²⁷⁴.

d) Sorumluluk

II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ, bilgi formunun düzenlenmesinden kaynaklanan sorumluluğa ilişkin olarak Seri: IV No:8 ve Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğlerde yer almayan yeni bir hüküm getirmektedir. 7.maddenin son fıkrasına göre *“bilgi formu Kurulca onaylandıktan sonra bu formda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunun ortaya çıkması durumunda sorumluluk, teklifte bulunanlar ile bilgi formunu imzalayan yatırım kuruluşu yetkililerine aittir.”*

Küçük yatırımcıların, yatırım stratejileri açısından bilgi formunda yer alan bilgilerin eksiksiz ve doğru olması büyük önem taşımaktadır. Zira küçük yatırımcı bilgi formunda yer alan bilgileri göz önüne alarak ya zorunlu pay alım teklifini kabul edip ortaklıktan çıkacak ya da herhangi bir beyanda bulunmayarak ortaklıkta kalıp yeni yönetimle yoluna devam edecektir. Dolayısıyla küçük yatırımcının eksiksiz ve doğru bir biçimde bilgilendirilmesi gerekir.

Bilgi formunun yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgi içermesinden dolayı yalnızca formu imzalayan teklifte bulunan ve yatırım kuruluşu yetkililerinin sorumluluğu doğacaktır. Kanaatimizce Tebliğ'de yatırım kuruluşunun tüzelkişiliği yerine yatırım kuruluşu yetkilisinin sorumlu tutulması isabetli değildir. Yatırım kuruluşunun yetkilisi söz konusu işlemleri yatırım kuruluşu adına yapmaktadır. Ayrıca küçük yatırımcıların korunması adına yatırım kuruluşunun sorumlu tutulması daha hakkaniyetli bir çözüm olacaktır. Zira yatırım kuruluşunun zararları tazmin edebilme

²⁷⁴ Nitekim Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğin 15.maddesinin 3.fıkrasında bu yönde bir hüküm mevcuttu.

olanağı çok daha yüksektir. Bu nedenle küçük yatırımcının uğradığı zararlardan dolayı yatırımcı kuruluşa da başvurabilmelidir. Yatırımcı kuruluş ile yetkilisi arasındaki ilişki yatırımcıyı ilgilendirmemelidir.

Tebliğ'in aksayan bu hükmünü 6362 sayılı SerPK m. 32'nin ilk fıkrası ekseninde değerlendirmek gerekir. Söz konusu maddeye göre *“10 uncu madde çerçevesinde, aynı maddede sorumlu olduğu belirtilen kişiler ile mevzuat uyarınca izahname, pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu, özel durum açıklaması, birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerini imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler bu belgelerde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur.”* Dolayısıyla bilgi formunun altında imzası bulunan yatırım kuruluşu da bilgi formundan dolayı teklifte bulunanla birlikte müteselsilen sorumludur. Müteselsil borçluluğun bir sonucu olarak²⁷⁵, küçük yatırımcı alacaklı sıfatıyla, zararlarının tazmini için teklifte bulunana yatırım kuruluşu yetkilisine ve yatırım kuruluşunun tüzel kişiliğinden dilediğine başvurabilecektir. Kanaatimizce, *yetkili kişi* ibaresinden yalnızca bilgi formunu imzalayan yatırım kuruluşu yetkilisi değil, aynı zamanda pay alım teklifi sürecini ilgili yatırım kuruluşu adına yürütmekle yetkilendirilen kişi de anlaşılmaktadır.

Sermaye Piyasası Hukukunda Tebliğlerin temel amacı kanunun uygulanma şeklini göstermektir²⁷⁶. O halde Kanun tarafında düzenlenmiş sorumluluğa ilişkin bu hükmün kapsamı dışına çıkan Tebliğ'in 7.maddesinin son fıkrası, SerPK m.32 bağlamında yorumlanarak, yatırımcı kuruluşun da 'kanundan doğan' (exlege)²⁷⁷ sorumluluğunun bulunduğunu kabul etmek gerekir.

Bilgi formunu onaylayan SPK' nın sorumluluğuna gidilemeyecektir. O halde SPK' nın bilgi formunu onaylaması formun içerdiği bilgilerin doğru olduğu anlamını taşımayacaktır. Kurul formu onaylarken bir anlamda yalnızca asgari içeriğe uygunluk denetimi yapmaktadır. Kaldı ki uygulamada fiilen bütün bilgilerin tek tek

²⁷⁵ M.Kemal Oğuzman/M.Turgut Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.II, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013, s.454.

²⁷⁶ Mehmet Bahtiyar, “Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğlerine İlişkin Bazı Notlar”, **Makalelerim**, C.1, İstanbul: Beta, 2008, s.90.

²⁷⁷ Tolga Ayoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008, s.151.

Kurul tarafından kontrol edilme imkânı da yoktur. Bu nedenle bilgi formundan Kurul'un sorumlu tutulmaması isabetli bir düzenlemedir²⁷⁸.

e) Pay Alım Teklifinin Durdurulması Veya Yasaklanması

Pay alım teklifinin durdurulması veya yasaklanması mevzuatımıza ilk kez 6362 sayılı Yeni SerPK ile girmiştir. Kanununun 25.maddesinin 2.fikrasına göre *“pay alım teklifinin Kurul tarafından yasaklandığı durumlarda, yasaklanan teklife dayanılarak gerçekleştirilen işlemler geçersizdir.”*

Pay alım teklifinin durdurulmasını ve yasaklanmasını düzenleyen Tebliğ'in 8. maddesi uyarınca *“Pay alım teklifi bilgi formu Kurulca onaylandıktan sonra bu formda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olduğunun ortaya çıkması veya bilgi formu düzenlenmeksizin pay alım teklifinde bulunulması durumlarında, Kurul pay alım teklifini durdurabilir veya yasaklayabilir.”* 8.madde Tebliğ'in genel esaslar başlığını taşıyan ikinci bölümünde düzenlendiği için zorunlu pay alım teklifi açısından da uygulama alanı bulacaktır

Pay alım teklifinin durdurulmasını veya yasaklanmasını gerektiren durumlar, bilgi formunda yer verilen bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olmasıdır. Bu durumlardan birinin gerçekleşmesi halinde Kurul tarafından durdurma veya yasaklama kararı verilebilecektir.

(1) Pay Alım Teklifinin Durdurulması

Pay alım teklifinin durdurulması halinde, durdurma kararı kamuya duyuruluncaya kadar teklife cevap veren kişilerin bu işlemlerini iptal etmeleri ya da geri almaları zorunludur (Tebliğ m.8/2).

²⁷⁸ Belirtelim ki bu durum Kurul'un söz konusu bilgi formundan hiçbir şekilde sorumlu olmayacağı anlamına gelmemektedir. Zira Kurul üzerine düşendenetimi (örneğin bilgi formunun asgari içeriğe sahip olup olmadığının denetimini) yapmayıp zarara sebep olmuşsa idare hukuku anlamında hizmet kusuru işlemiştir ve küçük yatırımcıların zararını tazmin etmek zorunda kalacaktır.

Tebliğ işlemlerin iptalinden ve geri alınmasından bahsetmektedir. Kabul, tek taraflı kurucu yenilik doğuran bir haktır²⁷⁹. Kabul beyanı kurucu sonuç doğurur, yani bu beyanla teklifte bulunanla yatırımcı arasında pay satış sözleşmesi meydana gelir. Dolayısıyla kabul beyanı ile pay satım sözleşmesi kurulduktan sonra teknik olarak kabulün geri alınması mümkün değildir. O halde ‘iptalden ve geri alma’ ibarelerinden ne anlaşılması gerekir? Esasında Tebliğ hükmü ile yatırımcıya, kabul beyanını geri alma zorunluluğu getirilemez.

Tebliğ pay alım teklifinin durdurulmasını bilgi formunda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasına dayandırmaktadır. Bu noktadan hareketle pay satış sözleşmesinin kurulmasına yönelik aldatma (hile) veya yanılma (hata) durumundan bahsedilebilecektir²⁸⁰.

Bilgi formunda yer verilen bilgilerin yanlış, yanıltıcı ve eksik olması sebebiyle sözleşmenin yanılmanın (hatanın) etkisi altında yapılmış olması söz konusu olabilir. Kanaatimizce burada esaslı saik hatası²⁸¹ uygulama alanı bulabilecektir. TBK m.32’ye göre “*saikte yanılma, esaslı yanılma sayılmaz. Yanılanın, yanıldığı saiki sözleşmenin temeli sayması ve bunun da iş ilişkilerinde geçerli dürüstlük kurallarına uygun olması hâlinde yanılma esaslı sayılır. Ancak bu durumun karşı tarafça da bilinebilir olması gerekir.*” Bu şartların varlığı halinde teklife cevap veren pay sahibi, teklifte bulunanla kurulan pay satış sözleşmesinin TBK m.39’da yer alan 1 yıllık süre içinde iptal edebilir. Esaslı yanılma halinde, pay sahibinin sözleşmeyle bağlı olmadığını karşı tarafa bildirmesi iptal beyanı olarak adlandırılmaktadır²⁸². Tebliğ’de geçen *iptal veya geri alma* işlemleri ancak bu şekilde hukuki zemine kavuşturulabilir.

Aldatma (Hile) için aldatma kastı ve sözleşmenin aldatmanın etkisi altında yapılmış olması şartlarının da gerçekleşmiş olması aranır. Gerçekten de teklifte bulunan, yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerle pay sahiplerinde sözleşme yapma düşüncesi uyandırmıştır. Dolayısıyla aldatılan konumunda olan teklife olumlu cevap veren küçük pay sahipleri sözleşmeyle bağlı olmadıklarını TBK m.39/1 uyarınca

²⁷⁹ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.254.

²⁸⁰ Bkz. Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.398-399; Kılıçoğlu, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.205-206; Oğuzman/Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, s.112-113.

²⁸¹ İç iradenin oluşumundaki bozukluğun TBK m.32’de yer alan şartlarla birlikte gerçekleşmesi halinde esaslı saik hatasından söz edilmektedir. Hatemi/Gökyayla, **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, s.92.

²⁸² Oğuzman/Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, s.107.

karşı tarafa bildirmek, yani sözleşmeyi iptal²⁸³ etme hakkına sahip olurlar. Tebliğ’de geçen *iptal veya geri alma* ibarelerinin bu şekilde anlaşılması gerektiği kanaatindeyiz. O halde teklife cevap veren pay sahipleri Tebliğ’in 8.maddesinin 2.fikrasına göre aldatma (hile) hükümlerine dayanarak sözleşmeyi iptal etmek zorundadırlar²⁸⁴. Aldatma durumunda, aldatmaya maruz kalan taraf TBK m.39 uyarınca 1 yıl içinde sözleşmeyi iptal etmezse iptal hakkı düşer ve sözleşme geriye etkili olarak geçerli hale gelir²⁸⁵.

Tebliğ, teklife cevap verenlerin iradelerine bakmaksızın işlemlerin iptal edileceğinden söz ettiği için isabetsizdir. Kanaatimizce, aldatma (hile) veya yanlış (hata) durumlarında olduğu gibi burada da teklife cevap verenlerin isterlerse sözleşmeyi iptal etmelerine isterlerse iptal hakkından feragat ederek sözleşmeyle bağlı kalmalarına imkân tanımak gerekirdi. Tarafların iradelerine yapılan bu müdahalenin Tebliğ ile düzenlenmesi de isabetsizdir. Zira borçlar hukukuna hâkim olan sözleşme özgürlüğü prensibinin bir yönünü de sözleşmeyi ortadan kaldırma özgürlüğü oluşturur²⁸⁶. Sözleşme özgürlüğü anayasa ile güvence altına alınmıştır. Sözleşme özgürlüğüne yönelik kısıtlamalar ancak kanunla yapılabilir.

Pay alım teklifinin durdurulması kararı kamuya açıklandıktan sonra zaten teklif duracağı için bu andan itibaren yapılan kabul beyanları herhangi bir sonuç doğurmayacaktır. Zira pay alım teklifi yani *öneri* durdurulmuş olduğu için kabul beyanında bulunulması hüküm ifade etmeyecektir.

Tebliğ’in 15.maddesinin son fıkrasına göre *“pay alım teklifi fiyatını ve dolayısıyla yatırımcıların pay alım teklifine katılıp katılmayacaklarına ilişkin kararlarını etkileyen günlük ağırlıklı ortalama fiyatların ait oldukları dönemlerde gerçekleştirilen işlemler ile ilgili olarak Kurulca Kanununun 101 ve 107 nci maddeleri uyarınca işlem yapılmasına karar verilmesi durumunda, Kurulca pay alım teklifinin durdurulmasına veya pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesine karar*

²⁸³ Aldatma (hile) durumunda sözleşmenin düzelebilir hükümsüz olduğu görüşüne katılıyoruz. TBK m.39/1’de yer alan ‘sözleşme ile bağlı olmadığını bildirme’ ibaresiyle iptal hakkı kasdedilmektedir. O halde iptal hakkı sözleşmenin geçerli hale gelmesini önler, sözleşmeyi kesin hükümsüz kılar. Bkz. Oğuzman/Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, s.120. Aldatma halinde geçersizliğe ilişkin bir diğer görüş ise, sözleşmenin baştan itibaren geçerli olarak kurulduğunu (bozulabilir geçerlilik); ancak aldatmaya maruz kalan kişinin beyanda bulunarak sözleşmeyi geçersiz hale getirebileceğini belirtmektedir.

²⁸⁴ Bir kez daha belirtmekte fayda vardır ki sözleşme özgürlüğüne müdahale anlamı taşıyan bu hükmün Tebliğ yerine Kanunla düzenlenmesi daha isabetli olacaktır.

²⁸⁵ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.415.

²⁸⁶ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.17.

verilebilir.” Bu hüküm kapsamında pay alım teklifinin durdurulmasına karar verilebilmesi için SerPK m.101 ve 107 kapsamında işlem yapılması gerekir. Kanunun 101.maddesi bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı incelemelerinde uygulanacak tedbirlere ilişkindir. Kanunun107.maddesi ise piyasa dolandırıcılığına ilişkin yaptırımları konu almaktadır.

(2) Pay Alım Teklifinin Yasaklanması

Pay alım teklifinin Kurul tarafından yasaklandığı durumlarda, yasaklama kararı kamuya duyuruluncaya kadar yasaklanan teklife dayanılarak gerçekleştirilen işlemler, teklife cevap verenler aksini bildirmemişse geçerlidir. Ancak, yasaklama kararı kamuya duyurulduktan sonra yasaklanan teklife dayanılarak gerçekleştirilen işlemler geçersizdir (m.8/3). Pay alım teklifinin yasaklanmasının sonuçlarına da yine hile (aldatma) veya hata (yanılma) açısından yaklaşılabilir. Gerçekten de aldatma durumunda iptal hakkı kullanılmazsa sözleşmeyle bağlı hale gelinecektir. Öyleyse *“yasaklama kararı kamuya duyuruluncaya kadar yasaklanan teklife dayanılarak gerçekleştirilen işlemler teklife cevap verenler aksini bildirmemişse geçerlidir”* ifadesi bu yönde anlaşılmalıdır.

SerPK m.25/2 uyarınca yasaklanan teklife dayanılarak gerçekleştirilen işlemler geçersizdir. Kanunun bu hükmü emredici niteliktedir. Dolayısıyla emredici hükme aykırı olarak yapılan işlemler geçersizlik türü bakımından kesin hükümsüzlük yaptırımına tabi olacaklardır²⁸⁷.

Tebliğ ‘...*durdurabilir veya yasaklayabilir*’ ibarelerini kullanarak bilgi formunun yanlış, eksik veya yanıltıcı olması durumunda Kurul’a teklifi durdurma veya yasaklama konusunda takdir hakkı tanımaktadır. Durumun ağırlığına göre Kurul bu takdir hakkını kullanmalıdır.

²⁸⁷ Oğuzman/Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, s.83-84.

5. Aracılık Sözleşmesine İlişkin Esaslar

a) Genel Olarak

Tebliğ'in 9.maddesine göre “*teklifte bulunan ile yatırım kuruluşu arasında bir aracılık sözleşmesinin imzalanması zorunludur. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların paylarının zorunlu pay alım teklifine konu olması halinde, yatırım kuruluşu kullanma zorunluluğuna Kurulca muafiyet verilebilir.*”

Tebliğ'in bu maddesi Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'in 16.maddesine büyük ölçüde paralel olarak düzenlenmiştir. Tek fark, yeni Tebliğ'de aracılık sözleşmesi yapılabilek kurumlar arasına aracı kuruluşların ve bankaların yanında *yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarının* da eklenmesidir.

b) Hukuki Niteliği ve Tarafları

Aracılık sözleşmesinin tarafları hedef ortaklıkta pay veya oy hakkı iktisap ederek yönetim kontrolünü elde eden teklifte bulunan²⁸⁸ ile yatırımcı kuruluş²⁸⁹.

Sermaye Piyasası Hukukunda aracılık faaliyetleri halka arza aracılık²⁹⁰ ve alım satıma aracılık olmak üzere ikiye ayrılır²⁹¹. Zorunlu pay alım teklifi çerçevesinde yapılan aracılık sözleşmesi alım satıma aracılık faaliyetleri arasında yer alır.

²⁸⁸ Teklifte bulunan, pay alım teklifi yapan gerçek veya tüzel kişilerdir (Tebliğ m.4/m).

²⁸⁹ Tebliğ'in m.4/o hükmüne göre, yatırımcı kuruluş, aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarını ve bankaları ifade eder.

²⁹⁰ Ayrıntılı bilgi için bkz. Tolga Ayoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008.

²⁹¹ Ayşe Nur Berzek, “Sermaye Piyasasında Aracılık”, **Reha Poroy'a Armağan**, İstanbul, 1995, s.57; Sumer, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku Ve Seçilmiş Mevzuat**, s.75; Mehmet Murat İnceoğlu, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara: Seçkin, 2004, s.145 vd.

Zorunlu pay alım teklifinin uygulanması için yapılan aracılık sözleşmesinin hukuki niteliğini *vekalet sözleşmesi* olarak tespit etmek mümkündür²⁹². Zira yatırım kuruluşu aracılık sözleşmesi kapsamında, teklifte bulunan nam ve hesabına payları almaktadır ve bu işlemi karşılığında sözleşmede belirlenen ücrete hak kazanmaktadır²⁹³. Vekalet sözleşmesi, vekilin sözleşme ile belirlenen işi görmeyi veya işlemi yapmayı borçlandığı ve vekilin yerine getireceği edimin kanunda düzenlenen bir başka sözleşmenin konusuna girmediği, buna karşılık ancak sözleşme ve teamül olan durumlarda vekilin ücrete hak kazandığı sözleşme olarak tanımlanmaktadır²⁹⁴.

Teklifte bulunanın borcu aracılık sözleşmesi kapsamında ödenmesi kararlaştırılan ücret ve diğer menfaatlerin yatırımcı kuruluşa karşı yerine getirilmesidir. Yatırım kuruluşunun ise borcu sözleşmede belirlenen usuller çerçevesinde zorunlu pay alım teklifine karşılık veren pay sahiplerinin paylarını teklifte bulunan adına teslim almak ve bedellerini de teklifte bulunan adına pay sahiplerine tevdi etmektir. Dolayısıyla yatırım kuruluşu tamamen teklifte bulunan adına hareket etmektedir²⁹⁵. O halde teklifte bulunan ile yatırım kuruluşu arasında ortaya çıkabilecek herhangi bir somut uyuşmazlık için sözleşmede hüküm bulunmayan hallerde TBK'nın 502 ila 514 hükümleri uygulama alanı bulacaktır.

Aracılık sözleşmesinin asgari içeriğini tespiti eden Tebliğ'in 9.maddesinin ikinci fıkrasına göre alınacak ücret sözleşmeye yazılmalıdır. Söz konusu aracılık sözleşmesi iki tarafa tam borç yükleyen sözleşme niteliğindedir. Bu nedenle iki taraflı sözleşmelere uygulanan genel hükümler de niteliğine uygun düştüğü ölçüde aracılık sözleşmesine de uygulanacaktır²⁹⁶.

²⁹² Yasaman, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, s.114 vd.; Oğuz Kürşat Ünal, **Aracı Kurumlar**, Ankara: Yaklaşım, 1997, 78; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.185.

²⁹³ Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası**, C.1, İstanbul: Beta, 1999, s.285.

²⁹⁴ Cevdet Yavuz, **Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, İstanbul: Beta, 2014, s.1120.

²⁹⁵ Böylelikle, vekalet sözleşmesinin unsurlarından olan vekilin gördüğü işin başkasına ait olması ve onun menfaatine yapılması şartı gerçekleşmiş olmaktadır. Fahrettin Aral / Hasan Ayrancı, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, Ankara: Yetkin, 2012, s.389.

²⁹⁶ Yavuz, **Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, s.1135.

c) Yatırım Kuruluşu Kullanma Zorunluluğu ve Muafiyet

Tebliğ'in 9.maddesinden hareketle; kural olarak, zorunlu pay alım teklifi uygulamasında aracılık sözleşmesi yapma mecburiyeti vardır. Ancak Tebliğ, hedef ortaklığın payları borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklık olması halinde Kurul tarafından yatırımcı kuruluş kullanma zorunluluğundan muafiyet kararı *verilebileceğini* belirtmektedir²⁹⁷. Kurul, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar bakımından yatırım kuruluşu kullanma zorunluluğunu kaldırma konusunda takdir hakkına sahiptir. Diğer taraftan hedef ortaklık payları borsada işlem gören bir ortaklıksa istisnasız olarak yatırımcı kuruluşla bir aracılık sözleşmesi yapılmak zorundadır. Bu tür hedef ortaklıklar söz konusu olduğunda Kurul'un muafiyete karar verme yetkisi yoktur.

Tebliğ'de yatırım kuruluşu kullanama zorunluluğundan muafiyet kararı verilebilmesi için Kurul'a başvuru yapılması yönünde herhangi bir açıklık yoktur. O halde Kurul'un, yatırım kuruluşu kullanma zorunluluğundan muafiyet kararını başvuru üzerine verebileceği gibi re'sen ve genel bir düzenlemeyle verebileceğini kabul etmek gerekir.

d) Önemi

Zorunlu pay alım teklifinin uygulanması açısından getirilen yatırım kuruluşu kullanma zorunluluğu birçok açıdan büyük öneme sahiptir. Sermaye piyasasında yapılan işlemler özel bir uzmanlığı gerektirir. Hatta SerPK sermaye piyasası faaliyetlerinin önemine binaen 39.maddesinde yatırım hizmetlerinin ve

²⁹⁷ "Partaş Tekstil İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Partaş A.Ş.)'nin Trakya İplik Sanayi A.Ş. (Trakya İplik)'nin diğer ortaklarına ait payları satın almak üzere çağrıda bulunma yükümlülüğünü 1 Kr'luk beher hisse başına 5 Kr üzerinden yerine getirme talebinin; Trakya İplik' in 1 Kr nominal değerli bir adet payının çağrı fiyatının, pay devrinin gerçekleştiği 26.09.2000 ve 05.10.2000 tarihlerindeki fiyat olan 23,50 Kr'a faiz bedeli olan 67,49 Kr'un eklenmesiyle bulunan 90,99 Kr olarak belirlenmesi suretiyle olumlu karşılanmasına, 05.05.2010 tarihinde çağrıda bulunmak üzere başvuruda bulunulmasına rağmen henüz özel durum açıklaması yapılmaması dolayısıyla Trakya İplik'in Seri: VIII, No:57 Tebliği'ne uyum konusunda uyarılmasına, *Trakya İplik hisselerinin Borsa'da işlem görmemesi nedeniyle Partaş A.Ş.'ye aracı kuruluş kullanma zorunluluğuna muafiyet verilmesine* karar verilmiştir." Bkz. SPK 19.07.2010-23.07.2010 tarih ve 2010/30 sayılı **Haftalık Bülten**, s.6.

faaliyetlerinin düzenli uğraşı, ticari veya mesleki faaliyet olarak icra edilebilmesi için Kurul'dan izin alınması zorunluluğunu getirmektedir. Dolayısıyla zorunlu pay alım teklifi sürecinin yatırım kuruluşları aracılığıyla yürütülmesi küçük yatırımcının lehine bir durumdur²⁹⁸.

. Tebliğ yatırımcıların korunması adına aracılık sözleşmesinin asgari içeriğini tespit etmektedir (m.9/2). Ayrıca Tebliğ pay alım teklifine ilişkin aracılık ve benzeri diğer işlem maliyetlerinin, hedef ortaklık tarafından değil, teklifte bulunan tarafından karşılanması zorunluluğunu getirerek küçük yatırımcıyı koruma altına almaktadır (m.5/3).

e) Aracılık Sözleşmesinin Asgari Unsurları ve Şekli

Tebliğ'in 9.maddesinin ikinci fıkrası aracılık sözleşmesinde yer alması gereken unsurları saymıştır. Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ ile tamamen aynı içeriğe sahiptir. Sözleşmenin asgari içeriği;

aa) Pay alım teklifi yoluyla satın alınacak payların adet ve nominal değeri, nama ya da hamiline yazılı olduğu, imtiyazlı olup olmadığı ve imtiyazlı ise grubu ve imtiyazın niteliği,

bb) Fiili pay alım teklifinin başlangıç ve bitiş tarihleri,

cc) Birim pay için ödenecek nakit veya menkul kıymet,

çç) Alınacak ücret, komisyon ya da diğer menfaatler,

dd) Pay alım teklifinde bulunanlar tarafından alım için yatırım kuruluşuna tevdi edilecek tutar ve bu tutarın yetersiz kalması halinde uygulanacak prosedüre ilişkin bilgi ile bu konuda yatırım kuruluşunun yükümlülükleri,

ee) İlan, duyuru ve reklamlar ile Kurula sunulacak bilgilerin kim tarafından sunulacağı ve sorumluluk esasları,

²⁹⁸ Yeşiltepe, **AB Ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.188.

ff) Sözleşmenin taraflarını tanıtıcı bilgiler, imzaya yetkili kişiler ve sözleşmenin tarihinden oluşur.

Tebliğ'in 13.maddesine göre yönetim kontrolünü sağlayan payların iktisap edilmesini izleyen altı iş günü içerisinde Tebliğin 2 numaralı ekinde yer alan bilgi ve belgelerle birlikte pay alım teklifi yapmak üzere Kurul'a başvurulması zorunludur. 2 numaralı ekte yer alan bilgi ve belgelerden biri de aracılık sözleşmesidir. O halde bu hüküm göz önüne alındığında yönetim kontrolünü sağlayan payların iktisap edildiği tarihten itibaren en geç 6 iş günü içinde aracılık sözleşmesi yapılmak zorunda olduğu sonucu çıkmaktadır.

Kanunda ve Tebliğde aracılık sözleşmesinin şekline ilişkin açık bir hüküm mevcut değildir. Tebliğ 9.maddesinin ilk fıkrasında "*aracılık sözleşmesinin imzalanması*" zorunluluğundan söz etmektedir. Ayrıca aracılık sözleşmesinin Kurul'a sunulma zorunluluğu da göz önüne alındığında, aracılık sözleşmesinin yazılı olması gerektiği sonucuna dolaylı olarak ulaşmak mümkündür.

6. Pay Alım Teklifi İçin Gerekli Mali Kaynağın Sağlanması

Tebliğ'in 6.maddesi uyarınca teklifte bulunan, satın alma süresinin sonunda teklifin karşılığını tümüyle ödeyebilmek için bilgi formunun yayımlanmasından önce gerekli tedbirleri almakla yükümlü tutulmuştur.

Ayrıca Kurul, teklif karşılığının ödenmesinin yurtiçinde yerleşik bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti edilmesini teklifte bulunandan talep edebilecektir. Tebliğ, Kurul'a teklifte bulunandan garanti sözleşmesi imzalaması konusunda takdir hakkı tanımaktadır. Kurul, teklifte bulunanın pay bedellerini ödeme gücünü ve mali durumunu göz önüne alarak garanti sözleşmesi yapmasını talep edebilecektir. Garanti verecek kişiler yurtiçinde yerleşik bir banka veya üçüncü bir tüzelkişi olabilir. Türkiye'deki bankaların 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m.7/a uyarınca anonim ortaklık şeklinde kuruldukları göz önüne alındığında, garanti verecek kişi her halükarda tüzelkişi olmak zorundadır. Tebliğ gerçek kişiler tarafından verilen garantiyi kabul etmemektedir.

Kurulun garanti talep etmesi halinde; taraflar arasında imzalanacak garanti sözleşmesinde ‘Teklifte bulunanın gereken tedbirleri almamış olması ve bu nedenle kabul süresi sonunda teklifin karşılığını tümüyle ödeyebilmek için gereken mali kaynağa sahip olmaması durumunda; teklifi kabul eden herhangi bir kişi, teklifin gereği gibi ifa edilmemesi nedeniyle maruz kalmış olduğu zararların tazminini ve/veya aynen ifasını garanti eden kuruluştan talep edebilir.’ ifadesinin bulunması zorunludur (Tebliğ m.6/2).

B. Pay Alım Teklifi Zorunluluğunda Bedelin Ödenmesine İlişkin Esaslar

Zorunlu pay alım teklifinde pay bedellerinin tespiti yalnızca küçük yatırımcıların menfaatlerinin korunması açısından değil aynı zamanda şirket devralmalarında ortaya çıkabilecek ek maliyetlerin önlenmesi bakımından da büyük öneme sahiptir. Bu noktadan hareketle, doktrinde, adil fiyatın küçük yatırımcıya ve teklifte bulunana ilişkin iki yönünün olduğu vurgulanmaktadır²⁹⁹. Kanaatimizce, günümüzde artan küreselleşme eğiliminin getirdiği sermayenin serbestçe dolaşımının³⁰⁰ bir sonucu olan büyük şirket birleşme ve devralmaları göz önüne alındığında, adil fiyatın üçüncü bir yönünü de ülkenin genel ekonomisi olarak belirlemek yanlış olmayacaktır. Bu nedenle zorunlu pay alım teklifinde pay bedellerinin sağlıklı bir biçimde tespit edilmesi gerekir.

1. Ödemenin Niteliği

a) Kural

Tebliğ’in 5.maddesinin ikinci fıkrasına göre “*ödemelerin Türk Lirası cinsinden tam ve nakden yapılması esastır.*” Bu cümleden hareketle, zorunlu pay alım teklifine konu pay bedellerinin ödenmesi hususunda kural olarak, ‘*tam ve nakden ödeme*

²⁹⁹ Yeşiltepe, **AB Ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.168.

³⁰⁰ Burç Ülengin/ M.Banu Yobaş, “Borsa Birleşme ve Satın Almalarının İşlem Hacmi Üzerindeki Etkisi”, **İMKB Dergisi**, Yıl:13, S.52, İstanbul, 2013, s.41.

ilkesi' geçeli olacaktır³⁰¹. Tam ve nakden ödeme ilkesi uyarınca zorunlu pay alım teklifine konu pay bedelleri, tek seferde (peşin olarak) ve nakden ödenmek durumundadır³⁰². O halde, Tebliğ, teklife konu pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi gerektiğini belirttiği için kural olarak, ödeme para dışında başka bir ödeme aracılığıyla yapılamayacak ve vadeye bağlanamayacaktır³⁰³.

Esasında, tam ve nakden ödeme ilkesi, şirket ile birlikte halka arz işlemlerinde pay senetlerini satın alacak yatırımcıları korumayı amaçlar³⁰⁴. Zorunlu pay alım teklifi kapsamında yer alan tam ve nakden ödeme ilkesi ise paylarını satacak olan yatırımcıları korumayı amaçlamaktadır.

Tam ve nakden ödeme ilkesi ilk olarak Seri: IV No: 8 sayılı Eski Tebliğ ile mevzuatımıza girmiştir. Bu dönemde tam ve nakden ödeme ilkesi istisnasız olarak katı bir biçimde uygulanmaktaydı³⁰⁵ ve teklifte bulunana herhangi bir alternatif ödeme olanağı sunulmamaktaydı. Daha sonra Seri: IV No: 44 sayılı Tebliğ ile birlikte tam ve nakden ödeme ilkesine istisna getirilmiş ve bu istisna II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ tarafından da korunmuştur.

b) İstisna

Tebliğ'in tam ve nakden ödeme kuralını ortaya koyan 5.maddesinin ikinci fıkrasının ilk cümlesine, ikinci cümleyle bir istisna getirilmektedir. Söz konusu istisna uyarınca "*Ancak pay alım teklifinde ödenecek bedel, pay sahibinin*

³⁰¹ Tam ve nakden ödeme esas olarak 6362 sayılı SerPK'nın sermaye piyasası araçlarının satışı başlıklı 12.maddesinin ilk fıkrasında düzenlenmektedir. Söz konusu hüküm uyarınca ihraç olan payların bedellerinin tamamen ve nakden ödenmesi şarttır. *Tekinalp* hükmün amacının, ihraçlarda sermayeye katılma taahhüdü dolayısıyla bakiye borç oluşturmamak ve aynı sermaye konulmasından doğacak tehlikelerden ortaklığı, pay sahiplerini ve alacaklıları korumak olduğunu belirtmektedir. Bkz. Ünal Tekinalp, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul: Es Yayınları, 1982, s.29.

³⁰² Ayoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, s.162.

³⁰³ Mehmet Somer, **Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul: Kazancı, 1990, s.97.

³⁰⁴ Tolga Ayoğlu, "Sermaye Piyasası Hukukunda Tam Ve Nakden Ödeme İlkesi", **GSÜHFD Erden Kuntalp'e Armağan**, 2004/1, s.430.

³⁰⁵ Seri: IV No: 8 sayılı Eski Tebliğ döneminde zorunlu pay alım teklifi kapsamındaki tam ve nakden ödeme ilkesi için bkz. Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.269; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.225 vd.

yazılı onayının alınması koşuluyla tamamen ya da kısmen menkul kıymet olarak da belirlenebilir.”

Zorunlu pay alım teklifine konu olan pay bedellerinin nakit yerine menkul kıymetle de ödenebilmesinin mantığı, teklifte bulunanın içinde bulunduğu mali durum açısından ona ekonomik kolaylık sağlanmasının amaçlanmasıdır. Bu sayede ortaklık devralmaları üzerindeki maliyet baskısı bir parça da olsa azaltılmak istenmektedir.

Her şeyden önce, istisnanın söz konusu olabilmesi için pay sahibinin yazılı onayının alınması gerekmektedir. Dolayısıyla, teklifte bulunan öncelikle tam ve nakden ödeme ilkesine uygun olarak bedel için para ile ödeme teklif edecek, eğer pay sahibinin yazılı onayını alabilirse ödemeyi menkul kıymet olarak da yapabilecektir.

Tebliğ bu noktada Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ'den ayrılmaktadır. Eski Tebliğ'in 4.maddesinin 2.fıkrasına göre *“Çağrıda ödenecek bedel Türk Lirası cinsinden nakit, menkul kıymet veya kısmen nakit kısmen menkul kıymet olarak belirlenebilir. Ancak pay sahibinin talebi halinde çağrı bedelinin nakden ödenmesi zorunludur.”* Bu hükme göre teklifte bulunan bedelin menkul kıymet olarak ödenmesini teklif edebilmekteydi. Pay sahibi de bu teklif karşısında herhangi bir nakden ödeme talebinde bulunmazsa bedel, menkul kıymet olarak ödenebilmekteydi. İşte tam bu noktada Eski Tebliğ küçük yatırımcının bedel açısından korunması hususunda yetersiz kalmaktaydı. Zira uygulamada birçok durumda küçük yatırımcılar bedelin nakden ödenmesini talep hakkına sahip olduğunu bilmeyerek teklifi kabul etme yoluna gidebilmekteydi. Yeni Tebliğ ise kural olarak, bedelin nakden ödeneceğini netleştirmiş, nakit dışında bir menkul kıymet ödeme aracı olarak kullanılmak isteniyorsa, ilgili pay sahibinin yazılı onayının alınması gerektiğini belirtmiştir. Dolayısıyla Yeni Tebliğ'in küçük yatırımcıların korunması adına yazılı onay şartını araması son derece isabetli bir düzenlemedir.

Zorunlu pay alım teklifine konu pay bedellerinin tümünden nakit veya tümünden menkul kıymet olması gerekmez. Bir diğer ifadeyle, ödeme kısmen menkul kıymet kısmen de nakit olarak yapılabilir. Menkul kıymet olan kısım için ilgili pay sahibinin yazılı onayının aranması gerektiği göz ardı edilmemelidir.

Ayrıca Tebliğ pay alım teklifine konu pay bedellerinin tamamen veya kısmen menkul kıymet olarak belirlendiği durumlarda, menkul kıymetin borsada işlem görmesinin zorunlu olduğunu belirtmektedir. Tebliğ'in bu düzenlemesi de isabetlidir. Payları borsada işlem görmeyen payların piyasa değerinin tespit edilmesi zordur³⁰⁶ ve borsada işlem gören paylara oranla gerçek değerinin tespiti daha maliyetlidir. Ayrıca borsada işlem gören payların elden çıkarılıp likit hale getirilmesi, borsada işlem görmeyen paylara oranla daha kolaydır. Bu düzenleme ile de yönetim kontrolü dışında kalan pay sahiplerinin korunması amaçlanmaktadır.

Son olarak Tebliğ 5.maddesinin 2.fıkrasında ödemeye konu menkul kıymet için esas alınan birim fiyat veya değişim oranı ve bu fiyatın veya değişim oranının tespitinde kullanılan yöntemin bilgi formunda açıklanacağı hükme bağlanmaktadır. Bu düzenlemeyle, bilgi formunu inceleyen küçük yatırımcı, ödemenin menkul kıymet üzerinden yapılması hususunda ayrıntılı olarak bilgi sahibi olacak ve bu sayede yazılı onay verirken herhangi bir tereddüte düşmesinin önüne geçilecektir. Böylelikle yatırımcı sağlıklı bir tercih yapma imkânına kavuşmuş olacaktır. Özellikle teklifte bulunanın halka açık bir anonim ortaklık olması durumunda, bu ortaklık kendi ihraç edeceği paylarla ödeme yaparken, nakit yerine ödeme aracı olarak kullanılacak ortaklık paylarının borsada yüksek fiyattan işlem gördüğü bir dönemde ödeme yapmayı tercih edecek³⁰⁷ veya suni fiyat hareketleri oluşturarak fiyatın yükselmesini sağlamak isteyecektir. Tam bu noktada küçük yatırımcılar açısından bilgi formunda yer alan ödemeye konu menkul kıymet için esas alınan birim fiyat veya değişim oranı ve bu fiyatın veya değişim oranının tespitinde kullanılan yöntem hayati bir önem taşıyacaktır.

c) Özel Durum

II-23.1 sayılı Tebliğ, önemli nitelikteki işlemler açısından doğan zorunlu pay alım teklifinde, pay bedellerinin ödenmesi konusunda farklı bir uygulama getirmektedir.

³⁰⁶ Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı*, s.227.

³⁰⁷ Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı*, s.227.

II-23.1 sayılı Tebliğ'in 11.maddesinin 7.fikrasına göre “*pay alım teklifi bedelinin tam ve nakden ödenmesi zorunludur.*” Tebliğ yalnızca tam ve nakden ödeme ilkesine yer vererek nakit yerine menkul kıymet cinsinden ödeme yapılması konusunda istisnaya yer vermemektedir. Gerçi bu Tebliğ’de hüküm bulunmayan hallerde Kurul’un pay alım teklifine ilişkin düzenlemelerine (II-26.1 sayılı Tebliğ) uyulacağını belirten 8.fikra göz önüne alındığında, pay bedellerinin menkul kıymet kullanılarak da ödeneceği ileri sürülebilir. Ne var ki, II-23.1 sayılı Tebliğ açıkça tam ve nakden ödeme ilkesine yer vermiş ancak bunun istisnalarını düzenlememiştir. Buradan hareketle, bu düzenlemenin Kurul tarafından bilinçli olarak yapıldığı sonucuna ulaşılabileceği ve önemli nitelikteki işlemler sebebiyle ortaya çıkan zorunlu pay alım teklifinde pay bedellerinin menkul kıymet kullanılarak ödenemeyeceği kanaatini taşımaktayız.

2. Ödeme Zamanı

Tebliğ’in 5.maddesinin son fıkrasına göre “*pay alım teklifi çerçevesinde satın alınan payların bedeli, en geç satışı takip eden iş günü içerisinde ödenir.*”

Seri: IV No: 8 ve Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğlerde zorunlu pay alım teklifine konu pay bedellerinin ödeme zamanına ilişkin bir düzenleme mevcut değildi. Bu dönemde borçlar hukuku prensiplerinin uygulanacağı ve pay sahipleri tarafından yapılan devirle birlikte pay bedellerinin ödeneceği belirtilmekteydi³⁰⁸. Yeni Tebliğ pay bedellerinin ödeme zamanını açıkça belirleyen bir düzenlemeye yer vererek süreci netleştirmektedir.

Pay alım teklifi çerçevesinde satın alınan payların bedeli, en geç satışı takip eden iş günü içerisinde ödenir cümlesinde geçen ‘*satış*’ ibaresini taahhüt işleminden ziyade tasarruf işlemi olarak anlamak gerekir. Örneğin BİST’ te yapılan alım satım işlemlerinde, işlemlerin takası, işlem gününü izleyen ikinci iş günü (T+2), alış ile satışlar netleştirilerek, “*teslim karşılığı ödeme ilkesi*” çerçevesinde kaydi olarak gerçekleştirilmektedir. Bu durumda takas süresinin 2 gün olduğu göz önüne

³⁰⁸ Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı*, s.228 vd.

alındığında bedelin, payların teklifte bulunanın hesabına virmanlandığı günü takip eden iş günü içerisinde ödeneceği sonucuna varılmalıdır³⁰⁹.

3. Fiyatın Belirlenmesi

Zorunlu pay alım teklifi fiyatının adil bir biçimde belirlenmesi, küçük yatırımcılar, teklifte bulunan ve ülke ekonomisi yönünden önemlidir. II-26.1 sayılı Tebliğ bu durumu göz önüne alarak yönetim kontrolünün elde edilmiş şekline göre farklı fiyat hesaplama yöntemleri getirmektedir. Gerçekten de Tebliğ, hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi, hedef ortaklığın yönetim kontrolünde dolaylı bir değişiklik meydana gelmesi ve hedef ortaklığın sermayesini temsil eden birden fazla pay grubunun bulunması durumlarında zorunlu pay alım teklifi fiyatının ayrı şekillerde hesaplanması gerektiğini belirtmektedir.

Zorunlu pay alım teklifi fiyatının tespitinde en yüksek fiyat kuralı geçerlidir. Bu kurala göre zorunlu pay alım teklifi fiyatı, hedef ortaklığın payları için ödenen en yüksek bedelden daha düşük olamayacaktır³¹⁰.

Bununla birlikte, belirlenecek pay bedelleri asgari bir nitelik taşıdığından ve teklifte bulunan tarafından bu bedelin üstünde de ödeme yapılması her zaman mümkündür.

a) Hedef Ortaklık Paylarının Borsada İşlem Görmesi Durumunda

Hedef ortaklık paylarının borsada işlem görmesi durumunda zorunlu pay alım teklifine konu pay bedellerinin nasıl hesaplanacağı Tebliği'nin 15.maddesinin ilk fıkrasında düzenlenmektedir. Bu ihtimale ilişkin özel düzenleme Seri: IV No: 44

³⁰⁹ Boğa, *Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri*, s.153; Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı*, s.229.

³¹⁰ Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı*, s.234.

sayılı önceki Tebliğ’de mevcut olmayıp II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ ile ilk kez getirilmektedir.

Bu maddeye göre “zorunlu pay alım teklifi fiyatı, hedef ortaklık paylarının borsada işlem görmesi durumunda, payların satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması ile teklifte bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce pay alım teklifini doğuran pay alımları da dâhil olmak üzere tekliften önceki altı ay içinde hedef ortaklığın aynı grup paylarına ödediği en yüksek fiyattan düşük olamaz.”

Bu hükme göre, hedef ortaklık payları borsada işlem görüyorsa iki farklı hesaplama yapılacak ve bu hesaplamalar sonucu elde edilen fiyatlardan hangisi yüksekse o fiyat zorunlu pay alım teklifi fiyatı olarak kabul edilecektir

İlk olarak, payların satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması hesaplanacak ve bir fiyat elde edilecektir. Tebliğ’in ‘*anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönemi*’ baz alması isabetlidir. Zira bu süre daha kısa tutulursa borsada yapılabilecek suni fiyat hareketleri nedeniyle fiyatın düşürülerek küçük yatırımcının zarara uğratılma ihtimali daha fazla olacaktır. Günlük ağırlıklı ortalama fiyat o gün içerisinde pay senedinde gerçekleşen her emrin içerdiği fiyat ile pay adedinin çarpımlarının toplamının o payın toplam işlem adedine bölünmesiyle elde edilmektedir.

İkinci olarak, teklifte bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce pay alım teklifini doğuran pay alımları da dâhil olmak üzere tekliften önceki altı ay içinde hedef ortaklığın aynı grup paylarına ödenen en yüksek fiyat belirlenecektir. Bu hesaplamanın mantığı ise pay alım teklifi zorunluluğu doğuran işlemde (yönetim kontrolünün iktisap edilmesinde) ödenen bedel ile zorunlu pay alım teklifine konu diğer paylara ödenecek bedel arasında fark yaratılmamasıdır. Bu durum eşitlik ilkesi kapsamında yer alan fiyat açısından eşitliğin bir yansımasıdır, yani kontrol priminin yalnızca kontrolü devreden ortağa değil diğer pay sahiplerine de ait kabul edilmesinin sonucu olarak karşımıza çıkar.

Bu iki yöntemden iki fiyat elde edilecektir. En yüksek fiyat ilkesi gereği bu fiyatlardan yüksek olanı zorunlu pay alım teklifi fiyatı olarak kabul edilecektir.

Pay alım teklifi fiyatının 15.maddenin ilk fıkrasında belirtilen esaslara göre belirlenememesi halinde, pay alım teklifi fiyatının tespiti için Kurulca değerlendirme raporu istenebilir. Değerleme raporunun hazırlanmasında payların devir tarihi esas alınır. Kurul tarafından gerekli görülmesi halinde aynı veya farklı bir kuruluş tarafından yeni bir değerlendirme raporu hazırlanması istenebilir (m.15/son fıkra).

b) Yönetim Kontrolünün Dolaylı Olarak Elde Edilmesi

Hedef ortaklığın yönetim kontrolünün dolaylı, olarak yani ana ortaklıkta pay veya oy hakkı iktisabı suretiyle elde edilmesi durumunda zorunlu pay alım teklifi fiyatının hesaplama yöntemi Tebliğ'in 15.maddesinin 2.fıkrasında düzenlenmektedir. Yönetim kontrolünün dolaylı olarak elde edilmesi halinde fiyatın tespiti kontrolün doğrudan elde edildiği hallere oranla daha zordur. Zira dolaylı elde etme durumunda hedef ortaklıkta herhangi bir pay veya oy iktisabı söz konusu olmamaktadır. Dolaylı kontrolde fiyatın belirlenmesine yönelik düzenleme üç farklı hesaplama yöntemi içermektedir. Bu hesaplamalar sonucunda elde edilecek fiyatlardan en yüksek olanı zorunlu pay alım teklifi fiyatı olarak kabul edilecektir.

İlk olarak, ana ortaklık payları için ödenen tutar da dikkate alınarak hedef ortaklığın pay fiyatının belirlenmesi amacıyla Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan değerlendirme raporunda bir fiyat tespit edilecektir (15/2-a).

İkinci olarak, pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerin, varsa hedef ortaklıkta yönetim kontrolünün dolaylı değişikliğine sebep olan pay devrine ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde, hedef ortaklık paylarında yaptıkları alımlarda ödedikleri en yüksek fiyat belirlenecektir (m.15/2-b).

Son olarak, hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi durumunda, payların satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki

altı aylık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması tespit edilecektir (15/2-c).

Bu üç fiyattan en yüksek olanı esas alınacaktır. Hedef ortaklığın payları borsada işlem görmemekteyse bu son hesaplama yöntemi kullanılamayacak ve bedel ilk iki durumda tespit edilen fiyatlardan yüksek olanı esas alınarak tespit edilecektir.

c) **Birden Fazla Pay Grubunun Varlığı**

Tebliğ, pay alım teklifinde, hedef ortaklığın sermayesini temsil eden aynı gruba dâhil tüm payların eşit işleme tabi tutulacağı yönündeki ilkeyi düzenleyen 5.maddesinden hareketle, hedef ortaklığın sermayesini temsil eden birden fazla pay grubunun bulunması durumunda fiyat tespitine ilişkin ayrı bir düzenleme getirmektedir. Gerçekten de anonim ortaklıklarda eşit işlem ilkesi, tüm pay sahiplerine her durumda eşit işlem yapılmasını gerektirmez, bu ilke aynı koşullar altında eşitlik anlamına gelmektedir³¹¹. Bu hususu göz önüne alan Tebliğ farklı pay grupları için farklı fiyat hesaplama yöntemleri getirmektedir.

Durumu biraz daha somutlaştırmak üzere şu örnek verilebilir. Kardemir A.Ş.'nin KRDMA, KRDMB, KRDMD olmak üzere üç farklı pay grubu vardır. Bu üç pay grubu da BİST' te işlem görmektedir ve herhangi bir imtiyaz söz konusu değildir. Bu üç pay grubunun da BİST' te işlem fiyatları birbirinden farklıdır. Sermayenin %68,44'ünü temsil eden KRDMD paylarının %75'ine sahip olan kişi ortaklıkta yaklaşık %50,33 lük oy hakkına sahip olacağı için yönetim kontrolünü elde etmiş sayılacak ve zorunlu pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü altına girecektir. İşte tam bu noktada Tebliğ farklı piyasa değerine sahip payların aynı kefeye konulmasına izin vermemiş ve farklı grup oluşturan payların (bu örnekte KRDMA ve KRDMB)hesaplama yöntemini ayrıca düzenlemiştir.

Zorunlu pay alım teklifini doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dâhil olan paylar için ödenecek pay alım teklifi fiyatı, Tebliğ'in 15.maddesinin 3.fikrasına göre belirlenecektir.

³¹¹ Yıldız, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**, s.75.

İlk olarak, pay grupları arasındaki imtiyaz farklılıkları dikkate alınarak, Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan değerlendirme raporunda bir fiyat tespit edilmelidir (m.15/3-a).

İkinci olarak, pay alım teklifinde bulunan ve birlikte hareket ettiği kişilerin, varsa hedef ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dâhil olan paylarda yaptıkları alımlarda ödedikleri en yüksek fiyat belirlenmelidir (m.15/3-b).

Son olarak, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dâhil olan payların borsada işlem görmesi durumunda, varsa hedef ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşma yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması tespit edilmelidir (m.15/3-c). Eğer pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğuran pay devrine konu olmayan paylar borsada işlem görmemekteyse bu son hesaplama yöntemiyle fiyat tespit edilemeyecek ve yalnızca yukarıdaki iki durumda belirlenen fiyatlar esas alınacaktır.

Bu hesaplama yöntemleriyle hesaplanan fiyatlar karşılaştırılmalı ve zorunlu pay alım teklifi fiyatının, en yüksek olandan düşük olmayacak şekilde asgari miktarının belirlenmesi gerekmektedir.

d) Zorunlu Pay Alım Teklifi Fiyatının Yeniden Belirlenmesi

Tebliğ'in 15.maddesinin son fıkrasına göre "pay alım teklifi fiyatını ve dolayısıyla yatırımcıların pay alım teklifine katılıp katılmayacaklarına ilişkin kararlarını etkileyen günlük ağırlıklı ortalama fiyatların ait oldukları dönemlerde gerçekleştirilen işlemler ile ilgili olarak Kurulca Kanununun 101 ve 107 nci maddeleri uyarınca işlem yapılmasına karar verilmesi durumunda, Kurulca pay alım teklifinin durdurulmasına veya pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesine karar verilebilir."

Öncelikle bu madde kapsamında zorunlu pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesine karar verilebilmesi için Kurul tarafından Kanunun 101 ve 107 maddelerine göre işlem yapılmış olması gerekir. Kanunun 101.maddesi bilgi suistimalini ve piyasa dolandırıcılığı kapsamında Kurul tarafından alınacak tedbirleri düzenlemektedir. 107.madde ise piyasa dolandırıcılığı kapsamında uygulanacak adli para cezalarını konu almaktadır. Bu iki madde kapsamında herhangi bir işlem söz konusu olmaksızın Kurul tarafından zorunlu pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesine karar verilemeyecektir.

Ayrıca, Tebliğ ‘*pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesine karar verebilir*’ ibaresini kullanarak Kurul’a, yeniden fiyat belirleme konusunda takdir hakkı tanımıştır.

4. Fiyat Eşitliğinin Sağlanması

Tebliğ fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin esasları ayrı bir maddede (m.16) düzenlemektedir. Fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin bu düzenlemenin temel amacı zorunlu pay alım teklifinin uygulanma sürecinde küçük yatırımcılar arasında fiyat açısından ayırım yapılmasının önüne geçilmek istenmesidir. Fiyat eşitliğinin sağlanması, esasında eşit işlem ilkesinin bir sonucudur. Eşit işlem ilkesi uyarınca teklifte bulunan hedef ortaklığın pay sahipleri arasında ayırım yapmamakla yükümlüdür³¹².

Tebliğ fiyat eşitliğinin sağlanması konusunda detaylı hükümler içermektedir.

Tebliğ 16.maddesinde hedef ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarih ile fiili pay alım teklifi süresinin sona erme tarihi arasındaki dönemde, pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından pay alım teklifi fiyatından daha yüksek bir fiyattan hedef ortaklık paylarının satın alınması halinde; pay alım teklifi fiyatı, satın alınan paylar için ödenen en yüksek fiyattan aşağı olmayacak şekilde yeniden belirleneceğini hükme bağlamaktadır.

³¹² Yıldız, *Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi*, s.97.

Pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesi halinde, yeniden belirlenen fiyat dikkate alınarak pay alım teklifi sürecine devam edilecektir. Bu durumda, pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesinden önce teklife olumlu cevap vererek paylarını satmış olan ortaklara ödenen tutar ile yeniden belirlenen fiyat arasında ki fark, pay alım teklifi süresinin sona ermesini takip eden iki iş günü içinde ilgili kişilere ödenir.

II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ, Ser: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ’de yer alan fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin hükümleri korumakla birlikte yeni bir düzenlemeye de yer vermektedir. Zorunlu pay alım teklifinin sona ermesinde sonra ortaya çıkabilecek fiyat eşitliğinin sağlanmasına aykırı durumlara ilişkin Seri: IV No: 44 sayılı Eski Tebliğ’de ne kadarlık bir zaman dilimi için fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin hükümlerin uygulanması gerektiğine dair bir sınırlama yoktu. Yeni Tebliğ ise 1 yıllık bir sınır getirerek bu konudaki boşluğu doldurmuştur. Yeni düzenlemeye göre fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin düzenlemeye aykırı olarak pay alımı yapıldığının ve oluşan farkın fiyata yansıtılmadığının pay alım teklifi sürecinin tamamlanmasından sonraki bir yıl içerisinde ortaya çıkması halinde; 17. maddede belirtilen oran üzerinden hesaplanacak faiz tutarı eklenmiş yeni pay alım teklifi fiyatı ile yeni bir teklif yapılır ve daha önce pay alım teklifine katılarak paylarını satmış olan ortaklara ise aradaki fark ödenir.

Tebliğ ayrıca fiyata ilişkin farklı uygulamalar ortaya çıkması halinde teklifte bulunana durumu Kurul’a bildirme yükümlülüğü getirmektedir. 16.maddenin son fıkrasına göre teklifte bulunan ya da birlikte hareket ettiği kişiler tarafından birinci fıkradaki süreler içerisinde ödenen en yüksek fiyat Kurul’a bildirilir ve 10 uncu maddede belirtildiği şekilde gecikmeksizin kamuya açıklanır.

5. Fiyatın Belirlenmesinde Faize ve Kura İlişkin Esaslar

Tebliğ 5.maddesinde zorunlu pay alım teklifi kapsamında ödenecek pay bedellerinin Türk Lirası cinsinden olması gerektiği belirtilmektedir. Bununla birlikte, pay alım teklifi zorunluluğunu doğuran, yani yönetim kontrolünün elde edilmesine neden olan işlemlerin, örneğin yönetim kontrolünü sağlayan payların devrine yönelik

işlemin yabancı para birimi üzerinden yapılması mümkündür. Ayrıca zorunlu pay alım teklifinin zamanında yerine getirilmemesi nedeniyle işletilecek faizin tespiti de önemlidir. İşte bu ihtimalleri göz önüne alan Tebliğ, 17.maddesinde faize ve kura ilişkin ayrıntılı düzenlemeler içermektedir.

a) Faize İlişkin Düzenlemeler

(1) Pay Alım Teklifi Zorunluluğu Doğuran İşlemde Fiyatın TL Üzerinden Belirlenmiş Olması

Pay alım teklifi zorunluluğu doğuran işlemde fiyatın Türk Lirası cinsinden belirlenmiş olması ve pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu günden itibaren iki ay içerisinde ortaklığın diğer ortaklarına ait payları satın almak üzere fiili pay alım teklifine başlanmaması halinde, iki ayı aşan her gün için yıllık TRLIBOR³¹³ oranının %50 fazlası ile hesaplanacak faiz tutarı pay alım teklifi fiyatına eklenir. Faiz hesaplaması basit faiz esasına göre yapılır (m.17/1).

(2) Pay Alım Teklifi Zorunluluğunu Doğuran İşlemde Fiyatın Yabancı Para Birimi Üzerinden Belirlenmiş Olması

Pay alım teklifi zorunluluğunu doğuran işlemde fiyatın yabancı para birimi cinsinden belirlenmiş olması ve pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu günden itibaren iki ay içerisinde ortaklığın diğer ortaklarına ait payları satın almak üzere fiili pay alım teklifi işlemine başlanmaması halinde; iki ayı aşan her gün için yapılacak hesaplamada birinci fıkrada belirtilen faiz oranı, Euro cinsinden olan işlemler için

³¹³ Tebliğ'in 4.maddesinde TRLIBOR, Türkiye Bankalar Birliği tarafından açıklanan Türk Lirası referans faiz oranı olarak tanımlanmaktadır.

yıllık EURIBOR³¹⁴, Amerikan Doları cinsinden olan işlemler için ise yıllık LIBOR³¹⁵ oranlarının %50 fazlası olarak dikkate alınır. Pay alım teklifini doğuran devir işleminin anılan yabancı para birimlerinden farklı bir para birimi üzerinden gerçekleştirilmesi halinde, Kurulca uygun görülecek bir oran üzerinden hesaplanacak faiz tutarı pay alım teklifi fiyatına eklenir (m.17/3).

b) Kura İlişkin Düzenleme

Tebliğ zorunlu pay alım teklifini ortaya çıkaran işlemde fiyatın yabancı para birimi üzerinden tespit edilmiş olduğu durumlarda, zorunlu pay alım teklifine yol açan payın devredildiği tarih ile fiili pay alım teklifinin başlayacağı gün arasında kurda meydana gelebilecek değişikliklerden küçük yatırımcıların olumsuz etkilenmemesi adına kura ilişkin düzenleme yapma ihtiyacı duymuştur³¹⁶.

Gerçekten de Tebliğ'in 17.maddesinin 2.fıkrasına göre zorunlu pay alım teklifini doğuran işlemde fiyatın yabancı para birimi cinsinden belirlenmiş olması halinde pay alım teklifi fiyatı, pay alım teklifi yükümlülüğünü doğuran pay devri tarihindeki T.C. Merkez Bankasınca açıklanan döviz alış kuru ile pay alım teklifinin fiilen başlayacağı günden önceki iş günü T.C. Merkez Bankasınca açıklanan döviz alış kurundan yüksek olanı kullanılarak hesaplanan tutarın Türk Lirası karşılığı olarak belirlenecektir.

³¹⁴ Tebliğ'in 4.maddesinde EURIBOR, Avrupa Birliği içerisindeki para piyasasında kredibilitesi yüksek bankaların birbirlerine Euro üzerinden borç verme işlemlerinde uyguladıkları referans faiz oranı olarak tanımlanmaktadır.

³¹⁵ Tebliğ'in 4.maddesinde LIBOR, Londra bankalararası para piyasasında kredibilitesi yüksek bankaların birbirlerine ABD doları üzerinden borç verme işlemlerinde uyguladıkları referans faiz oranı olarak tanımlanmaktadır.

³¹⁶ Yeşiltepe, **AB Ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.177.

C. Kamuyu Aydınlatma İlkesinin Sürece Yansımaları

1. Genel Olarak

Kamuyu aydınlatma ilkesi, ortaklık pay sahiplerinin ve alacaklıların menfaatlerini korumaya yönelik, yatırımcının yatırım kararını etkileyebilecek her türlü bilginin tamlık, açıklık, doğruluk ve dürüstlük çerçevesinde aynı kapsamda ve eş zamanlı olarak sermaye piyasasının tüm muhataplarına sunulması olarak tanımlanmaktadır³¹⁷.

Pay alım teklifi zorunluluğu kapsamında, halka arzın tam tersi olarak, satıcıdan ziyade alıcının bilgi sahibi olduğu ve alıcı yerine satıcının kamuyu aydınlatması gerekir³¹⁸.

Zorunlu pay alım teklifi kapsamında kamuyu aydınlatma ilkesinin öngörülmesi küçük pay sahiplerinin korunması amacına hizmet eder. Pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasıyla birlikte kamunun aydınlatılması ilkesi de devreye girer ve küçük yatırımcılar, pay alım teklifi ile ilgili bilgilere tam ve zamanında ulaşmaları sağlanarak daha sağlıklı şekilde karar verme olanağına kavuşurlar³¹⁹.

Zorunlu pay alım teklifiyle karşılaşan küçük yatırımcının teklifi etraflıca değerlendirebilmesi için o teklif hakkında bilgi sahibi olması gerekir. İşte, zorunlu pay alım teklifi kapsamında yer alan kamunun aydınlatılmasına yönelik hükümlerle pay sahiplerinin teklif hakkında bilgi sahibi olmaları sağlanmaktadır. Kamuya açıklanan bilgileri inceleyen küçük yatırımcı, bu sayede yatırımına yön verecek doğru kararı vermiş olacaktır. Gerçekten de küçük pay sahibi açıklanan bilgileri

³¹⁷ Yanlı, **Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, s.96 vd.; Mustafa İhtiyar, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul: Beta, 2006, s.63.

³¹⁸ Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 1989, s.468.

³¹⁹ Z. Defne Uzunhasanoğlu, **Avrupa Topluluğu'nun 2004/25 sayılı Direktifinin Çağrı Yoluyla Vekâlet ve Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sermaye Piyasası Kanunu'nun Düzenlemeleri İle Karşılaştırılması**, Ankara: Ankara Üniversitesi Avrupa Toplulukları Araştırma Ve Uygulama Merkezi, 2007, s.8.

inceledikten sonra ya yeni yönetimle yoluna devam etme kararı alacak ya da teklife konu paylarını adil fiyattan satarak ortaklıktan çıkma hakkını kullanacaktır³²⁰.

Zorunlu pay alım teklifi kapsamında kamuyu aydınlatma, küçük yatırımcıların korunmasına hizmet ettiği gibi güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil bir piyasanın oluşumuna da katkı sağlar. Doktrinde, zorunlu pay alım teklifi çerçevesinde kamuyu aydınlatmanın, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde genel kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve II-26.1 sayılı Tebliğ'de yer alan kamuyu aydınlatma hükümlerinin uygulanması olmak üzere ikiye ayrılacağı belirtilmektedir³²¹.

II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği³²² (m.12 f.1-1) ve II-15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Durumlar Tebliği³²³ (m.5 f.1-a) belli pay sahipliği oranlarının aşılmasına ve bu oranları altına düşülmesine ilişkin durumların kamuya açıklanması gerekliliğinden söz etmektedir³²⁴. Dolayısıyla söz konusu açıklamalar zorunlu pay alım teklifine giden yolda önem arz edebilir. Bu kamuya açıklama durumuyla ileride meydana gelebilecek muhtemel yönetim kontrolü hakimiyeti değişikliğine ilişkin olarak pay sahipleri uyarılmaktadır³²⁵.

II-26.1 sayılı Tebliğ kapsamında yapılan kamuyu aydınlatma ise hedef ortaklığa, teklifte bulunana ve işlemlerin gerçekleşmesine dönük daha somut bilgiler içermektedir³²⁶.

2. Zorunlu Pay Alım Teklifinin Kamuyu Aydınlatma İlkesi İçindeki Yeri

Doktrinde kamuyu aydınlatma ilkesi bilginin açıklanması gereken zaman bakımından genel olarak iki ana başlık altında³²⁷ incelenmektedir³²⁸. Bunlar ihraç

³²⁰ İhtiyar, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, s.248.

³²¹ Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.236 ve s.245; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukunda Zorunlu Çağrı**, s.213.

³²² 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete.

³²³ 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete.

³²⁴ Seri: VII No: 54 sayılı Tebliğ m.5.

³²⁵ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukunda Zorunlu Çağrı**, s.215.

³²⁶ Manavgat, **Aleni Pay Alım Teklifi**, s.245.

³²⁷ İhtiyar, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, s.120 ve s.163.

sebebiyle (birinci el piyasada) kamunun aydınlatılması ve ihraç sonrasında (ikinci el piyasada) kamunun aydınlatılmasıdır. Zorunlu pay alım teklifi nedeniyle yapılacak kamuya açıklama ihraç sonrasında yapılacak açıklamalar arasında yer alır.

İhraç sonrası kamuyu aydınlatma da kendi içinde ikiye ayrılır: Dönemsel (periyodik) kamuyu aydınlatma ve anında (derhal) kamuyu aydınlatma. Dönemsel kamuyu aydınlatma finansal tabloların kamuya açıklanmasıyla ilgilidir. Anında kamuyu aydınlatmanın kaynağını ise özel durumların kamuya açıklanması durumu oluşturur.

Zorunlu pay alım teklifi nedeniyle yapılacak açıklamanın, Tebliğ'in 10.maddesi uyarınca “*Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esasları çerçevesinde*” yapılacağı hüme bağlanmaktadır. Bu nedenle zorunlu pay alım teklifi nedeniyle yapılacak açıklama anında (derhal) kamuyu aydınlatma kuralları arasında kendine yer bulmaktadır.

Son olarak, II-15.2 sayılı Tebliğ'in³²⁹ 5.maddesinde payları borsada işlem görmeyen ortaklıklara özgü zorunlu pay alım teklifi kapsamında kamunun aydınlatılmasına ilişkin hükümler mevcuttur. Dolayısıyla hedef ortaklığın payları borsada işlem görmüyorsa II-15.2 sayılı Tebliğ'in 5/j maddesi uyarınca bu ortaklıklara ilişkin zorunlu pay alım tekliflerinde kamunun aydınlatılması durumlarında II-15.2 sayılı Tebliğ uygulama alanı bulacaktır.

3. Açıklanması Gereken Durumlar

Tebliğ 10.maddesi kamuya açıklanması gereken hususları liste halinde saymaktadır. Burada yer alan bilgilerin tümünü açıklama yükümlülüğü teklifte bulunana aittir. 10.maddede yer alan kamuya açıklanması gereken hususlar hem

³²⁸ Bununla birlikte *Yanlı*, bilgi verme zamanı açısından kamuya açıklama türlerini; ihraçta kamuyu aydınlatma, organize piyasalara başvuru halinde kamuyu aydınlatma ve sürekli kamuyu aydınlatma olarak üç ana başlık altında incelemektedir. Bkz. Yanlı, **Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, s.108 vd.

³²⁹ 23.01.2014 Tarihli ve 28891 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklara İlişkin Özel Özel Durumlar Tebliği.

gönüllü hem de zorunlu pay alım teklifi kapsamında açıklanması gereken ortak durumlardır³³⁰.

a) Pay Alım Teklifinde Bulunulmasına Karar Verilmesi

Pay alım teklifine karar verilmesi durumu, esasında gönüllü pay alım teklifi bakımından bu madde kapsamına alınmıştır. Kanaatimizce, bu özel durum zorunlu pay alım teklifi açısından uygulama alanı bulmayacaktır. Zira zorunlu pay alım teklifinde, yönetim kontrolünü elde eden kişinin pay alım teklifinde bulunmaya karar veripvermemek gibi lüksü bir yoktur. Kontrol sahibi, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasından itibaren 6 iş günü içinde Kurul'a başvurmakla yükümlüdür.

b) Pay Alım Teklifi Zorunluluğunun Ortaya Çıkması ve Muafiyet İlişkin Bilgiler

Bu durum Tebliğ'in 10/b hükmünde "*pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunun ortaya çıkması, muafiyet talep edilip edilmeyeceği, muafiyet talebinin bu Tebliğin hangi maddesi çerçevesinde yapılacağı*" biçiminde ifade edilmektedir. Pay alım teklifi zorunluluğunun ortaya çıktığının ilan edilmesi hedef ortaklıkta bu zorunluluğun ortaya çıkmasından sonra pay iktisap edecek olan kişiler açısından önem taşır. Zira pay alım teklifi zorunluluğunun ortaya çıktığı tarihten sonra hedef ortaklıkta pay iktisap eden ortaklar, zorunlu pay alım teklifine dayanarak paylarının satın alınmasını talep edemeyeceklerdir³³¹.

Kurul resen muafiyet kararı veremez, bunun için muafiyet başvurusunun varlığı gerekir. Bu nedenle muafiyet başvurusunun yapılması ve dayanılan muafiyet hükmü bir anlamda küçük yatırımcının, gelecekteki yatırımlarını şekillendirmesine

³³⁰ Tebliğ'in 10.maddesi "*Genel Esaslar*" başlığını taşıyan ikinci bölümde düzenlenmektedir.

³³¹ Kendigelen, "Çağrıda BulunmaYükümlülüğünün İhlalinde Aktif Husumet Ehliyeti", **Hukuki Mütalaalar**, C.IV, s.201.

yardımcı olur. Örneğin, finansal güçlük içinde bulunan ortaklığa yeni fon getirilmesi hedef ortaklığın mali tablolarının düzeltilmesi açısından son derece önemlidir. Bu muafiyet hükmüne dayanarak yapılan başvuruyu öğrenen pay sahibi ortaklığın gelecekte daha güçlü olacağını düşünüp ortaklıktan ayrılma yolunu tercih etmeyebilir.

c) Fiyat ve Fiyatın Tespit Yöntemi

Pay alım teklifi fiyatı veya fiyatın nasıl tespit edileceği hakkında bilgi de Tebliğ m.10/c uyarınca kamuya açıklanacaktır. Fiyat yatırımcılar için ortaklıktan çıkma ya da ortaklıkta kalma arasında yapılacak seçimde en önemli belirleyici unsur olacaktır. Bu bakımdan zorunlu pay alım teklifine konu pay bedellerinin ve bu bedellerin hesaplanma yöntemlerinin açıklanması paysahipleri açısından önem arz eder.

Tebliğ fiyata ilişkin hususların açıklanma anına yönelik özel bir düzenleme öngörmektedir. Tebliğ m.10/2 uyarınca pay alım teklifi fiyatı veya fiyatın nasıl tespit edileceği hakkında bilgi, teklifte bulunma kararına veya teklifte bulunma zorunluluğunun ortaya çıktığına ilişkin açıklanma ile eş zamanlı olarak kamuya açıklanır.

d) Pay Alım Teklifinde Bulunmak Üzere veya Muafiyet İçin Kurul'a Başvurulması

Zorunlu pay alım teklifinin doğmasından itibaren 6 iş günü içinde, yönetim kontrolünü elde eden kişi tarafından Kurul'a zorunlu pay alım teklifinde bulunmak üzere başvuru yapılması gerektiği hatırlanacaktır³³². Yine hatırlanacağı üzere, muafiyet talep edilecekse pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasını izleyen

³³² II-26.1 sayılı Tebliğ m.13/1.

altı iş günü içinde teklif yapmakla yükümlü olanlar tarafından Kurula başvurulması gerekmektedir³³³.

Bu iki kapsamda yapılan başvurular Tebliğ'in 10/c hükmü uyarınca kamuya açıklanacaktır. Özellikle zorunlu pay alım teklifinde bulunmak üzere Kurul'a başvuru yapılmasının küçük yatırımcı için önemi büyüktür. Zira böyle bir başvuru yapılmazsa aynen ifa davası açılması mümkün olduğu için pay sahiplerinin başvurudan haberdar edilmesi gereklidir.

e) Kurul'a Yapılan Başvuruların Sonuçlanması

Kurul'a yapılan pay alım teklifinde bulunma başvurusu ile zorunlu pay alım teklifinden muafiyet başvurusunun sonucu da Tebliğ'in 10/d hükmü uyarınca kamuya açıklanması gerekir.

f) Fiyatın Tespiti Amacıyla Hazırlanacak Değerleme Raporları

Tebliğ 10/e maddesine göre pay alım teklifi fiyatının tespiti amacıyla hazırlanacak raporların tamamının değil yalnızca özet ve sonuç kısımlarının kamuya açıklanması gerekir.

g) Teklif Süresince İktisap Edilen Paylara İlişkin Bilgiler

Pay alım teklifi süresince her işlem günü sonunda borsadan ve borsa dışından alınan pay adedi ve tutarı ile pay alım teklifine karşılık veren pay sahibi sayısı da tebliğ kapsamında kamuya açıklanması gereken bilgiler arasında yer alır. Tebliğ'in

³³³ II-26.1 sayılı Tebliğ m.18/2.

10/f maddesinde yer alan bu düzenleme ‘*teklif sürecinde*’ elde edilen paylara ilişkin bilgileri kapsamaktadır.

h) Teklif Süresi Bitiminde Elde Edilen Paylara İlişkin Bilgiler

Teklifi süresinin bitiminden sonra elde edilen paylara ilişkin yapılması gereken açıklama ise Tebliğ’in 10/g hükmünde düzenlenmektedir. Buna göre pay alım teklifi süresinin bitiminde, teklif süresince alınan toplam pay adedi ve tutarı ile pay alım teklifine karşılık veren toplam pay sahibi sayısı, teklifte bulunan tarafından kamuya açıklanacaktır.

i) Tekliften Sonra Hedef Ortaklığın Ortaklık Yapısı

Tebliğ’in 10/ğ maddesinde yer alan bu durum teklif sonrası kamuyu aydınlatmaya ilişkindir. Söz konusu düzenlemeye göre pay alım teklifi sonrası payları teklife konu olan ortaklığın detaylı ortaklık yapısı ve yönetim durumu kamuya açıklanmalıdır.

j) Gönüllü Pay Alım Teklifinden Vazgeçilmesi

Gönüllü pay alım teklifine ilişkin düzenlemeler arasında yer alan tekliften vazgeçme durumu Tebliğ’in 20.maddesinde düzenlenmektedir. Söz konuyu maddeye göre “*gönüllü pay alım teklifi yoluyla pay toplama girişiminde bulunan kişiler, teklifin fiili başlangıcına kadar ortaklığın paylarını satın almaktan vazgeçebilir.*” İşte gönüllü pay alım teklif kapsamında vazgeçme durumu ortaya çıkarsa, bu husus, 10 uncu maddede belirtilen esaslar çerçevesinde kamuya duyurulacaktır (m.20/1).

Vazgeçme hakkı gönüllü pay alım tekliflerinde teklifte bulunacak kişiye tanınmış bir haktır. Zorunlu pay alım teklifinde kurumun doğası gereği teklifte bulunanın bu ihtimalde, tekliften vazgeçmesi gibi bir durum zaten söz konusu olamayacaktır³³⁴. Teklifte bulunmak bir yükümlülük olduğuna göre tekliften vazgeçilebilmesi de mümkün değildir.

k) Fiyat Eşitliğinin Sağlanması İçin Yapılan İşlemler

Fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin olarak Tebliğ'in 16.maddesi çerçevesinde yapılan işlemler de Tebliğ'in m.10/1 hükmü uyarınca kamuya açıklanmalıdır. Fiyat eşitliğinin sağlanmasına yönelik hükümlerin yatırımcıların bilgisine ulaşması sattıkları veya satmayı düşündükleri payların fiyatı açısından önem arz edecektir. Ayrıca Tebliğ'in 16.maddesinin son fıkrası uyarınca teklifte bulunan ya da birlikte hareket ettiği kişiler tarafından birinci fıkradaki süreler içerisinde ödenen en yüksek fiyat Kurul'a bildirilir ve 10 uncu maddede belirtildiği şekilde gecikmeksizin kamuya açıklanır.

4. Sorumluluk

a) Kamuya Açıklanan Bilgilerden Dolayı Sorumlu Olanlar

Tebliğ'in 10.maddesinin ilk fıkrası, kamuya açıklanacak hususların (Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esasları çerçevesinde) teklifte bulunan tarafından kamuya açıklanması gerektiğini öngörmektedir. Dolayısıyla kamuya açıklama yükümlülüğü teklifte bulunana aittir. Bunun doğal bir sonucu olarak kamuya açıklanması gereken hususlardan dolayı sorumluluk teklifte bulunan ve varsa birlikte hareket ettiği kişilere aittir.

³³⁴ Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı*, s.199.

Tebliğ'in 10.maddesinin son fıkrasına göre pay alım teklifinde yatırım kuruluşu kullanılmamasının zorunlu olduğu durumlarda, bu madde uyarınca kamuya açıklanması gereken hususlar yatırım kuruluşu tarafından da kamuya açıklanabilir. Bu durumda da sorumluluk teklifte bulunana aittir. Bu madde nedeniyle artık yatırım kuruluşunun kamunun aydınlatılmasından dolayı sorumluluğundan bahsedilemeyecek ve teklifte bulunan (ve varsa birlikte hareket ettiği kişiler) tek başına sorumluluğu üstlenecektir.

Tebliğ ile getirilen temel ilkeleri koyduktan sonra, kamuyu aydınlatmadan doğan sorumluluk halini bilgi formundan doğan sorumlulukla ve izahnameden doğan sorumlulukla karşılaştırılarak Tebliğin ulaştığı sonucun isabetli olup olmadığını incelemek gerekir.

Bilgi formundan doğan sorumluluk yukarıda incelenmiştir³³⁵. Tebliğ 7.maddesinin son fıkrasında bilgi formunda yer alan bilgilerin yanlış, yanıltıcı veya eksik olmasından halinde teklifte bulunan ve formu imzalayanlar sorumlu tutulmuştur. Esasında bilgi formu da bir kamuyu aydınlatma dökümanıdır ve bu dökümandan dolayı teklif sahibi ve yatırım kuruluşu sorumludur.

İzahname, yatırımcıların, sermaye piyasası araçlarına yapacakları yatırım konusunda alacakları kararı etkileyebilecek her türlü bilgiyi içeren bir kamuyu aydınlatma aracıdır³³⁶. 6362 sayılı SerPK'nın 10.maddesi uyarınca *“İzahnamede yer alan yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan ihraççılar sorumludur. Zararın söz konusu kişilerden tazmin edilememesi veya edilemeyeceğinin açıkça belli olması hâlinde; halka arz edenler, ihraca aracılık eden lider aracı kurum, varsa garantör ve ihraççının yönetim kurulu üyeleri kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar kendilerine yükletilebildiği ölçüde sorumludur.”*

Ayrıca SerPK m.32/1'e göre *“10 uncu madde çerçevesinde, aynı maddede sorumlu olduğu belirtilen kişiler ile mevzuat uyarınca izahname, pay alım tekliflerinde hazırlanan bilgi formu, özel durum açıklaması, birleşme ve bölünme işlemlerinde hazırlanacak duyuru metinleri, borsada işlem görme duyurusu ve finansal raporlar gibi Kurulca kamuyu aydınlatma amacı ile düzenlenmesi*

³³⁵ Bkz. III.Bölüm-A-4-d.

³³⁶ Ayoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, s.119, dñn. 374'deki yazarlar.

öngörülen sair kamuyu aydınlatma belgelerinin imzalayanlar veya bu belgeler kendi adına imzalanan tüzel kişiler bu belgelerde yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur.” Bu maddeden hareketle yatırım kuruluşu tarafından kamuya açıklanan belgelerde söz konusu yatırım kuruluşunun imzası varsa SerPK m.32/1 uyarınca yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden dolayı sorumluluğuna gidilebilecektir. Kanaatimizce, Tebliğ’in kamuya açıklanması gereken hususların yatırım kuruluşu tarafından kamuya açıklanması halinde de sorumluluğu yalnızca teklifte bulunana yükleyen 10.maddesinin son fıkrası, SerPK m.32/1 karşısında uygulama alanı bulamayacaktır. Bu çözüm yolu küçük yatırımcılar açısından da isabetlidir. Zira yatırım kuruluşlarının zararları tazmin olanağı daha fazladır. Ayrıca yatırım kuruluşları sermaye piyasalarında uzmanlaşmış kuruluşlar olduğu için bilgilerin kendileri tarafından açıklanması yatırımcılar üzerinde ister istemez bir güven düşüncesi uyandıracaktır.

Son olarak, yatırım kuruluşları aracılık faaliyetlerinde bulunmalarından dolayı için doğası gereği bazı bilgilere sahiptir. Örneğin günlük satın alınan paylar veya fiili pay alım teklifi sonunda satın alınan payların toplam niktarı gibi. Bu açıdan konuya yaklaşıldığında da zorunlu pay alım teklifi süreci içinde aktif rol oynayan yatırım kuruluşlarının da kamuya açıklanan bilgilerden dolayı sorumlu olacağı sonucuna ulaşılabilmektedir.

D. Pay Alım Teklifi Zorunluluğuna Aykırılığın Yaptırımları

1. Genel Olarak

Zorunlu pay alım teklifi uygulamasında en önemli başlığı, bu yükümlülüğe aykırılık halinde uygulanacak yaptırımlar oluşturmaktadır. Zira pay alım teklifi zorunluluğunun yerine getirilmemesi halinde uygulanabilecek yaptırımlar küçük yatırımcılar için adeta bir sigorta işlevi görür. Bu bölümde, sistematik açıdan, ilk olarak Yeni SerPK ve Tebliğ’in getirdiği yaptırımlar eski uygulamalarla karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Daha sonra ise pay alım teklifi zorunluluğuna

aykırılık durumunda uygulanabilecek yaptırımlar, sermaye piyasası hukuku kapsamında yer alan yaptırımlar ve borçlar hukuku kapsamında yer alan yaptırımlar olmak üzere iki ana başlıkta değerlendirilmiştir.

2. 6362 Sayılı Yeni SerPK ile Getirilen Düzen

6362 sayılı SerPK'nın getirdiği pay alım teklifi zorunluluğuna aykırılık durumunda uygulanacak yaptırımı içeren yeni düzenlemeyi incelemeden önce 2499 sayılı Eski SerPK dönemindeki uygulamaları incelemekte fayda görüyoruz.

2499 sayılı Eski SerPK'da ve bu kanuna dayanılarak çıkarılan Seri: IV No: 8 sayılı³³⁷ ve Seri: IV No: 44 sayılı³³⁸ Eski Tebliğlerde yönetim kontrolünün elde edilmesi sonucunda ortaya çıkan pay alım teklifi zorunluluğuna aykırılık halinde özel hukuk açısından uygulanacak herhangi bir yaptırım öngörülmemiştir. O dönemlerde, pay alım teklifi zorunluluğunu yerine getirmeyen ortaklara, kamu hukuku alanında kalmak üzere Kurul tarafından 2944 sayılı Eski SerPK'nın 47/A maddesi kapsamında idari para cezası uygulanmaktaydı. Zorunlu pay alım teklifinin temel amacının küçük yatırımcılara, paylarını adil fiyattan satıp ortaklıktan çıkma hakkı tanımak olduğu göz önüne alındığında, idari para cezasının bu amaca hizmet etmediği ortadaydı. Zira pay alım teklifinin maliyeti yüksek olduğu için idari para cezası bilerek ve isteyerek tercih ediliyordu.

Pay alım teklifi zorunluluğuna aykırılık bir anlamda kanundan doğan bir borcun ihlali anlamı taşıdığı için doktrin ve uygulamada³³⁹ aynen ifa davasının açılacağı kabul edilmekteydi. Böylelikle, aynen ifa davası sonucunda küçük pay

³³⁷ Bu Tebliğ dönemindeki yaptırımların ayrıntılı incelemeleri için bkz. Kendigelen, "Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinin Hukuki Sonucu, **Prof. Dr. Ergon A.Çetingil ve Prof. Dr. Rayegan Kender'e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı**, s.820; Çeker, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Münasebetiyle), **Batider**, s.68; Saka, "Çağrı Yoluyla Pay Toplanması", **Yasa Hukuk Dergisi**, s.22.

³³⁸ Bu Tebliğ dönemindeki yaptırımların ayrıntılı incelemeleri için bkz. Dinç, "Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ser: IV No: 44 Sayılı Tebliği Kapsamında Çağrıda Bulunma Yükümlülüğüne İlişkin Son Gelişmeler", **Batider**, s.287; Yeşiltepe, **AB Ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.184.

³³⁹ Yargıtay 11.HD'nin 07.11.2003 tarihli ve E.2003/3499 ve K.2003/10556 sayılı kararının detaylı analizi için bkz.Çeker, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Münasebetiyle), **Batider**, s.68 vd.

sahipleri ortaklıktan çıkma haklarını kullanabilmekteydi. Ancak bu sonucun elde edilmesi için dava açmanın masraf yapmayı gerektirmesi ve davaların uzun sürede sonuçlanamayarak sürecin sürüncemede kalması gibi nedenlerle aynen ifa davasından da beklenen fayda elde edilememekteydi.

6362 sayılı Yeni SerPK ise pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali durumunda uygulanacak yeni bir yaptırıma yer vererek küçük yatırımcıyı koruma niyetini açıkça ortaya koymaktadır. Kanun'un 26.maddesinin son fıkrasına göre *"Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy hakları, Kurulca belirlenecek süre içinde bu zorunluluğun yerine getirilmemesi hâlinde kendiliğinden donar. Söz konusu paylar, genel kurul toplantı nisabında dikkate alınmaz."* Bu hükümle birlikte zorunlu pay alım teklifinin ihlal edilmesi halinde gerekli caydırıcılık sağlanmış olmaktadır.

Bu yeni yaptırımın Kanun kapsamına alınması, aynen ifa davası açılmasını engellemeyeceği gibi SPK tarafından idari para cezası uygulanmasını da kuşkusuz önlemeyecektir.

3. Sermaye Piyasası Hukuku Kapsamında Uygulanacak Yaptırımlar

Sistematik açıdan bakacak olursak, sermaye piyasası hukuku kapsamında uygulanacak yaptırımlar, SPK tarafından uygulanan idari para cezası ve oy haklarının kendiliğinden donması yaptırımlarıdır.

a) İdari Para Cezası

Zorunlu pay alım teklifi kurallarına uymamanın sermaye piyasası hukuku kapsamındaki yaptırımlarından ilkini idari para cezası uygulaması oluşturmaktadır³⁴⁰.

Zorunlu pay alım teklifi düzenlemelerinin ihlali durumunda uygulanacak idari para cezalarının normatif dayanağını SerPK'nın 103.maddesinin 3.fıkrası oluşturur. Söz konusu hükme göre *“26 ncı madde uyarınca ve gerekirse Kurulca verilebilecek ek süre zarfında pay alım teklifi zorunluluğunu yerine getirmeyen gerçek ve tüzel kişiler hakkında, Kurul tarafından pay alım teklifine konu payların toplam bedeline kadar idari para cezası verilir.”*

İdari para cezası uygulamasına, muafiyet başvurusunun yapıp yapılmamasına göre iki açıdan yaklaşmak gerekir.

³⁴⁰ “Kervansaray Yatırım Holding A.Ş.’nin (Şirket) S.İ.S. Sayılğan İplik Tekstil Turizm İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile devralma suretiyle birleşmesi neticesinde, Şirket sermayesini temsil eden payların %72,87’sine sahip olarak yönetim kontrolünü elde eden Zeynep Tümer’in Kurulumuzun 27.01.2014 tarih ve 2/46 sayılı Kararı’na aykırı olarak Kurul Karar tarihinden itibaren 6 işgünü içerisinde Şirket’in diğer ortaklarına yönelik olarak pay alım teklifinde bulunmak üzere Kurulumuza başvurmaması nedeni ile söz konusu kişiden alınan savunmanın ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde değerlendirilmesi sonucunda; Zeynep TÜMER hakkında, Sermaye Piyasası Kanunu’nun 103/3 maddesi hükmü çerçevesinde, ilk aşamada pay alım teklifine konu payların toplam değeri ve dolayısıyla kesilebilecek azami idari para cezası tutarı olan 114.564.721,82 TL’nin % 3’ü oranında olmak üzere 3.436.941,65 TL tutarında idari para cezası uygulanmasına ve anılan kişiye pay alım teklifinde bulunmak üzere Kurulumuza başvurusu için Kurul karar tarihinden itibaren bir aylık süre tanınmasına, Zeynep Tümer’in; Kurul Karar tarihinden itibaren bir ay içerisinde pay alım teklifinde bulunmak üzere Kurulumuza başvurmaması veya Kurul Karar tarihinden itibaren her halükarda iki ay içerisinde fiili olarak pay alım teklifine başlanmaması durumlarında; kendisinden konuya ilişkin olarak ikinci defa savunma talep edileceği, söz konusu savunmanın Kurulumuzca değerlendirilmesi sonucunda kendisi hakkında, pay alım teklifine konu payların toplam değeri ve dolayısıyla kesilebilecek azami idari para cezası tutarı olan 114.564.721,82 TL’nin % 27’si oranında idari para cezası uygulanabileceği ve kendisine pay alım teklifine başlanması için bir aylık ek süre tanınacağı, kendisi hakkında Kurulumuzca uygulanabilecek olan ikinci idari para cezasına ilişkin Kurul karar tarihinden itibaren bir ay içerisinde pay alım teklifinde bulunmak üzere Kurulumuza başvurmaması veya ikinci idari para cezasına ilişkin Kurul karar tarihinden itibaren her halükarda iki ay içerisinde fiili olarak pay alım teklifine başlanmaması durumlarında; kendisinden konuya ilişkin olarak üçüncü defa savunma talep edileceği, söz konusu savunmanın Kurulumuzca değerlendirilmesi sonucunda kendisi hakkında, pay alım teklifine konu payların toplam değeri ve dolayısıyla kesilebilecek azami idari para cezası tutarı olan 114.564.721,82 TL’nin % 70’i oranında idari para cezası uygulanabileceği, dolayısıyla, pay alım teklifi yükümlülüğünün yerine getirilmemesine bağlı olarak Sermaye Piyasası Kanunu’nun 103/3 maddesi hükmü uyarınca kendisi hakkında, yukarıda sayılan ihlaller dikkate alınarak pay alım teklifine konu payların toplam değeri ve kesilebilecek azami idari para cezası tutarı olan 114.564.721,82 TL’nin % 100’ü (%3 +%27 + %70) oranında idari para cezası uygulanmasının söz konusu olabileceği, hususlarında bilgilendirilmesine karar verilmiştir.” Bkz. SPK 22.04.2014 tarih ve 2014/12 sayılı **Haftalık Bülten**, s.12-13.

Kurul'a muafiyet başvurusunda bulunulmamışsa, Tebliğ'in 13.maddesi uyarınca yönetim kontrolünü sağlayan payların (veya oy haklarının) iktisap edilmesini izleyen altı iş günü içerisinde pay alım teklifi yapmak üzere Kurul'a başvuru yapılması zorunludur. Eğer bu başvuru iktisap tarihinden itibaren 6 iş günü içinde yapılmazsa, yönetim kontrolünü elde eden kişi hakkında idari para cezası uygulanacaktır.

Kurul'a muafiyet başvurusunda bulunulmuşsa ve başvuru Kurul tarafından reddedilmişse, Tebliğ'in 19.maddesinin son fıkrası uyarınca Kurul'un muafiyet başvurusunu reddetme tarihinden itibaren 6 iş günü içerisinde pay alım teklifi yapılmak üzere Tebliğin 2 numaralı ekinde yer alan bilgi ve belgelerle birlikte Kurul'a başvurulması gerekir. Eğer bu başvuru red kararından itibaren 6 iş günü içerisinde yapılmazsa, yönetim kontrolünü elde eden kişi hakkında idari para cezası uygulanır.

Kanun 103.maddesinin 3.fıkrasında uygulanacak idari para cezasının üst sınırını pay alım teklifine konu payların toplam bedeli olarak belirlemektedir. Kurul bu miktara kadar idari para cezası uygulamakta takdir hakkına sahip kılınmış olsa da ihlal edilen kural ile idari para cezası arasında makul bir oran aranmalıdır³⁴¹.

İdari para cezalarının uygulanmasına ilişkin usuller SerPK m.105'de yer almaktadır. İdari para cezalarının uygulanmasından önce ilgilinin savunması alınır. Savunma istendiğine ilişkin yazının tebliğ tarihinden itibaren otuz gün içinde savunma verilmemesi hâlinde, ilgilinin savunma hakkından feragat ettiği kabul edilir. Kanun'da tanımlanan kabahatlerden birinin idari yaptırım kararı verilinceye kadar birden çok kez işlenmesi hâlinde, ilgili hükme göre, ilgili gerçek veya tüzel kişiye verilecek idari para cezası iki kat artırılır. Ancak, bu kabahatin işlenmesi suretiyle bir menfaat temin edilmesi veya zarara sebebiyet verilmesi hâlinde verilecek idari para cezasının miktarı bu menfaat veya zararın üç katından az olamaz. Tahsil edilen idari para cezalarının yüzde ellisi genel bütçeye gelir kaydedilir, yüzde ellisi gelir kaydedilmek üzere YTM'ye³⁴² aktarılır.

³⁴¹ Yasin Melikşah, **Sermaye Piyasası Kurulu Ve İşlemleri**, Ankara: Seçkin, 2002, s.212.

³⁴² SerPK m.3/y' de yapılan tanıma göre, YTM, yatırım kuruluşlarının, yatırım hizmet ve faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini yerine getirememeleri hâlinde, Kurulca bu Kanun çerçevesinde alınan tazmin kararını yerine getirmek amacıyla kurulmuş olan kamu tüzel kişiliğine sahip Yatırımcı Tazmin Merkezini ifade eder.

İdari para cezası uygulamaya yetkili organ SPK' dır. SerPK m.105'in son fıkrası uyarınca SPK' nin vereceği idari para cezasına karşı idari yargı yoluna başvurulabilir. SPK tarafından verilen kararların idari işlem niteliği taşıdığı göz önüne alındığında³⁴³; idari para cezaları da bu kapsam da yer alır. Buradan hareketle de idari para cezalarına karşı iptal istemiyle idari yargı yoluna başvurulabileceği sonucuna da ulaşılabilir.

Kanun 103.maddesinde ‘...verilir’ ibaresini kullanarak, yükümlülüğün ihlali halinde idari para cezasının uygulanması konusunda Kurul'a takdir hakkı bırakılmamıştır. SerPK tarafından verilen idari para cezası pay alım teklifi zorunluluğunu ortadan kaldırmaz³⁴⁴.

b) Oy Haklarının Donması

(1) Tanım ve Önemi

6362 sayılı Yeni SerPK'nın getirdiği yeniliklerden biri de yönetim kontrolünü elde eden pay sahibinin pay alım teklifi zorunluluğuna aykırı davranması halinde oy haklarının donması yaptırımıyla karşı karşıya bırakılmasıdır.

SerPK m.26'nın son fıkrasına göre “*Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy hakları, Kurulca belirlenecek süre içinde bu zorunluluğun yerine getirilmemesi hâlinde kendiliğinden donar. Söz konusu paylar, genel kurul toplantı nisabında dikkate alınmaz.*” Zorunlu pay alım teklifinin temel amacı yönetim kontrolünün elde edilmesi sonucunda ortaklıkta meydana gelebilecek muhtemel olumsuzluklardan küçük yatırımcıları korumaktır. Pay alım teklifi zorunluluğuna aykırılık halinde yönetim kontrolüne sahip pay sahibinin oy hakları donacak ve ortaklıkta yapmak istediği temel değişiklikleri yapamayacaktır. Böylece zorunlu pay alım teklifi işlemi

³⁴³ Aydın Akgül, *Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi*, İstanbul: Beta, 2008, s.91.

³⁴⁴ Dinç, *Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması*, s.291; Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukunda Zorunlu Çağrı*, s.254.

tamamlanıncaya kadar, hakimiyet değişikliğinin olumsuz sonuçlarına karşı küçük yatırımcılar koruma altına alınmış olmaktadır.

Daha açık bir anlatımla, zorunlu pay alım teklifine yol açacak biçimde hedef ortaklıkta pay veya oy hakkı iktisap eden kişinin temel amacı yönetim kontrolünü elde etmek ve ortaklığı kendi işletme politikası çerçevesinde dizayn etmektir. Bunun yolu ise sahip olunan oy haklarıyla şirket iradesinin kendi görüşü çerçevesinde oluşmasının sağlanmasından geçer. Oy haklarının donması yaptırımını tam bu noktada devreye girer ve caydırıcı bir unsur olarak kontrol sahibini zorunlu pay alım teklifinde bulunmaya sevkeder.

Oy haklarının donması, oy haklarının tümüyle ortadan kalkmamasına rağmen kanunda öngörülen bazı durumların gerçekleşmesi halinde payın geçici süre oy hakkından yoksunlaşması olarak tanımlanabilir³⁴⁵.

Oy hakkının donması tipik bir geçici oydan yoksunluk hali olarak düzenlendiği için TTK kapsamında yer alan oydan yoksunluk durumlarını düzenleyen hükümlerin yardımıyla SerPK m.26'nın son fıkrasının yorumlanması gerekir.

(2) Kapsamı

Pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali halinde Kanun yalnızca genel kurulda kullanılacak '*oy haklarına*' ilişkin bir yaptırım getirmektedir. O halde pay sahibi oy hakkı dışındaki paydan kaynaklanan diğer haklarını kullanmaya devam edebilecektir. Malvarlığı haklarından, kar payı hakkı, yeni pay alma hakkı, tasfiye payına katılma bakımından herhangi bir yaptırım uygulanması söz konusu değildir.

Oy hakkının donması geniş yorumlanıp, oy hakkının dışında yönetime katılma haklarını da kapsadığı sonucuna ulaşabilir mi? Kanaatimizce bu soruya olumlu yanıt vermek mümkün değildir. Zorunlu pay alım teklifi sözleşme özgürlüğü ilkesinin bir istisnasını teşkil eder. Bu nedenle, yorum yaparken istisnalar dar yorumlanır ilkesine uygun hareket edilmelidir. Ayrıca kanun açıkça '*oy haklarının donmasına*' yer

³⁴⁵ Ömer Teoman, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ankara: Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1983, s.165.

vermiştir. Bu nedenle, pay alım teklifi zorunluluğuna aykırı hareket edilmesi halinde ortaya çıkan *oy hakkının donması*, sadeceoy hakkının kullanılamaması sonucunu doğuracak ve yalnızca oy verme işlemiyle sınırlı olacaktır³⁴⁶. Kanun koyucunun amacı da diğer yönetim haklarının kullanılmasına bir sınırlama getirmek değildir. O halde, pay alım teklifi zorunluluğuna aykırı hareket eden kişi, genel kurula katılabilecek³⁴⁷, konuşma hakkını kullanabilecek, öneride bulunabilecek, bilgi alma hakkını kullanabilecek, inceleme hakkına sahip olabilecek ve hatta bilgi alma veya inceleme hakkı haksız yere reddedildiği takdirde dava hakkına sahip olacaktır³⁴⁸.

Oy haklarının donması yaptırımıyla ilgili gündeme gelebilecek bir başka soru da, yönetim kontrolünü elde eden kişinin hedef ortaklık nezdinde sahip olduğu bütün oy haklarının mı donacağı yoksa yalnızca pay alım teklifi zorunluluğuna yol açan kısmın mı donacağıdır? Kanun ve Tebliğ bu konuda bir ayrıma gitmemiştir. Kanun “*Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy haklarından*” söz etmektedir. Tebliğ’in 13.maddesinin son fıkrası da Kanun ile aynı ifade biçimine sahiptir. O halde pay alım teklifi zorunluluğuna aykırı davranan kişilerin hedef ortaklıkta sahip olduğu tüm oy haklarının donması gerektiği sonucuna ulaşılabilecektir. Bu çözüm yolu, uygulamada karşılaşılabilecek zorlukların ve karışıklıkların da önüne geçilmesine yardımcı olacaktır³⁴⁹.

Kanun açıkça ‘*pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler*’ ile ‘*bunlarla birlikte hareket edenlerin*’ sahip olduğu oy haklarının donacağını belirtmektedir. O halde yalnızca pay alım teklifzorunluluğu altında bulunan pay sahibinin değil, aynı zamanda bu pay sahibiyile birlikte hareket eden kişilerin de sahip olduğu oy hakları donacaktır.

³⁴⁶ Teoman, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, s.173.

³⁴⁷ Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.II, s.1474; Genel kurula katılma hakkı pay sahibinin vazgeçilemez hakları arasında yer alır, pay sahibi rıza gösterse dahi bu hak sınırlandırılmaz veya kaldırılamaz, bkz. Poroy / Tekinalp / Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku**, C.I, N.870e, s.613; Bu haktan önceden feragat edilemez, bkz. Mehmet Bahtiyar / Esra Hamamcıoğlu, **Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantıları**, İstanbul: Beta, 2014, s.55.

³⁴⁸ Ömer Teoman, “Oydan Yoksun Pay Sahiplerinin Karara Katılmaları”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku-Tüm Makalelerim**, 1982-2001, C.II, İstanbul: Beta, 2001, s.6.

³⁴⁹ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.273.

(3) Oy Haklarının Donması Yaptırımının Uygulanması

SerPK'nın 26.maddesinin son fıkrası uyarınca pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy hakları, Kurulca belirlenecek süre içinde bu zorunluluğun yerine getirilmemesi hâlinde '*kendiliğinden*' donar. Tebliğ'in 13.maddesinin 4.fıkrasına göre de bu maddede belirtilen başvuru sürelerine uyulmaması halinde, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy hakları, söz konusu ihlalin gerçekleştiği tarih itibarıyla '*Kurulca başka bir işlem yapılmasına gerek bulunmaksızın kendiliğinden*' donmaktadır.

Hukuk politikasının bir sonucu olarak oy haklarının donması için ayrıca Kurul veya mahkeme tarafından bir karar verilmesi gerekmemektedir. Pay alım teklifi zorunluluğunun ihlalinin gerçekleştiği anda kendiliğinden (*ipsoiure*) oy haklarının donması gerçekleşecektir.

6362 sayılı Yeni Kanun yürürlüğe girmeden önce, doktrinde, 2499 sayılı Eski Kanun döneminde pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali halinde idari para cezasına ilave olarak oy haklarının donması yaptırımının da Kanun kapsamına alınması gerektiği dile getirilmişti. O dönemde, oy haklarının donmasının, bir merciinin kararı üzerine gerçekleşmesi gerektiği yönünde farklı görüşler ortaya çıkmıştı. Bir görüşe göre, zorunlu pay alım teklifi başlamadan önce yargısal denetimin sağlanabilmesi açısından donma kararının mahkeme tarafından verilmesi daha isabetlidir³⁵⁰. Zorunlu pay alım teklifi sürecinin SPK gözetiminde yürütüldüğünden hareket eden bir başka görüş ise, oy haklarının donması konusunda SPK'nın (resen veya şikâyet üzerine) daha sağlıklı kararlar vereceğini ileri sürmektedir³⁵¹.

Kanaatimizce, Kanun tarafından getirilen oy haklarının *kendiliğinden* donması düzenlemesi isabetlidir. Zira Türkiye'deki mahkemelerin iş yükü göz önüne

³⁵⁰ Kendigelen, "Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinin Hukuki Sonucu, **Prof. Dr. Ergon A.Çetingil ve Prof. Dr. Rayegan Kender'e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı**, s.827; Çağlar Manavgat, "Sermaye Piyasasında Güncel Sorunlara Hukuki Çözüm Önerileri", **Avrupa Birliğine Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İstanbul: Steam, 2004, s.167.

³⁵¹ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.273.

alındığında, mahkeme donma kararı verene kadar yönetim kontrolünü elde eden ortak hedef ortaklığın yönetim yapısını ve işletme politikasını kendi arzuladığı biçimde çoktan şekillendirmiş olur. Bu da zorunlu pay alım teklifiyle korunmak istenen yatırımcıların menfaatine ters düşer. Bu nedenle oy haklarının donması kararının mahkeme tarafından verilmesi görüşü Türkiye’deki yargının işleyişi gerçeğiyle örtüşmez. Oy haklarının donmasına ilişkin kararın SPK tarafından verilmesi görüşüne de katılmıyoruz. Zira bu durum Kurul üzerindeki iş yükünün daha da artmasına sebep olacaktır. Kurul’un uygulamada, zorunlu pay alım teklifine ilişkin bilgi formunu bile aylar sonra onayladığı göz önüne alındığında, bu çözüm benimsenmiş olsa idi oy haklarının donması ile beklenen fayda en aza inmiş olurdu.

Tebliğ, taslak halindeyken, ‘*donmuş olan oy hakları, söz konusu idari para cezasının ödenmesini takip eden ilk gün Kurulca başka bir işlem yapılmasına gerek bulunmaksızın çözülür*’ cümlesini içermekteydi. Bu düzenleme, küçük yatırımcıların korunmasına hizmet etmeyeceği yönünde eleştirilere maruz kalmıştı³⁵². Gerçektende düzenleme bu şekilde yayımlansaydı para cezasını ödemeyi göze alan kimseler zorunlu pay alım teklifinden kolayca kaçınılabilirdi.

Tebliğ’in 13.maddesinin son fıkrasına göre *donmuş olan oy hakları; donmaya sebep olan bu maddede belirtilen durumlara bağlı olmaksızın, Kurulun aksi yönde vereceği kararlar saklı kalmak üzere, zorunlu pay alım teklifi işleminin tamamlanmasını takip eden ilk gün Kurulca başka bir işlem yapılmasına gerek bulunmaksızın kendiliğinden çözülür*. Görüldüğü gibi oy haklarının canlanması ancak ve ancak zorunlu pay alım teklifinin yerine getirilmesine bağlanmaktadır. Tebliğ’in bu son hali yönetim kontrolünü elde eden ortağı pay alım teklifinde bulunmaya zorlaması ve dolayısıyla küçük yatırımcıların korunması adına daha yerinde bir düzenlemedir.

³⁵² TÜSİAD, **Pay Alım Teklifi Taslağına İlişkin Görüşler**, İstanbul, Ağustos 2013, Ref: EKO/2013-26, s.3.

(4) Donma Anı

Donma anının tespiti, yönetim kontrolünü elde etmesine rağmen zorunlu pay alım teklifinde bulunmayan kişinin genel kurulda oy kullanması halinde söz konusu genel kurul kararının akıbeti açısından büyük önem taşır.

SerPK m.26/son'a göre pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy hakları, '*Kurulca belirlenecek süre içinde bu zorunluluğun yerine getirilmemesi hâlinde*' kendiliğinden donar.Tebliğ'in 13/son'a göre bu maddede belirtilen '*sürelere uyulmaması halinde*', pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy hakları, '*söz konusu ihlalin gerçekleştiği tarih itibarıyla*' Kurulca başka bir işlem yapılmasına gerek bulunmaksızın kendiliğinden donar. Dolayısıyla oy haklarının donma anı Tebliğ'in 13.maddesinde yer alan sürelerle aykırılık anı, yani pay alım teklifini gerçekleştirme zorunluluğunun ihlali anıdır. Çeşitli ihtimalleri değerlendirerek ihlalin gerçekleştiği tarihin belirlenmesi gerekir.

İlk olarak, yönetim kontrolünü sağlayan payların iktisap edilmesini izleyen altı iş günü içerisinde Kurul'a zorunlu pay alım teklifinde bulunmak üzere başvuru yapılmaması halinde, bu 6 iş gününü içeren sürenin bitiminde oy hakları donacaktır. Bu ihtimalde ayrıca iki aylık fiili pay alım teklifine başlama süresinin bitmesinin beklenmesi gerekmez. Zira bu iki aylık sürenin bitimi esas alınırsa, yönetim kontrolünü iktisap eden kişi sahip olduğu oy haklarını kullanıp ortaklık yapısında kendi çıkarları doğrultusunda değişiklikler yapabilir. Bunu engellemek adına 6 iş günü içinde başvuru yapılmazsa oy haklarının 6. iş gününün bitiminde donduğu kabul edilmelidir.

İkinci olarak, yönetim kontrolünü sağlayan payların iktisap edilmesini izleyen altı iş günü içerisinde Kurul'a zorunlu pay alım teklifinde bulunmak üzere başvuru yapılmış, ancak 2 ay içinde fiili pay alım teklifine başlanamamış olabilir. Bu durumda ihlalin (Kurul tarafından Tebliğ m.13/2 kapsamında verilen zorunlu pay alım teklifini tamamlanmasına yönelik ek bir süre yoksa) iki ayın bitiminde ortaya çıkacağı söylenebilir de, kanaatimizce küçük yatırımcıları koruma adına yine

yönetim kontrolü sağlayan payların iktisabından itibaren 6. iş gününün bitimi oy haklarının donma tarihi olarak esas alınmalıdır. Zira oy haklarının donmasındaki amaç, zorunlu pay alım teklifi gerçekleştirilmeden önce ortaklık yönetiminde herhangi bir değişikliğin meydana gelmesini önlemektir.

Üçüncü olarak, muafiyet başvurusunun reddedilmesi hali değerlendirilmelidir. Tebliğ 13.maddesinin son fıkrasında, oy haklarının donması bakımından yalnızca 13.maddede yer alan sürelerle aykırılıkların esas alınacağını belirtmektedir. Dolayısıyla 13.maddenin lafzından oy hakkının donması yaptırımının yalnızca 13.maddede yer alan sürelerle aykırılık halinde ortaya çıkacağı, Tebliğ'in diğer maddelerinde yer alan sürelerin ihlali halinde oy hakkının donması yaptırımıyla karşılaşılmayacağı gibi bir durum ortaya çıkmaktadır. Kanaatimizce, maddenin bu şekilde anlaşılması soruna yol açabilecektir. Muafiyete ilişkin süreler 13.maddede değil, Tebliğ'in 18. ve 19.maddesinde düzenlenmektedir. Kanımızca, 13.maddede yer alan "*bu maddede belirtilen sürelerle uyulmaması*" şeklindeki ifade amaca uygun yorum yaparak "*bu Tebliğ'de belirtilen sürelerle uyulmaması*" şeklinde anlaşılmalı ve uygulanmalıdır. O halde muafiyet başvurusunun reddedilmesi ihtimalinde, Kurul'un muafiyet başvurusunu red kararı tarihinden itibaren 6 iş günü içerisinde pay alım teklifi yapılmak üzere Kurul'a başvurulmak zorundadır. Bu noktadan hareketle oy haklarının Kurul'un muafiyet başvurusunun reddi kararından itibaren 6. iş gününde donacağı söylenebilse de bu çözüm yolu kanaatimizce, isabetli değildir. Zira Kurul'un muafiyet başvurularını incelemesi ve sonuca bağlaması için zamana ihtiyacı olduğu göz önüne alındığında, bu zaman diliminde yönetim kontrolünü elde eden kimsenin, ortaklığın yönetim yapısında değişiklik yapması muhtemeldir. Bu nedenle, muafiyet başvurusunun Kurul tarafından reddedilmesi halinde, yine, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasını izleyen 6. iş günü bitimi donma anı olarak esas alınmalıdır.

Son olarak, muafiyetin uygun görülmemesi kararından itibaren 6 iş günü içerisinde pay alım teklifinde bulunmak üzere Kurul'a başvuru yapılmış, ancak Tebliğ'in 19.maddesinde öngörülen fiili pay alım teklifine başlama süresi olan bir ay içinde fiili pay alım teklifine başlanmamış olabilir. Bu durumda, oy haklarının donma anı, bir aylık sürenin bitimi değil, yine, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasını izleyen 6. iş gününün sonu kabul edilmelidir.

(5) Oy Haklarının Donmasının Sonucu

Kanun 26.maddesinin son fıkrasında,donan payların, ‘*genel kurul toplantı nisabında dikkate alınmayacağı*’ belirtmektedir. Oy hakkı donmuş payların genel kurul toplantı yeter sayılarında dikkate alınmamasının en önemli gerekçesi, yönetim kontrolüne sahip ortağın genel kurulun toplanmasını zorlaştırmasının önüne geçilmesi ve ortaklığın karar almasını engelleme girişimlerinin önlenmek istenmesidir³⁵³.

Örneğin A, B, C ve D’den her birinin %10, yönetin kontrolünü elde eden E’nin ise toplamda %60’lık bir oy oranına sahip olduğu hedef ortaklıkta, E zorunlu pay alım teklifi kurallarına aykırı hareket ederek sahip olduğu %60 oranındaki pay hedef ortaklığın genel kurulunda toplantı nisabının hesaplanmasında göz önüne alınmayacaktır.

Hedef ortaklık bir halka açık anonim ortaklık olduğu için toplantı ve karar yeter sayılarının hesaplanmasında SerPK m.29 uygulanacaktır. Bu maddenin 3.fıkrasına göre “*Halka açık ortaklıkların genel kurul toplantılarında, ortaklık merkezinin yurt dışına taşınması ile bilanço zararlarının kapatılması için yükümlülük ve ikincil yükümlülük koyan kararlar hariç olmak üzere, bu Kanunda veya esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, 6102 sayılı Kanununun 418 inci maddesi uygulanır.*” TTK m.418 Bu göre “*Genel kurullar, bu Kanunda veya esas sözleşmede aksine daha ağır nisap öngörülmüş bulunan hâller hariç, sermayenin en az dörtte birini karşılayan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin varlığıyla toplanır.*” Bu hüküm toplantı yetersayısını düzenlemektedir. Somut örneğimiz açısından, oy hakları donan %60 oranındaki payın dışında kalan %40 oranındaki payın ¼’ü toplantı yetersayısını oluşturacaktır. O halde örneğimizde ilk toplantı için toplantı yeter sayısı hedef ortaklığın toplam oy haklarının %10’udur. Bu durumda, zorunlu pay alım teklifi hükümlerini ihlal eden hakim ortağın hedef ortaklıkta sahip olduğu oy hakkı oranı arttıkça hedef ortaklığın genel kurul toplantı yeter sayısı o ölçüde düşecektir.

³⁵³ Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı*, s.274.

Kanun söz konusu oyların yalnızca toplantı yeter sayılarında dikkate alınmayacağını ifade etmiştir. Buradan hareketle donan payların karar yeter sayılarında dikkate alınabileceği yorumuyla karşılaşılabılır. Ancak böyle bir yorum kanun hükmünün dolanılmasına yardım eder. Zira TTK m.418/1'in son cümlesine göre *“ilk toplantıda anılan nisaba ulaşamadığı takdirde, ikinci toplantının yapılabilmesi için nisap aranmaz.”* Bu durumda toplantı yeter sayısı oluşumunda dikkate alınamayan donmuş oylar karar yeter sayısında bu hüküm yardımıyla kullanılabilir. Ancak oy haklarının donması yaptırımın temel amacının, pay alım teklifi zorunluluğunu yerine getirmeyen ortağın hedef ortaklık yönetiminde değişiklik yapmasının engellenmesi olduğuna göre, donmuş olan oy hakları hem toplantı yeter sayısında hem de karar yeter sayısında dikkate alınmamalıdır.

Pay alım teklifi zorunluluğunu ihlali sonucun da donmuş olan oy hakları, Tebliğ'in 13.maddesinin son fıkrası uyarınca Kurul'un aksi yönde vereceği kararlar saklı kalmak üzere, zorunlu pay alım teklifi işleminin tamamlanmasını takip eden ilk gün Kurulca başka bir işlem yapılmasına gerek bulunmaksızın kendiliğinden çözümlür.

(6) Donan Oy Haklarını Katılımıyla Alınan Genel Kurul Kararlarının Akıbeti

SerPK, donan oy haklarının toplantı nisabında hesaba katılmayacağını belirtmiş; ancak buna rağmen alınan genel kurul kararlarının hangi geçersizlik türüne tabi olacağını açıklamamıştır. Oy haklarının donması halinde söz konusu oyların toplantı ve karar yeter sayıları üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Oy hakkı donan yönetim kontrolüne sahip ortak genel kurul kararının oluşumuna katılamaz yani genel kurulda alınacak kararlarda oy kullanamaz³⁵⁴.

Pay alım teklifi zorunluluğunu ihlal eden kişinin sahip olduğu tüm oy hakları donmaktadır. Bu noktada, pay sahibi olmasına karşın, kanunda belirlenen sebeplerin gerçekleşmesi nedeniyle oylamaya katılma hakkı bulunmayan kişilerin oylamaya iştirak etmesiyle alınacak genel kurul kararlarının hangi tür geçersizlik yaptırımına tabi olacağını tespit edilmesi gerekir.

³⁵⁴ Teoman, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, s.181.

Kanımızca, burada genel kurul kararlarının oluşması için kurucu unsur olarak aranan ortakların iradelerini belli bir yönde kullanarak ortaklık adına irade beyanında bulunmaları şartı gerçekleşmiş olmaktadır³⁵⁵. Bu nedenle, yokluk söz konusu olamaz.

SerPK'nın 26.maddesinin son fıkrasının emredici hüküm niteliği taşıdığı hususu göz önüne alındığında, donmuş oyların kararın oluşumuna katılımıyla genel kurulu alınması halinde, söz konusu genel kurul kararının TTK m. 447'de düzenlenen butlan yaptırımına tabi olması gerektiği ileri sürülebilir. Ancak batıl ve iptale tabi genel kurul kararları arasında özellikle kanun hükümlerine aykırılık bakımından bir sınır çizmek oldukça zordur. TTK kapsamında genel kurul kararlarının geçersizliği konusunda, kural iptal edilebilirlik, istisna ise butlandır³⁵⁶. Ayrıca, kararların iptal edilebilirlik veya butlan yaptırımına tabi olması konusunda kesinlik bulunmayan durumlarda hukuki güvenlik açısından iptal edilebilirlik yaptırımına öncelik tanınmalıdır³⁵⁷. Bu noktadan hareketle, pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali sonucunda donmuş olan oy haklarının genel kurul kararının oluşumuna iştirak etmesihisinde bu kararın iptal edilebilir nitelikte olduğu kanaatindeyiz. Ayrıca butlanın herhangi bir süreye bağlı olmadan öne sürülebildiği göz önüne alındığında, söz konusu genel kurul kararına dayalı olarak yapılan işlemlerin (özellikle yönetim kurulu seçiminin) yıllar sonra geçersizliğinin ortaya çıkması, özellikle sermaye piyasası hukukunda, hedef ortaklıkta pay sahibi olan veya olacak olan kişileri etkiler. Bu nedenle, donmuş olan oy haklarının da katılımıyla alınan kararların iptal edilebilirlik yaptırımına bağlanmasının yerinde olacağı kanaatindeyiz.

TTK m.345'e göre "446 ncı maddede belirtilen kişiler, kanun veya esas sözleşme hükümlerine ve özellikle dürüstlük kuralına aykırı olan genel kurul kararları aleyhine, karar tarihinden itibaren üç ay içinde, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinde iptal davası açabilirler."

³⁵⁵ Tolga Ayoğlu, "Oydan Yoksun Pay Sahiplerinin Katılımı İle Alınan Genel Kurul Kararlarının Akıbeti", **GSÜHFD Prof. Dr. Kemal Oğuzman'a Armağan**, 2002/1, s.743.

³⁵⁶ Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul: XII Levha, 2012, s.58.

³⁵⁷ Üçışık/Çelik, **Anonim Ortaklıklar Hukuku**, C.1, S.352-353.

TTK m.345’de yer alan *kanuna aykırı* ibaresi yalnızca TTK’ya aykırılık halinde değil, Anayasa dahil tüm kanunlara aykırılığı kapsar³⁵⁸. O halde SerPK m.26’nın son fıkrasına aykırı olarak alınan kararlar hakkında da iptal davası açılabilir.

İptal davası açabilecekler TTK m.446’da sayılmıştır:

“aa) Toplantıda hazır bulunup da karara olumsuz oy veren ve bu muhalefetini tutanağa geçiren,

bb) Toplantıda hazır bulunsun veya bulunmasın, olumsuz oy kullanmış olsun ya da olmasın; çağrının usulüne göre yapılmadığını, gündemin gereği gibi ilan edilmediğini, genel kurula katılma yetkisi bulunmayan kişilerin veya temsilcilerinin toplantıya katılıp oy kullandıklarını, genel kurula katılmasına ve oy kullanmasına haksız olarak izin verilmediğini ve yukarıda sayılan aykırılıkların genel kurul kararının alınmasında etkili olduğunu ileri süren pay sahipleri,

cc) Yönetim Kurulu,

dd) Kararların yerine getirilmesi, kişisel sorumluluğuna sebep olacaksa yönetim kurulu üyelerinden her biri,”

iptal davası açabilir. Kanaatimizce, pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali kapsamında, TTK m.446/1-b hükmünde yer alan ‘*genel kurula katılma yetkisi bulunmayan kişilerin veya temsilcilerinin toplantıya katılıp oy kullandıklarını... ileri süren pay sahipleri*’ ibaresi *kararın oluşumunda oydan yoksun kişilerin oy kullanması* şeklinde yorumlanmalıdır. Zira yukarıda da açıklandığı üzere oy hakkı donan pay sahibinin genel kurula katılma hakkı devam etmektedir, yalnızca oy hakkından yoksundur. O halde pay alım teklifi zorunluluğunu ihlal eden ortağın katılımıyla alınan genel kurul kararının iptalini dava etmek için diğer pay sahiplerinin söz konusu kararın alındığı toplantıya katılması gerekmediği gibi, toplantı da olumsuz oy kullanmasalar dahi iptal davası açma hakları vardır. Bu çözüm yolu halka açık anonim ortaklıklarda küçük pay sahiplerinin genel kurula ilgisiz kaldığı realitesi ve küçük yatırımcının korunması ilkesi göz önüne alındığında menfaatler dengesine de uygundur.

³⁵⁸ Moroğlu, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, s.198.

TTK m.446 kapsamında incelenmesi gereken bir diğer husus doktrinde etki kuralı olarak adlandırılan³⁵⁹, (b) bendinde yer alan ‘*yukarıda sayılan aykırılıkların genel kurul kararının alınmasında etkili olduğunun*’ tespit edilmesi gerekliliğidir. Dolayısıyla oy hakkı donan payların oy kullanmasının alınan kararı etkilediğini davacı ispatlamalıdır.

İptal davası, ortaklık merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinde açılır. Dava, genel kurul kararının alınmasından itibaren üç aylık hak düşürücü süre içinde açılmalıdır (TTK m.445).

İptal edilebilir kararların şekil veya içerik yönünden sakat olmalarına rağmen, mahkeme tarafından verilen iptal kararı kesinleşinceye kadar geçerli oldukları kabul edilmektedir. Mahkemenin verdiği iptal kararının kesinleşmesiyle, bu hüküm geçmişe etkili olarak sonuç doğuracaktır³⁶⁰.

4. Borçlar Hukuku Kapsamında Uygulanabilecek Yaptırımlar

a) Genel Olarak

2499 sayılı Eski SerPK döneminde zorunlu pay alım teklifinde bulunmayan ortağa karşı borçlar hukuku kapsamında hangi tür yaptırımların uygulanacağı tartışmalıydı. Baskın görüş³⁶¹ ve Yargıtay³⁶², zorunlu pay alım teklifinin kanundan

³⁵⁹ Ünal Tekinalp, **Yeni Anonim Ve Limited Ortaklıklar Hukuku İle Tek Kişi Ortaklığının Esasları**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2011, s.228.

³⁶⁰ Moroğlu, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, s.24.

³⁶¹ Çeker, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Münasebetiyle)”, **Batider**, s.68; Saka, “Çağrı Yoluyla Pay Toplanması”, **Yasa Hukuk Dergisi**, s.22; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.185; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukunda Zorunlu Çağrı**, s.270; M.Aslı Küçükgüngör, “Banka Hukukunda Hakim Ortak Kavramı ve Hakim Ortakların Hukuki Durumu”, **Batider**, C.XXIII, Eylül 2010, S.3, s.153; Yeşiltepe, **AB Ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.187.

³⁶² “...Tebliğde çağrı zorunluluğu doğan paydaş, yada paydaşların bu zorunluluğun gereği olan çağrıyla yapmaması halinde 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 halinde, tüm azınlık pay sahiplerine fırsat eşitliği sağlanması için, sadece bu konuda dava açan ortağın payının satılmasının sağlanmasına

doğan bir borç olduğundan hareketle, aynen ifa davasının açılabilceğini savunmaktaydı. Azınlıkta kalan görüş ise, 2499 sayılı SerPK' nin zorunlu pay alım teklifine ilişkin olarak açık ve tartışmasız bir yasal dayanak içermediğinden hareketle, kanundan doğan bir sözleşme yapma yükümlülüğü söz konusu olmadığı için, pay alım teklifi zorunluluğuna aykırılığın yalnızca TBK m.49 anlamında bir haksız fiil oluşturacağını ve sadece tazminat sorumluluğunun olabileceğini belirtmekteydi³⁶³.

6362 sayılı Yeni SerPK zorunlu pay alım teklifini özel bir hükümlerle, açık ve net bir biçimde düzenlemektedir. Bu nedenle, pay alım teklifi zorunluluğunu ihlal eden kişiye karşı yalnızca haksız fiil temelinde talep hakkı doğabileceğini belirten azınlık görüşü dayanaksız kalmıştır.

2499 sayılı Eski SerPK döneminde oy haklarının donması yaptırımına yer verilmediğinden yeterli caydırıcılık elde edilememiştir. O dönemde aynen ifa davası, hedef ortaklıktan çıkma adına küçük pay sahiplerinin dayanabilecekleri tek önemli yaptırımdı. Pay alım teklifi zorunluluğuna aykırı davrananlara karşı 6362 sayılı Yeni SerPK kapsamında da aynen ifa davası açılmasının önünde herhangi bir engel yoktur.

Borcun kaynaklarından biri de *doğrudan kanundan doğan borçlardır*³⁶⁴. Doğrudan kanundan doğan borçlar, kanunda öngörülen şartların gerçekleşmesi yani kanunda yer alan belirli bir olgunun somut olayda meydana gelmesi sonucunda oluşan borç ilişkileridir³⁶⁵. Zorunlu pay alım teklifi de kanundan doğan bir borç niteliğindedir³⁶⁶. Gerçekten de somut olayda pay alım teklifinde bulunma borcu

değil, yasa ve tebliğ doğrultusunda zorunlu aleni pay alım çağrısı yapılmasına karar verilmelidir." Bkz. Yargıtay 11.HD'nin 07.11.2003 tarihli E.2003/3499 ve K.2003/10556 sayılı kararı. (www.kazanci.com, erişim tarihi: 17.05.2014).

³⁶³ Kendigelen, "Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinin Hukuki Sonucu, **Prof. Dr. Ergon A.Çetingil ve Prof. Dr. Rayegan Kender'e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı**, s.821; Kendigelen, "Çağrıda BulunmaYükümlülüğünün İhlalinde Aktif Husumet Ehliyeti", **Hukuki Mütalaalar**, C.IV, s.189.

³⁶⁴ Oğuzman/Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, s.34; Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.116.

³⁶⁵ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.116-117.

³⁶⁶ Çeker, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Münasebetiyle)", **Batider**, s.68; Saka, "Çağrı Yoluyla Pay Toplanması", **Yasa Hukuk Dergisi**, s.22; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.185; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukunda Zorunlu Çağrı**, s.256; Paslı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, s.509;Yeşiltepe, **AB Ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, s.187.

SerPK m.26 uyarınca yönetim kontrolünü sağlayan pay veya oy hakkı iktisabına bağlı olarak doğmaktadır.

Zorunlu pay alım teklifinde bulunmayan kişi kanunen kendisine yükletilmiş bir *yapma borcunu* yerine getirmemektedir. Zira yönetim kontrolünü elde eden kişinin SerPK m.26'dan doğan borcu, pay alım teklifinde bulunmaktır. Aynen ifa davası yalnızca verme borçları açısından değil aynı zamanda yapma borçlarında da söz konusu olmaktadır³⁶⁷. O halde, zorunlu pay alım teklifinin ihlali kanundan doğan bir borcun yerine getirilmemesi nedeniyle oluşan bir borçlu temerrüdünün bir görünümüdür³⁶⁸.

Pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali sonucunda açılacak aynen ifa davasında, davalı(borçlu) taraf olarak yönetim hâkimiyetini elde etmesine rağmen pay alım teklifi yükümlülüğünü yerine getirmeyen ortağı ve davacı (alacaklı) olarak küçük yatırımcıları tespit etmek mümkündür.

b) Aynen İfa Davasının Şartları

(1) Borcun Muaccel Olması

Aynen ifa davası açılabilmesi için borçlunun, yani yönetim kontrolüne sahip ortağın temerrüde düşmüş olması gerekir. Temerrütten bahsedebilmek için de borcun muaccel olması yani talep ve dava edilebilir olması gerekir³⁶⁹. Pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasıyla veya yapılan muafiyet başvurusunun Kurul tarafından reddedilmesiyle borç muaccel hale gelecektir³⁷⁰.

³⁶⁷ Kılıçoğlu, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.697.

³⁶⁸ Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.294.

³⁶⁹ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.1092.

³⁷⁰ Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.293; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukuunda Zorunlu Çağrı**, s.257.

(2) Borcun İfa Edilmemiş Olması

Pay alım teklifi zorunluluğunun doğmuş olmasına rağmen yönetim kontrolüne sahip ortak tarafından Tebliğ'in 13, 18 ve 19.maddelerinde yer alan süreler içinde teklifte bulunulmamış veya söz konusu süreler içinde fiili pay alım teklifinin tamamlanmamış olması gerekir.

(3) İfanın Mümkün Olması

Borçlu temerrüdünün şartlarından biri olan edimin ifasının mümkün olması aynen ifa davasının da ön şartını oluşturur. İfanın mümkün olması, borcun vadesinde ifa edilmemiş olmasına rağmen, halen ifasının mümkün olmasını ifade eder³⁷¹.

(4) İhtar

TBK m.117 uyarınca muaccel bir borcun borçlusu, alacaklının ihtarıyla temerrüde düşer. Ancak ihtar yapılmasının dürüstlük kuralına göre beklenmeyeceği hallerde borçlunun ihtarına gerek kalmadan da temerrüdün oluşabileceği kabul edilmektedir³⁷².

Doktrinde, ileri sürülen pay alım teklifi zorunluluğunun ihlal edilmesi halinde dürüstlük kuralı gereği ihtarla gerek olmadan temerrüdün oluşacağı yönündeki görüşe biz de katılmaktayız³⁷³.

³⁷¹ Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.1092.

³⁷² Oğuzman/Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, s.478.

³⁷³ Saka, "Çağrı Yoluyla Pay Toplanması", **Yasa Hukuk Dergisi**, s.22; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.296; Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, s.261.

c) Davanın Sonucunda Verilecek Karar

Açılan aynen ifa davasının konusu, davalı tarafından zorunlu pay alım teklifinde bulunulmasının sağlanmasıdır.

Yargıtay bu konuda verdiği ilk ve tek kararında “...çağrı gereğinin yerine getirilmemesi halinde, 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 gerekmiştir³⁷⁴.”

Yargıtay, yerel mahkemenin kararını, sadece aynen ifa davası açan pay sahiplerini kapsayacak şekilde değil, hedef ortaklığın yönetim kontrolü dışında kalan tüm pay sahiplerini kapsayacak şekilde zorunlu pay alım teklifine hükmedilmesi gerekliliğine dayanarak bozmuştur. Doktrinde, dava açmayan pay sahiplerine de çıkma hakkı tanıdığını ve zorunlu pay alım teklifi kurallarının dolanılmasını önlemek için Yargıtay tarafından benimsenen bu çözümün isabetli olduğunu savunan bir görüş mevcuttur³⁷⁵. Kanaatimizce, Yargıtay’ın belirlediği çözüm küçük yatırımcıların ortaklıktan çıkmalarının sağlanması adına isabetlidir³⁷⁶. Ancak Yargıtay yalnızca zorunlu pay alım teklifinde bulunulmasına hükmedilmesi gerektiğini belirtmektedir. Bu çözüm tarzı usul ekonomisine aykırıdır. Zira mahkeme zorunlu pay alım teklifine karar verdikten sonra, davalı teklifte bulunacak ve teklife olumlu cevap verenlerle sözleşme kurulacaktır. Eğer yönetim kontrolüne sahip ortak kurulan pay satış sözleşmesini gereği gibi ifa etmezse (örneğin, pay bedellerini tam ödemezse), küçük yatırımcılar bu defa da sözleşmenin aynen ifası için dava açmak zorunda kalacaklardır. Dolayısıyla Yargıtay tarafından benimsenen çift davalı sistem,

³⁷⁴ Bkz.dpn. 345.

³⁷⁵ Çeker, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Münasebetiyle), **Batider**, s.72-73.

³⁷⁶ Ancak dava açmayan pay sahipleri davaya taraf olmadıkları için bu hükmün icra yoluyla yerine getirilmesini talep edemeyeceklerdir. Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukuunda Zorunlu Çağrı**, s.265; Dinç, **Sermaye Piyasası Hukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, s.299.

davaların çabuk, basit ve ucuz görülmesini kapsayan usul ekonomisi ilkesine³⁷⁷ aykırıdır. Pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali üzerine açılan aynen ifa davasında, mahkemenin ilk olarak pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğuna karar vermesi, ikinci olarak ise, belirlenecek fiyat üzerinden pay bedellerinin davalıdan alınıp davacıya verilmesine hükmetmesi, kanımızca, en uygun çözüm olacaktır³⁷⁸.

d) Gecikme Tazminatı ve Temerrüt Faizi

Pay alım teklifi zorunluluğunun yerine getirilmemesi veya geç yerine getirilmesinden dolayı zarara uğrayan küçük yatırımcılar aynen ifayla birlikte (gerekli şartları sağlamak koşuluyla) TBK m.118 uyarınca gecikme tazminatı da talep edebileceklerdir. Bunun için borçlunun zorunlu pay alım teklifinde bulunmamasında kusurlu olması gerekir. Gecikme tazminatı temerrüt tarihi ile ifa tarihi arasındaki zaman dilimini kapsar³⁷⁹. Kurul da, zorunlu pay alım teklifinin ihlal edildiği durumlarda küçük yatırımcılara zararlarını tazmin ettirebilecekleri yönünde telkinde bulunmaktadır³⁸⁰.

Zorunlu pay alım teklifinde bulunulduktan sonra teklifte bulunanın borcu, bu teklife olumlu cevap verenlere karşı pay bedellerinin ödenmesi niteliğine dönüşür. Yani sözleşme kurulduktan sonra yönetim kontrolüne sahip borçlunun edimi parasal nitelik taşımaktadır. Bu nedenle pay bedellerini ödemede temerrüde düşen borçlu temerrüdün gerçekleştiği tarihten itibaren temerrüt faizi ödenmelidir. Tebliğ ödenecek faizin oranlarına 17.maddesinde yer vermektedir³⁸¹. Temerrüt faizi ödenmesi için borçlunun kusurlu olması gerekmez³⁸².

³⁷⁷ Baki Kuru/Ramazan Arslan/Ejder Yılmaz, **Medeni Usul Hukuku**, Ankara: Yetkin, 2011, s.357.

³⁷⁸ Kolcuoğlu, **Sermaye Piyasası Hukukuunda Zorunlu Çağrı**, s.266.

³⁷⁹ Reisoğlu, **Türk Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, s.371.

³⁸⁰ "...Pay alım teklifi yükümlülüğünün yerine getirilmemiş olması nedeniyle, *Şirket ortaklarının varsa meydana gelmiş zararlarının tazmini için Zeynep Tümer hakkında yargı yoluna başvurulabilecekleri* konusunda bilgilendirilmelerine... karar verilmiştir." Bkz. SPK 22.04.2014 tarih ve 2014/12 sayılı **Haftalık Bülten**, s.13.

³⁸¹ Faiz oranı zorunlu pay alım teklifini doğuran işlemde fiyatın TL cinsinden belirlenmiş olması halinde her gün için yıllık TRLIBOR oranının %50 fazlası, fiyatın yabancı para birimi cinsinden belirlenmiş olması her gün için Euro cinsinden olan işlemler için yıllık EURIBOR, Amerikan Doları cinsinden olan işlemler için ise yıllık LIBOR oranlarının %50 fazlası olarak dikkate alınır. Pay alım teklifini doğuran devir işleminin anılan yabancı para birimlerinden farklı bir para

SONUÇ

Çalışmamızda, sermaye piyasası hukuku kapsamında yer alan zorunlu pay alım teklifine ilişkin olarak aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Her ne kadar zorunlu pay alım teklifinin gerekliliği tartışmalı olsada, kanunu koyucu, SerPK m. 26'da bu düzenlemeye yer vererek uygulanmasının küçük yatırımcı açısından daha olumlu sonuçlar ortaya çıkaracağını düşündüğünü göstermiştir. Halka açık anonim ortaklıklarda geçerli olan zorunlu pay alım teklifiyle, ortaklığın yönetim kontrolünün elde edilmesi halinde, kontrol dışında kalan pay sahiplerine paylarını adil fiyat üzerinden satıp ortaklıktan çıkma olanağı tanınmaktadır.

Zorunlu pay alım teklifi sözleşme özgürlüğünün bir istisnasını teşkil eder. Bu nedenle, ilk bakışta borçlar hukuku ilkelerine aykırı gibi görülebilir. Ancak, zorunlu pay alım teklifinin hukuki niteliği itibariyle pay satış sözleşmesinin kurulmasına yönelik bir öneriden ibaret olduğu göz önüne alındığında, herhangi bir uyuşmazlık durumunda sermaye piyasası hukuku kapsamında özel düzenleme bulunmayan hallerde borçlar hukuku uygulama alanı bulacaktır.

6362 sayılı Yeni SerPK, Eski Kanun'un aksine, zorunlu pay alım teklifini ayrı bir madde ile ve detaylı olarak düzenlemiştir. Sözleşme özgürlüğünün bir istisnasını oluşturduğu ve bu özgürlüğün yalnızca kanunla sınırlanabileceğine ilişkin Anayasa hükümleri göz önüne alındığında, Yeni Kanun tarafından zorunlu pay alım teklifinin özel bir hükümle düzenlenmesi isabetlidir.

6362 sayılı Yeni Kanun pay alım teklifi zorunluluğunun doğması için gereken oranı Eski düzenlemeye oranla bir parça daha ileri götürmüş ve %50'den fazla oranda oy hakkına sahip olunmasını kontrol eşiği olarak esas almıştır. Yeni sistemde getirilen bir diğer yenilik ise, yönetim kontrolünün özel (yazılı) anlaşmalarla elde

birimi üzerinden gerçekleştirilmesi halinde, Kurulca uygun görülecek bir oran üzerinden hesaplanacak faiz tutarı pay alım teklifi fiyatına eklenir.

³⁸² Oğuzman/Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C.1, s.503.

edilmesinin de pay alım teklifi doğuran durumlar arasında sayılmasıdır. 2014 yılında yürürlüğe giren II-26.1 sayılı Yeni Tebliğ, zorunlu pay alım teklifine konu pay bedellerinin menkul kıymet olarak ödenebilmesi için pay sahibinin yazılı rızasını araması da küçük yatırımcının korunması adına yerinde bir düzenlemedir. Yeni sistemin getirdiği en temel yenilik ise kendini pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali halinde uygulanacak oy haklarının donması yaptırımında gösterir.

Yönetim kontrolünün imtiyazlı paylarla sağlanmasına ilişkin olarak, SerPK m. 26/2 hükmünün TTK m.360 karşısında uygulanma alanı kısıtlanmış görünmektedir. Zira TTK m. 360 yönetim kurulunda temsil edilme ve yönetim kurulu üyeliği için aday gösterme hakkını halka açık anonim ortaklıklar bakımından yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamayacağı yönündeki düzenlemesiyle sınırlandırmaktadır. Pay alım teklifi zorunluluğunun da halka açık anonim ortaklıklara uygulandığı göz önüne alındığında yönetim kontrolünün imtiyazlı paylarla sağlanması ancak ve ancak TKYUK m.28/2 uyarınca *“6762 sayılı Eski Kanun zamanında ve TTK’nın kabul edilmesinden en az bir yıl önce esas sözleşme hükmü ile bazı pay gruplarına tanınmış olan yönetim kurulu üyeliği için aday gösterme hakkıTTK’nın 360. maddesindeki sınırı aşsa bile müstesna hak sayılır”* hükmü çerçevesinde söz konusu ortaklıklar açısından gündeme gelebilecektir.

SerPK’nın, yönetim kontrolünün özel anlaşmalarla elde edilmesine ilişkin olarak, söz konusu anlaşmanın şekline ilişkin herhangi bir düzenleme öngörmemesine rağmen, Tebliğ m. 11/2 bu anlaşmaların ‘yazılı’ olarak yapılması halinde yönetim kontrolünün elde edilmiş sayılacağını ve pay alım teklifi zorunluluğunun doğacağını kabul etmektedir. Tebliğlerin temel amacının Kanunun uygulanış biçimini göstermektir ve Tebliğ ile maddi hukuk normu getirilemez. Bu nedenle, Tebliğ’de yapılacak bir değişiklikle anlaşmaların yazılı olması gerektiği yönündeki hüküm düzeltilmelidir.

Pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı haller arasında düzenlenen yönetim kontrolünün geçici kaybında (Tebliğ m. 14/1-c), bu durumun bir istisna oluşturabilmesi için Tebliğ’in, yönetim kontrolünü geçici olarak kaybeden ortağın, yönetim kontrolünü tekrar sağlamanın yalnızca %50’den fazla oy haklarıyla elde edilmesi halinde gündeme geleceğini belirten hükmü değiştirilmelidir. Zira yönetim kontrolünün tekrar, oy haklarının veya imtiyazlı payların iktisabı suretiyle elde edilmesi arasında fark oluşturmanın herhangi bir anlamı yoktur.

Tebliğ, bilgi formunun onaylanması ve zorunlu pay alım teklifinden muafiyet için yapılan başvurularda, SPK'nın değerlendirmesine yönelik herhangi bir süre öngörmemektedir. Kanaatimizce, zorunlu pay alım teklifi sürecinin sağlıklı bir biçimde yürütülebilmesi için Tebliğe yapılacak bir eklemeye, Kurul'un değerlendirme süresi sınırlandırılmalıdır. Zira Kurul, kendisine yapılan zorunlu pay alım teklifinde bulunma başvurularını 2 ay içinde karara bağlamazsa, bu gecikmeden dolayı teklifte bulunan, oy haklarının donması yaptırımını ile faiz ve kur farkından dolayı zarara uğrayabilir. Bu nedenle, fiili pay alım teklifine başlanma süresinin, Kurul'un, zorunlu pay alım teklifi bilgi formunu onaylamasından itibaren başlatılması isabetli bir çözüm olacaktır.

Tebliğ m. 13'ün, pay alım teklifi zorunluluğunun doğması üzerine Kurul'a yapılacak başvurunun, yönetim kontrolünün yalnızca oy haklarının iktisabı yoluyla sağlanması halinde yapılacağı izlenimini veren hükmü değiştirilmeli ve başvuru için zorunlu pay alım teklifinin doğması olgusu yeterli kabul edilmelidir.

Tebliğ m. 7/son uyarınca, ilk bakışta bilgi formundan dolayı, zorunlu pay alım teklifine aracılık eden yatırım kuruluşunun sorumluluğuna gidilemeyeceği şeklinde bir algı oluşabilir. Ancak SerPK m.32 göz önüne alındığında, aracılık faaliyetinde bulunan yatırım kuruluşu da teklifte bulunanla birlikte müteselsilen sorumludur. Dolayısıyla bilgi formundan sorumluluğa ilişkin Tebliğ'in aksayan 7. Maddesinin son fıkrası değiştirilerek SerPK m.32 ile paralel hale getirilmelidir.

Pay alım teklifini durdurulması veya yasaklanmasına ilişkin olarak, Kanun Kurul'a düzenleme yapma yetkisi tanımaktadır. Kanaatimizce, bu durumun Tebliğ ile düzenlenmesi yerinde değildir. Zira pay alım teklifinin durdurulduğu veya yasaklandığı hallerde, teklife olumlu cevap verenlerin, bu işlemlerini geri almalarının veya iptal etmelerinin istenmesi sözleşme özgürlüğüne müdahale anlamına gelecektir. Zira sözleşmeyi sona erdirmeye de sözleşme özgürlüğü içinde değerlendirilir. Dolayısıyla pay alım teklifinin durdurulması veya yasaklanması halinde yapılan işlemlerin akıbeti, kanun tarafından ayrıntılı olarak düzenlenmesi daha isabetli bir çözüm olacaktır.

6362 sayılı SerPK tarafından zorunlu pay alım teklifi kapsamında getirilen en önemli yenilik kendini yaptırım konusunda gösterir. Yeni Kanun m.26'da, pay alım teklifi zorunluluğunun ihlali halinde oy haklarının donması yaptırımını ilk kez

düzenlemektedir. Buna göre, yönetim kontrolünü elde etmesine rağmen Tebliğ'de öngörülen süreler içinde zorunlu pay alım teklifinde bulunmayan kişinin sahip olduğu oy hakları, başka bir merciinin kararına gerek olmadan, kendiliğinden donacaktır. Kanun koyucu, getirdiği bu yeni düzenlemeyle, idari para cezası uygulamasıyla sağlayamadığı caydırıcılığı gerçekleştirmek istemektedir. Kanun tarafından getirilen bu yeni çözüm, küçük yatırımcıların korunması adına daha yerinde bir düzenlemedir.

Son olarak, zorunlu pay alım teklifine aykırılık halinde uygulanan idari para cezaları ve oy hakkının donması yaptırımını, 2499 sayılı Eski SerPK döneminde Yargıtay tarafından benimsenen, kontrol dışında kalan pay sahiplerinin aynen ifa davası açabileceği yönündeki kararın 6362 sayılı Yeni SerPK düzeninde de uygulanmasının önünde bir engel oluşturmamaktadır.

KAYNAKÇA

Akgül, Aydın, **Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi**, İstanbul: Beta, 2008.

Akın, Murat Yusuf, **Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014.

Antalya, O.Gökhan, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.1**, İstanbul: Beta, 2013.

Aral, Fahrettin / Ayrancı, Hasan, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, Ankara: Yetkin, 2012.

Aslan, İ.Yılmaz, **Rekabet Hukuku Dersleri**, Bursa: Ekin, 2010.

Ayoğlu, Tolga, **Sermaye Piyasası Hukukunda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008.

Ayoğlu, Tolga, "Oydan Yoksun Pay Sahiplerinin Katılımı İle Alınan Genel Genel Kurul Kararlarının Akıbeti", **GSÜHFD Prof. Dr. Kemal Oğuzman'a Armağan**, 2002/1, s.734-746.

Ayoğlu, Tolga, "Sermaye Piyasası Hukukunda Tam Ve Nakden Ödeme İlkesi", **GSÜHFD Erden Kuntalp'e Armağan**, 2004/1, s.425-462.

Bahtiyar, Mehmet, **Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi Ve Sermaye Artırımı**, İstanbul: Beta, 1996.

Bahtiyar, Mehmet, "Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğlerine İlişkin Bazı Notlar", **Makalelerim, C.1**, İstanbul: Beta, 2008.

Bahtiyar, Mehmet, **Ortaklıklar Hukuku**, İstanbul: Beta, 2014.

Bahtiyar, Mehmet / Hamamcıoğlu, Esra, **Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantıları**, İstanbul: Beta, 2014.

Barlas, Nami, **Adi ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012.

Bergström, Clas / Högfeldt, Peter / Molin, Johan, "The Optimality of the Mandatory Bid Rule", **Journal of Law, Economics, And Organization**, Volume 13, N.2, s.433-451.

Berzek, Ayşe Nur, "Sermaye Piyasasında Aracılık", **Reha Poroy'a Armağan**, İstanbul, 1995, s.51-65.

Bilgili, Fatih/ Demirkapı, Ertan, **Şirketler Hukuku**, Bursa: Dora, 2013.

Boğa, Serap, **Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıklarda Hisse Devri**, İstanbul: VedatKitapçılık, 2010.

Boğa, Serap, “Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıklarda Zorunlu Çağrı Yoluyla Hisse Devri”, **Terazi Hukuk Dergisi**, Ankara, Mayıs 2010, Yıl: 5, Sayı: 45, s.17-45.

Çeker, Mustafa, **Ticaret Hukuku**, Adana: Karahan, 2013.

Çeker, Mustafa , “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı (Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Bir Kararı Münasebetiyle)”, **Batider**, C.XXIII, Haziran 2005, S.1, s.59-73.

Çelik, Aytekin, **Anonim Şirketlerde Ortaklıktan Çıkarılma**, Ankara: Seçkin, 2012.

Davies, Paul L., **Principales of Modern Company Law**, London: Sweet And Maxwell, 2003.

Dinç, İlhan, **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, İstanbul: Legal, 2006.

Dinç, İlhan, “Sermaye Piyasası Kurulu’nun Ser: IV No: 44 Sayılı Tebliği Kapsamında Çağrıda Bulunma Yükümlülüğüne İlişkin Son Gelişmeler”, **Batider**, C.XXVI, 2010, S.2, s.270.

Enriques, Luca, “The Mandatory Bid Rule In The Takeover Directive: Harmonization Without Foundation”, **European Company And Financial Law Review**, 2004, s.440-457.

Eren, Fikret, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, Ankara: Yetkin, 2013.

Günel, Vural, **Sermaye Piyasası Hukuku Esasları**, İstanbul: Galatasaray Üniversitesi, 2007.

Güven, Pelin, **Rekabet Hukuku**, Ankara: Yetkin, 2008

Hatemi, Hüseyin /Gökyayla, Emre, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul: VedatKitapçılık, 2012.

İhtiyar, Mustafa, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul: Beta, 2006.

İnceoğlu, Mehmet Murat, **Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu**, Ankara: Seçkin, 2004.

Kabaalioğlu, Haluk, “Ortaklıkların Ele Geçirilmesi Yöntemleri ve Hukuki Düzenleme Sorunu”, **Batider**, C.X, Haziran 1980, S.3, s.881-887.

Kabaalioğlu, Haluk, **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma**, İstanbul: İktisadi Yayın, 1985.

Karahan, Sami (Editör), **Şirketler Hukuku**, Konya: Mimoza, 2013.

Karayalçın, Yaşar, “Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi”, **Prof. Dr. Haluk Tandoğan Hatırasına Armağan**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1990, s.347-398.

Karslı, Muharrem, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, 1989

Kaya, Mustafa İsmail, “Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı”, **EÜHFD**, C.XI, 2007, S.1-2, s.307-332.

Kayar, İsmail, **Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması Ve Alınacak Tedbirler**, Konya: Mimoza, 1997.

Kendigelen, Abuzer, “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinde Aktif Husumet Ehliyeti”, **Hukuki Mütalaalar**, C.IV:2004, İstanbul: Arıkan, 2006, s.196-216.

Kendigelen, Abuzer, “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünden Muafiyet”, **Hukuki Mütalaalar**, C.IV:2004, İstanbul: Arıkan, 2006, s.217-240.

Kendigelen, Abuzer, “Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinin Hukuki Sonucu, **Prof. Dr. Ergon A.Çetingil ve Prof. Dr. Rayegan Kender’e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı**, İstanbul, 2007, s. 802-827.

Kendigelen, Abuzer, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, İstanbul: Beta, 1999.

Kendigelen, Abuzer , “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, **Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan**, C.II, İstanbul: XII Levha, 2010, s.1163-1204.

Kendigelen, Abuzer, **Türk Ticaret Kanunu, Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, İstanbul: XXI Levha, 2011.

Kılıçoğlu, Ahmet M., **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, Ankara: Turhan, 2013.

Kırca, İsmail / Şehirli Çelik, Feyzan Hayal / Manavgat, Çağlar, **Anonim Şirketler Hukuku**, C.I, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013.

Kolcuoğlu, Umut, **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.

Kolcuoğlu, Umut, “Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yükümlülüğü”, **Anonim Şirketler Ve Sermaye Piyasası Hukukunda Güncel Gelişmeler**, Türk-Alman Uluslararası Sempozyumu İstanbul: İMKB, 2010.

Kuru, Baki /Arslan, Ramazan / Yılmaz, Ejder, **Medeni Usul Hukuku**, Ankara: **Yetkin**, 2011.

Küçükgüngör, M.Aslı, “Banka Hukukunda Hakim Ortak Kavramı ve Hakim Ortakların Hukuki Durumu”, **Batider**, C.XXIII, Eylül 2010, S.3, s.129-159.

- Kütükçü, Doğan, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Cilt-1, İstanbul: Beta, 2004.
- Luh Luh, Lan / Kee, Ho Yew / See Leng, Ng, “Mandatory Bid Rule: Impact of Control Threshold On Take-Over Premium”, **Singapore Journal of Legal Studies**, Volume 2001, Issue 2, s.433-453.
- Manavgat, Çağlar, **Aleni Pay Alım Teklifi**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:64, 1997.
- Manavgat, Çağlar, “Sermaye Piyasasında Güncel Sorunlara Hukuki Çözüm Önerileri”, **Avrupa Birliğine Doğru Türkiye Sermaye Piyasalarında Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, İstanbul: Steam, 2004.
- Marcus Partners, **Takeover Bids Directive Assessment Report**, 2012.
- Marlalı, Emre, **İngilizce-Türkçe Hukuk Sözlüğü**, Marmaris, 1997.
- Melikşah, Yasin, **Sermaye Piyasası Kurulu Ve İşlemleri**, Ankara: Seçkin, 2002.
- Moroğlu, Erdoğan, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul: XII Levha, 2012.
- Moroğlu, Erdoğan / Kendigelen, Abuzer, **İçtihatlı Notlu Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat**, İstanbul: XXII Levha, 2014.
- Moroğlu, Erdoğan, **Oy Sözleşmeleri**, İstanbul: VedatKitapçılık, 2007.
- Morse, Geoffrey / Marshall, Enid A. / Morris, Richard / Crabb, Letitia, **Charlesworth And Morse Company Law**, London: Sweet And Maxwell, 1999.
- Nomer, N.Fusun, “Anonim Ortaklıkta Eşit Davranma (Eşit İşlem) İlkesi”, **Prof. Dr. Oğuz İmregün Armağanı**, İstanbul, 1998. s.467-490.
- Nomer, Haluk N., **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul: Beta, 2013.
- Oğuzman, M.Kemal/Öz, M.Turgut, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.1**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013.
- Oğuzman, M.Kemal/Öz, M.Turgut, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.2**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2013.
- Okutan Nilsson, Gül, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004.
- Özer, Atilla, **Bankacılık Kanunu Gazi Yorumu ve İlgili Yönetmelikler**, Ankara: Turhan, 2007.
- Papadopoulos, Thomas, “Acquisition of Corporate Control And Clearcriteria In The Adjustment of The Mandatory Bid Price”, **LawAnd Financial Markets Review**, Marc 2013, s.97-106.

- Paslı, Ali, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.
- Poroy, Reha, “Halka Açık Şirketlerde Çağrı Yoluyla Oyda Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sorunlar”, **Prof. Dr. Hayri Domaniç’e Armağan**, İstanbul, 1995, s.189-200.
- Poroy, Reha /Tekinalp, Ünal / Çamoğlu, Ersin, **Ortaklıklar Hukuku**, C.I, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014, s.386.
- Psaroudakis, Georgios, “The Mandatory Bid And Company Law In Europe”, **European Company And Financial Law Review**, Volume 7, Nov 2010, s.551-584.
- Pulaşlı, Hasan, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Ankara: Adalet, 2013.
- Pulaşlı, Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.1, Ankara: Adalet, 2014.
- Pulaşlı, Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi**, C.2, Ankara: Adalet, 2014.
- Reisoğlu, Sefa, **Türk Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul: Beta, 2012.
- Rider, Barry A.K., **The Corporate Dimension**, Jordan Publishing, 1998.
- Saka, Zafer, “Çağrı Yoluyla Pay Toplanması”, **Yasa Hukuk Dergisi**, Ankara, Mart-Nisan 2005, Yıl:28, Sayı:259, s.15-23.
- Schuster, Edmund-Philipp , “The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?”, **The Modern Law Review**, Volume 76, May 2013, s.529-563.
- Sevi, Ali Murat, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, Ankara: Seçkin, 2014.
- Somer, Mehmet, **Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerinin Türk Ticaret Kanununun Tedrici Kuruluş Sistemi Üzerindeki Etkileri**, İstanbul: Kazancı, 1990.
- Sumer, Ayşe, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, İstanbul: Alfa, 1999.
- Sönmez, Yusuf Ziyaeddin, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı**, Ankara, 2007.
- Şehirli Çelik, Feyzan Hayal, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2008.
- Şener, Oruç Hami, **Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku**, Ankara: Seçkin, 2012.
- Tanör, Reha , **Türk Sermaye Piyasası**, C.1, Taraflar, İstanbul: Beta, 1999.
- Tanör, Reha , **Türk Sermaye Piyasası**, C.2, Halka Arz, İstanbul: Beta, 2000.
- Tanör, Reha, **Finansal Kriz ve Sermaye Piyasası**, İstanbul: TSPAKB, 2003

TC Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, **Avrupa Birliği Terimleri Sözlüğü**, Ankara, 2009.

Tekinalp, Ünal, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul: Es Yayınları, 1982.

Tekinalp, Ünal, “AO Tipi İçinde Sınıf Değiştirme-Kayıtlı Sermaye Sisteminde Çıkarılan Sermayenin Tescilinin Hukuki Niteliği,” **Konferanslar Serisi-7 (12 Mayıs 1993)**, 1993, s.29-37.

Tekinalp, Ünal, **Yeni Anonim Ve Limited Ortaklıklar Hukuku İle Tek Kişi Ortaklığının Esasları**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2011.

Teoman, Ömer, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ankara: Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1983.

Teoman, Ömer, “Oydan Yoksun Pay Sahiplerinin Karara Katılmaları”, **Otuz Yıl Ticaret Hukuku-Tüm Makalelerim**, 1982-2001, C.II, İstanbul: Beta, 2001, s.3-8.

Tur, Orhan, **Avrupa Para Birliği: Sermaye Hareketlerinin Serbestleştirilmesi**, İstanbul: Beta, 2000, s.127.

TÜSİAD, **Pay Alım Teklifi Taslağına İlişkin Görüşler**, İstanbul, Ağustos 2013, Ref: EKO/2013.

Uzunhasanoğlu, Z. Defne, **Avrupa Topluluğu’nun 2004/25 sayılı Direktifinin Çağrı Yoluyla Vekâlet ve Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sermaye Piyasası Kanunu’nun Düzenlemeleri İle Karşılaştırılması**, Ankara Üniversitesi Avrupa Toplulukları Araştırma Ve Uygulama Merkezi, 2007.

Üçişik, Güzin / Çelik, Aydın, **Anonim Ortaklıklar Hukuku**, C.I, Ankara: Adalet, 2013.

Ülengin, Burç / Yobaş, M.Banu, “Borsa birleşme ve Satın Almalarının İşlem Hacmi Üzerindeki Etkisi”, **İMKB Dergisi**, Yıl:13, S.52, İstanbul, 2013, s.40-63.

Ünal, Oğuz Kürşat, **Aracı Kurumlar**, Ankara: Yaklaşım, 1997.

Ünal, Oğuz Kürşat, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara: Nobel, 1999.

Yanlı, Veliye, **Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul: Beta, 2005.

Yasaman, Hamdi, **Menkul Kıymetler Borsası Hukuku**, İstanbul: 1992.

Yavuz, Cevdet, **Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, İstanbul: Beta, 2014.

Yeşiltepe, Salih Önder, **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, İstanbul: XII Levha, 2011.

Yıldız, Şükrü, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi**,
Ankara: Seçkin, 2004.

ÖZGEÇMİŞ

1989 yılında Uşak'ta dünyaya gelmiştir. İlköğretimini Dumlupınar İlköğretim Okulunda, lise eğitimini ise Uşak Üftade Anadolu Lisesinde tamamlamıştır.

2007 yılında Üniversite Giriş Sınavında Uşak İl 1.si ve Türkiye 380.si olarak Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesinde %100 tam (YÖK) burslu olarak öğrenim görme hakkı kazanmıştır. 2007 yılında kendi isteği ile iki dönem boyunca dil eğitimi almıştır. 2008 yılında başladığı Hukuk Fakültesinden 2012 yılında onur derecesiyle ve Fakülte 4.sü olarak mezun olmuştur. 2011 yılında ELSA tarafından düzenlenen Ord. Prof. Dr. Hıfzı Veldet Velidedeoğlu Kurgusal Duruşma Yarışmasında Türkiye 3.lüğü kazanan Yeditepe Üniversitesi takımında yer almıştır. Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi tarafından çıkarılan Genç Hukuk dergisinde Yazı Grubu Biriminde çalışmıştır.

2012 yılı Ağustos ayında Afyon Kocatepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalına araştırma görevlisi olarak atanmıştır. 2012 yılı Eylül ayında Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalında yüksek lisans eğitimine başlamış ve ardından 2547 sayılı Kanun'un 35.maddesi çerçevesinde bu üniversitede görevlendirilmiştir. 2013 yılında Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa yüksek lisans programına kabul edilmiş ve halen bu programda ders aşamasındadır.

15 Temmuz 2014 tarihinde Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü toplantı salonunda tez savunmasını gerçekleştirmiş, tezi Prof. Dr. Mehmet Bahtiyar (Başkan), Doç. Dr Tolga Ayoğlu (Danışman) ve Yrd. Doç. Dr. H.Ali Dural'dan oluşan jüri tarafından başarılı bulunup oybirliği ile kabul edilmiştir.

Ayrıca 2013 yılında Yeditepe Üniversitesi Hukukçular Derneği Yönetim Kurulu Üyeliğine seçilmiş ve bu görevini halen sürdürmektedir.

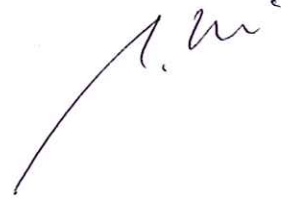
TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : Galatasaray Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler
Adı Soyadı : İsmail TÜRKYILMAZ
Tez Başlığı : Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu
Savunma Tarihi : 15.07.2014
Danışmanı : Doç.Dr. Tolga AYOĞLU

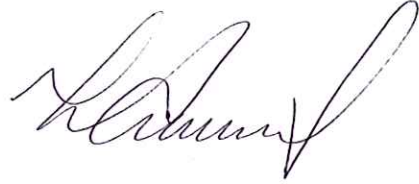
JÜRİ ÜYELERİ

Ünvanı, Adı, Soyadı
Prof.Dr. Mehmet BAHTİYAR

İmza



Doç.Dr. Tolga AYOĞLU



Yrd.Doç.Dr. H.Ali DURAL



Enstitü Müdürü
Prof.Dr. M.Yaman ÖZTEK

