

**T.C. İSTANBUL KÜLTÜR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA
YÖNETİM KONTROL DEĞİŞİKLİĞİ VE ÇAĞRI**

DOKTORA TEZİ

Halil DOĞRU

0710112006

Anabilim Dalı: Özel Hukuk

Programı: Doktora

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Hanife Öztürk

**Jüri Üyeleri: Prof. Dr. Merih Kemal Omağ
Prof. Dr. Ali Necip Ortan
Prof. Dr. Hakan Pekcanitez
Prof. Dr. Atilla Altop**

AĞUSTOS 2011

ÖNSÖZ

Özellikle ABD ve İngiltere’de, şirketlerin sermayeleri geniş bir tabana yayılması ile birlikte şirket sahipliği ile şirket yönetimleri giderek birbirinden giderek ayrılmaya başlamıştır. Bu ayrışma şirketlerin kimler tarafından ve nasıl yönetilmeleri gerektiği, yöneticilerinin görev ve sorumluluklarının kimlere karşı ve neler olduğu tartışmalarını beraberinde getirmiştir. Özellikle 1960’lı yılların başlarından itibaren halka açıklığı yüksek ve bir gruba dahil olmayan şirketlerin hisselerinin şirket yönetimi ile uzlaşmaya içine girmeden yapılan çağrılar hızlı bir şekilde toplanarak yönetim kontrolünün el değiştirmesine önce İngiltere ve sonrada ABD’de tanık olunmaya başlanmıştır.

İngiltere’de yönetim kontrol değişikliği hukuku, her hangi bir yasal statüsü olmayan, kendi kendini düzenleyen bağımsız bir kuruluş olan Take over Panelin koyduğu esnek, duruma göre değiştirilen City Code kuralları ve Panel’in yönetim, gözetim ve hakemliği altında gelişmiştir. ABD’de ise bu alan 1967 yılından yürürlüğe giren Wiliam Act hükümleri ve Securities Exchange Commission’in kanunun verdiği yetki çerçevesinde koyduğu kurallar ile düzenlenmiş ve İngiltere’nin aksine ABD hukukunda bu alanda çok fazla hukuk savaşları yaşanmıştır.

Türkiye’de şirketlerin halka açıklık oranları, yönetim kontrolünün çağrı yoluyla ele geçirilmesine müsaade etmeyecek kadar düşük olsa da, özellikle hakim ortağın yönetimi devretmesinde azınlık hissedarları koruyan, ilk kez İngiltere’de uygulanan zorunlu çağrı yönteminin Türkiye’de uygulanmaya başlaması ile yönetim değişikliği hukuku Türkiye’de de tartışılmaya başlamıştır. Ayrıca Türkiye’deki şirketlerin de ABD ve İngiltere’deki sürece benzer bir süreç yaşayarak, halka açıklık oranların git gide artırmaları beklenmedik bir gelişme olmamalıdır.

Tezde özellikle birbiriden oldukça farklı gelişen bu alandaki ABD ve İngiliz hukukları incelenerek bu ülkelerdeki tecrübe ve hukuki tartışmalardan yararlanılmaya çalışılmıştır. Türk hukukunda bu alandaki mevcut durum söz geçen ülkelerle mukayeseli olarak incelenmiştir.

Ağustos 2011

HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA
YÖNETİM KONTROL DEĞİŞİKLİĞİ VE ÇAĞRI

BİRİNCİ BÖLÜM.....	1
MESELENİN EKONOMİK VE HUKUKİ TEMELLERİ	1
§ 1. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü	1
I. Yönetim Kontrolünün Anlamı ve Sınıflandırılması	1
A. Genel Olarak.....	1
B. Yönetim Kontrolünün Sınıflandırılması	4
1. Şirket Paylarının Tamamına Sahip Olunması Suretiyle Yönetim Kontrolü	4
2. Şirket Paylarının Çoğunluğuna Sahip Olunması Suretiyle Yönetim Kontrolü (“Majority Control”)	5
3. Hukuki Araçlar Vasıtasıyla Kontrol (“Control Through a Legal Device”).....	7
a. Piramit Yöntemi	8
b. Karşılıklı İştirak	8
c. İmtiyazlı Hisseler veya Oydan Yoksun Hisseler ile Kontrol	9
4. Azınlık Kontrolü	14
5. Yönetim Kontrolü	14
C. Türkiye’deki Durum	15
II. Mülkiyet ve Kontrolün Ayrışması ve Çıkar Çatışmaları.....	40
§ 2. Yönetim Kontrolünün El Değiştirmesi ya da Ele Geçirilmesi	51
I. Genel Olarak	51
II. Birleşme ve Devralmalar	55
A. Genel Olarak.....	55
B. Birleşme ve Devralma Türleri	56
1. Yatay, Dikey ve Yatay ve Dikey Olmayan Aykırı (Conglomerate) Birleşme ve Devralmalar	56
2. Uzlaşmalı ve Uzlaşmasız Birleşme ve Devralmalar.....	57
3. Hedef Şirketin Varlıklarının Kullanılması Suretiyle Düşük Özkaynak Yüksek Krediyle Finanse Edilen Birleşme ve Devralmalar (Leveraged Buyouts).....	60
4. Yönetim Hakimiyetini Ele Geçiren Kişilerin Niteliğine Göre	61
a. Hedef Şirket Yöneticilerinin Yönetim Hakimiyetini Ele Geçirmesi (Management Buy-Out)	61
b. Hedef Şirket Yöneticileri Dışındaki Profesyonel Yöneticiler Tarafından Yönetim Hakimiyetinin Ele Geçirilmesi (Management Buy-Ins)	61

5. Birleşmede Birleşmenin Gerçekleştiği Şirkete Göre	62
a. Ele Geçiren Şirket Bünyesinde Gerçekleşen Birleşme	62
b. Ele Geçiren Şirketin İştiraki Bünyesinde Birleşme	62
c. Hedef Şirket Bünyesinde Birleşme	62
d. Çok Taraflı Birleşme (Multiparty Mergers and Consolidations).....	63
III. Şirket Yönetim Hâkimiyetini Ele Geçirmenin Sebepleri.....	64
A. Hedef Şirketin Varlıklarının Düşük Değerlenmiş Olması (Acquiring Assets At a Discount Asset Stripping).....	64
B. Farklı Fiyat / Kazanç Oranından Faydalanmak.....	67
C. Ticari Avantaj ve Sinerji.....	67
D. Prestij.....	68
IV. Şirket Yönetim Kontrolünün Ele Geçirilmesine Karşı Yapılan Savunmalar.....	70
A. Genel Olarak.....	70
B. Ana Sözleşme ile Yapılan Savunmalar (“Shark Repellents”).....	73
1. Ağırlaştırılmış Nisap ile Onay (Supermajority Vote Requirements)	74
2. Yönetim Kurulu Üyelerinin Kademeli Olarak Değişmesi (Classified or Staggered Board of Directors)	75
C. Hedef Şirket Hissedarları Lehine Şarta Bağlı Haklar Tanınması “Poison Pills”	78
D. Farklı Haklar Veren Hisse Grupları Yaratılması (Dual Class Capital Structures)	82
E. Diğer Savunmalar	85
1. Hedef Şirketin Kendi Hisselerini Satın Alması	85
2. Savunma Önlemi Olarak Şirketin Yeniden Yapılandırılması (Defensive Restructuring Programmes)	87
a. Değerli Varlıkların (“Crown Jewels”) Satışı veya Bölünme Suretiyle Şirket Dışına Çıkarılması	87
b. Tahsisli Sermaye Artırımı Yapılması ve Stand Still Anlaşması	88
3. Lock-ups Anlaşması	90
4. No Shop, No Talk Anlaşması	90
V. Yönetim Kontrol Değişikliğine İlişkin Hukuki Düzenlemeler	91
İKİNCİ BÖLÜM	98
YABANCI HUKUK SİSTEMLERİNDEYÖNETİM KONTROLÜ DEĞİŞİKLİĞİ	98
§.3. Amerika Birleşik Devletleri Hukuku Bakımından	98
I. Genel Olarak	98
II. ABD’de Şirket Birleşmeleri Hukuku	106
A. Genel Olarak.....	106
B. Ortaklıktan Çıkarma Yoluyla Birleşme (Freeze Out Merger).....	107
III. William Act Hükümleri	112
A. Çağrı (Tender Offer) Tanımı	112

B. %5 veya Daha Fazla Hisse Edinimine İlişkin Bildirim ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü.....	115
C. Çağrı (Tender Offer) İşleminin İcrası.....	117
1. Genel Olarak.....	117
2. Çağrı Dokümanları (Tender Offer Materials).....	119
3. Çağrıda Hissedarları Korumaya Yönelik Kurallar.....	120
a. Çağrı Süresi ve Bedelin Ödenmesi.....	120
b. Vazgeçme Hakkı.....	120
c. Oransallık (Pro-rata) ve En İyi Fiyat (Best Price Rule) Kuralı.....	121
d. Hedef Şirket Yönetim Kurulunun Yükümlülükleri.....	121
D. Hileli, Aldatıcı ve Manipülatif İşlemlerin Önlenmesine İlişkin Kurallar.....	122
1. Genel Olarak.....	122
2. Hileli, Aldatıcı ve Manipülatif İşlemler.....	122
E. Çağrıda İşlem Yasakları.....	123
F. Şirketin Kendi Hisselerini Satın Alması, Halka Kapanması, Kendi Hisselerine Çağrı Yapması.....	126
G. SEC Kurallarına Aykırılıklara İlişkin Yaptırımlar.....	128
1. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti.....	128
2. Çağrıya İlişkin Kurallara Aykırılık Halinde Hukuki Sorumluluk.....	130
IV. ABD’de Kontrol Değişikliği Karşısı Düzenlemeler (Anti-Takeover Statutes).....	134
A. İlk Nesil Eyalet Kanunları.....	134
B. İkinci ve Üçüncü Nesil Kontrol Değişikliği Karşısı Eyalet Kanunları.....	135
1. Ağırlaştırılmış Oy Nisabı ile Onay ve Adil Fiyat Hükmü İçeren Yasalar (Super Majority and Fair Price Statutes).....	136
2. Hedef Şirket Hissedarlarına Satma Hakkı Sağlayan Düzenlemeler (Control Share Cash-Out Statutes).....	137
3. Kârın İadesi (Disgorgement and Anti- Greenmail Statutes).....	137
C. Hissedarlar Dışındaki Grupların Çıkarlarının Gözetilmesine Yönelik Üçüncü Nesil Yasalar.....	138
V. Hedef Şirket Yönetim Kurulunun Yönetim Kontrol Değişikliği Girişimine Karşı Savunmaları ve Hukuki Sorumluluğu.....	139
A. Genel Olarak.....	139
B. Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen ve Sadakat Yükümlülükleri (Fiduciary Duties).....	140
C. Ticari Kararların Yerindeliği Kuralı (“Business Judgment Rule”).....	142
D. Yönetim Kontrol Değişikliğinde Geleneksel “Business Judgment” Kuralının Uygulanmasına Karşı Eleştiriler - Unocal Kararı.....	149
E. Yönetim Kurulunun Hisselerin Maksimum Değerle Satılmasını Sağlama Yükümlülüğü - Revlon Kararı.....	153
§ 4. Avrupa Birliği Hukuku Bakımından.....	156

I. Çağrı Yoluyla Yönetim Kontrol Değişikliğine İlişkin Avrupa Birliği Direktifi (2004/25/EC).....	156
A. Genel Olarak.....	156
1. Tarihsel Gelişimi	156
2. Direktifin Niteliği ve Amacı.....	158
B. Avrupa Birliği Direktifi Hükümleri.....	159
1. Kapsamı	159
2. Çağrıya İlişkin Genel Prensipler.....	160
a. Eşit İşlem Prensipleri.....	161
b. Hissedarlara Yeterli Zaman ve Bilgi Verilmesi Yükümlülüğü.....	162
c. Yönetim Kurulunun Şirket Menfaatine Hareket Etme Yükümlülüğü	162
d. Çağrının Dürüst ve Düzgün İşleyen Bir Piyasada Yapılmasını Sağlama Yükümlülüğü.....	162
e. Teklif Sahibinin Çağrıyı Tamamlama Yükümlülüğü.....	163
f. Hedef Şirketin İşlerinin Aksatılmaması Yükümlülüğü	163
3. Direktif Hükümlerinin Üye Ülkeler Tarafından Uygulanması.....	163
4. Denetleyici Otorite ve Uygulanacak Hukuk.....	163
5. Zorunlu Çağrı.....	166
a. Çağrı Zorunluluğunun Doğması.....	166
b. Çağrıdan Muafiyet Halleri	171
c. Çağrı Bedeli.....	171
6. Çağrıya İlişkin Ortak Hükümler	173
a. Çağrının Duyurulması	173
b. Çağrıya İlişkin Dokümanlar	173
c. Çağrının Kabulü İçin Verilen Süreler	174
d. Kamuyu Aydınlatma	174
7. Çağrıda Hedef Şirketin Yönetim Kurulunun Yükümlülükleri	175
a. Genel Olarak	175
b. Yönetim Kurulunun Tarafsızlığı Kuralı (Board Neutrality).....	176
8. Yönetim Kontrol Değişikliğine Karşı Alınmış Savunma Önlemlerinin Etkisizleştirilmesi Kuralı (Breakthrough Rule).....	178
a. Genel Olarak	178
b. Breakthrough Kuralı	179
aa. Çağrı Sırasında Hisse Devrine İlişkin Yasağın Etkisizleşmesi	179
bb. Çağrı Sonrasında Alınabilecek Savunma Önlemlerinin Etkisizleştirilmesi	180
cc. Çağrı Sonrasında Ana Sözleşmeden İmtiyazların Tamamen Kaldırılması	181
9. Seçimlik (Optinality) Hükümler ve Karşılıklılık (Reciprocity) İlkesi...	182
a. Birinci Aşama: Üye Ülkeler Tarafından Düzenlemelere Uyulmaması Seçimi (Opt-out).....	182
b. İkinci Aşama: Şirketler Tarafından Düzenlemelere Uyulması Seçimi (Opt-in).....	182

c. Üçüncü Aşama: Karşılıklılık (Reciprocity).....	183
10. Geriye Kalan Hisseleri Satın Alma Hakkı (Squeeze Out).....	183
a. Satın Alma Hakkının Doğması	183
b. Süre	184
c. Satın Alma Fiyatı	185
11. Pay Sahiplerinin Hisselerini Satma Hakkı (Sell Out).....	186
12. Yaptırımlar.....	187
§ 5. İngiliz Hukuku Bakımından	188
I. Genel Olarak	188
II. Panel ve City Code	191
A. Panel	191
1. Genel Olarak	191
2. Panel ve Organları	192
3. Panel Kararlarının Uygulanması (Enforcing), Diğer Kurumlarla İşbirliği ve Panel Kararlarının Yargısal Denetimi	197
B. City Code Kurallarına Tabi Olan Şirketler ve İşlemler	201
1. City Code Kurallarına Tabi Olan Şirketler	201
2. City Code Kurallarına Tabi İşlemler ve Kişiler.....	204
C. City Code Genel Prensipleri	205
III. Savunma Önlemleri.....	208
A. Çağrı Sırasında Yapılan Savunma Önlemleri.....	208
B. Çağrı Öncesi Savunma Önlemleri	210
IV. İsteğe Bağlı Çağrı (Voluntary Offering).....	212
A. Çağrının Kamuya Açıklanma Süreci	212
B. Kesin Alım Teklifinin Yapılması	217
C. Hedef Şirket Yönetim Kurulunun Açıklamaları.....	222
D. Çağrı Dönemindeki İşlem Yasakları	225
V. Zorunlu Çağrı	227
A. Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü Doğuran Haller.....	227
1. Genel Olarak	227
2. Zorunlu Çağrı Bakımından Hisse Üzerinde Menfaat Sahibi Olmanın Anlamı	228
3. Zorunlu Çağrıda Birlikte Hareket Etmenin Anlamı (Acting in Concert).....	230
B. Çağrı Hükümleri	234
1. Çağrı Yükümlülükleri	234
2. Zorunlu Çağrıda Koşul	234
3. Zorunlu Çağrıda Çağrı Bedeli	235
C. Zorunlu Çağrıya İlişkin Muafiyetler.....	236
1. Yeni Hisse İhracının Bağlımsız Ortaklar Tarafından Onaylanması (Whitewash).....	236
2. Teminat Olarak Verilen Hisseler	237
3. Finansal Zorluktan Kurtarılma	237

4. Diğer Haller	237
VI. Kısmi Çağrı	238
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	239
TÜRK HUKUKUNDA HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİM KONTROL DEĞİŞİKLİĞİ	239
§ 6. Düzenlemenin Tarihsel Gelişimi	239
§ 7. Yönetim Kontrol Değişikliği Hukukunun Düzenleyici Karar Alıcı ve Denetleyici Otoritesi Olarak Sermaye Piyasası Kurulu.....	249
I. Sermaye Piyasası Kurulu	249
II. SPK Teşkilat ve Organları.....	252
A. Genel Olarak.....	252
B. SPK Karar Organı.....	253
C. SPK İdari Teşkilatı	257
III. SPK'nın Görev ve İşlemleri	259
A. Genel Olarak.....	259
B. SPK'nın Özel Hukuk İlişkilerine Dair Düzenleme Yapma ve Karar Almasının Sonuçlarının İrdelenmesi	261
§ 8. Yönetim Kontrol Değişikliği Düzenlemelerine Tabi Şirketler.....	266
I. Genel Olarak	266
II. Halka Açık Anonim Ortaklıklar	269
A.Genel Olarak.....	269
B. Halka Açık Anonim Ortaklık Kapsamına Giren Şirketler.....	270
1. Hisseleri Halka Arz Edilmiş Anonim Ortaklıklar	270
a. Hisse Senetlerinin Satın Alınması İçin Her Türlü Yoldan Halka Çağrıda Bulunulması.....	271
b. Halkın Bir Anonim Ortaklığa Katılmaya veya Kurucu Olmaya Davet Edilmesi	275
c. Bir Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Borsalar veya Teşkilatlanmış Diğer Piyasalarda İşlem Görmesi	276
2. Hisse Senetleri Halka Arz Edilmiş Sayılan Anonim Ortaklıklar.....	278
III. Yönetim Kontrol Değişikliği Düzenlemelerine Tabi Olma Bakımından Bazı Özel Durumlar	280
A. Kurul Kaydından Çıkarılan Ortaklıkların Durumu	280
B. Bankaların Durumu	285
C. Yatırım Fonlarının Durumu	287
D. Hisseleri Türkiye'de Bir Borsa'da İşlem Gören Yabancı Şirketlerin Durumu.....	288
E. Hisseleri Yabancı Bir Borsa'da İşlem Gören Türk Şirketlerin Durumu...	289
§ 9. Yönetim Kontrolü ve Yönetim Kontrol Değişikliğine Yol Açan İşlemler....	291
I. Yönetim Kontrolü	291

II. Çağrı Dışındaki Yöntemlerle Hisse Devralması Yoluyla Yönetim Kontrolünün Elde Edilmesi.....	294
A. Borsada Hisse Alımı Yoluyla.....	294
B. Borsa Dışı Blok Hisse Alım Yöntemiyle.....	297
III. Çağrı (Tender Offer)	303
A. Genel Olarak.....	303
B. Çağrı Tanımı ve İşlemin Çağrı Olarak Kabulünün Neticeleri.....	305
C. Çağrıya İlişkin Genel Prensipler.....	315
D. Çağrının İcrası	319
1. Genel Olarak.....	319
2. Çağrı Fiyatı	326
3. Şarta Bağlı Çağrı.....	328
4. Çağrı Prosedürü	329
E. Çağrıdan Vazgeçme	333
F. İsteğe Bağlı Çağrıya İlişkin Genel Kurallar.....	336
1. Eşit Fiyat ve En İyi Fiyat Kuralı.....	336
2. Oransallık Kuralı	338
G. Çağrı Düzenlemelerine Aykırılığın Müeyyidesi ve Hukuki Sorumluluk.....	339
H. Çağrıda İşlem Yasaklarına İlişkin Düzenleme Boşluğu ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu	341
IV. Birleşme	352
A. Genel Olarak.....	352
B. Birleşme Türleri, Birleşme İşlemine Katılan Şirketler ve Ortaklıktan Çıkarma Yoluyla Birleşme	354
C. Birleşmede Değişim Oranının Saptanması.....	357
1. Genel Olarak.....	357
2. Birleşme Oranlarının Saptanmasına İlişkin Tebliğ Hükümlerinin Değerlendirilmesi	361
D. Birleşmenin Tamamlanması.....	363
E. Birleşme İşlemi Neticesinde Çağrı Zorunluluğunun Doğması.....	364
F. Birleşme İşlemine Karşı Hissedarların Hukuki Başvuru Yolları.....	365
V. Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması ve Diğer İşlemler.....	369
§ 10 Yönetim Kontrolü Değişikliğine Karşı Savunma Önlemleri ve Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumlulukları.....	371
I. Savunma Önlemleri	371
A. Çağrı Öncesinde Başvurulan Savunma Önlemleri	371
B. Çağrı Sırasında Başvurulan Savunma Önlemleri	375
II. Yönetim Kontrol Değişikliğinde Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu.....	376
§.11. Zorunlu Çağrı.....	380
I. Zorunlu Çağrı Düzenlemesinin Ekonomik ve Hukuki Temelleri.....	380
II. Zorunlu Çağrıya İlişkin SPK Düzenlemeleri	387

III. Zorunlu Çağrıda Taraflar	391
A. Hedef Şirket.....	391
B. Çağrı Yükümlüleri	393
1. Genel Olarak	393
2. Birlikte Hareket Etme (Acting in Concert).....	395
C. Zorunlu Çağrıya Katılma Hakkı Olan Ortaklar	405
IV. Çağrı Yükümlülüğünün Doğması	408
A. Yönetim Hakimiyetinin Elde Edilmesi	408
1. Hedef Şirketin Yönetim Hakimiyetinin Doğrudan Elde Edilmesi	409
a. Genel Olarak	409
b. Hedef Şirketin Sermayesinin veya Oy Haklarının %50'den Fazlasının Elde Edilmesi.....	413
c. Yönetim Kurulu Üyelerini Belirleme İmtiyazı Veren İmtiyazlı Hisselerin Elde Edilmesi	417
2. Hedef Şirketin Yönetim Hakimiyetinin Dolaylı Olarak Elde Edilmesi	421
B. Payların İktisabı ve Mülkiyet Dışında Haklara Sahip Olunması	423
1. Payların İktisabı	424
2. İntifa Hakkı	426
3. Oy Sözleşmeleri.....	429
4. Payların Ödünç Alınması.....	432
5. Pay Alma Hakkı Veren Sözleşmeler	432
6. Vekalet.....	434
7. Rehin.....	434
V. Çağrı Yükümlülüğü Doğurmayan Haller ve Çağrıdan Muafiyet.....	436
A. Çağrı Yükümlülüğü Doğurmayan Haller	436
1. Yönetim Kontrolünün, Tüm Paylar İçin Yapılan İsteğe Bağlı Çağrı Neticesinde Elde Edilmesi.....	437
2. Yönetimin, Mevcut Yönetim ile Eşit Paylaşılması.....	438
3. İmtiyazlı Paylarla Yönetim Kontrolüne Sahip Olanların. Sermayenin veya Oy Haklarının %50 veya Daha Fazlasına Sahip Olması.....	442
4. Yönetim Kontrolüne Sahip Olan Ortağın, Ortaklıktaki Payının % 50'nin Altına Düşmesinden Sonra Yapılan Pay Alımları ile Tekrar %50 veya Daha Fazlasına Yükselmesi	443
5. Yönetim Kontrolünü Sağlayan Payların Aynı Grup İçinde Devredilmesi.....	444
B. Zorunlu Çağrıdan Muafiyet	444
1. Genel Olarak	444
2. Muafiyet Halleri.....	446
a. Mali Yapının Güçlendirilmesi.....	447
b. Çağrı Yapma Zorunluluğunu Gerektiren Kısımın Kurulca Uygun Görülecek Sürede Elden Çıkarılacağına Taahhüt Edilmesi veya Elden Çıkarılması	448

c. Ana Ortaklıktaki Yönetim Kontrolü Değişikliğinin, Hedef Şirket Yönetim Kontrolünün Elde Edilmesi Amacını Taşımaması.....	449
d. Özelleştirme Kapsamındaki Ortaklıklarda Kamu Paylarının Satışı...	451
3. Muafiyet Başvurusu.....	451
VI. Zorunlu Çağrıda Fiyat.....	453
A. Genel Olarak.....	453
B. Hakimiyetin Dolaylı Değişmesinde Çağrı Fiyatı	456
VII. Zorunlu Çağrı Yükümlülüğünün Yerine Getirilmemesine Karşı Hukuki Yollar ve Hukuki Sorumluluk.....	458
A. Genel Olarak.....	458
B. SPK Tarafından Başvurulacak Hukuki Yollar Olarak.....	462
C. Hissedarlar Tarafından Başvurulacak Hukuki Yollar.....	464
D. SPK Kararlarına Karşı İdari Yargıda Dava Açılması.....	468
SONUÇ	469
KAYNAKÇA	474

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AB Direktifi 2004/25/EC	: Directive 2004/25/EC of European Parliament and Council of 21 April 2004 on Takeover Bids
Agm	: Adı Geçen Makale
AIM	: Alternative Investment Market
AMEX	: American Stock Exchange
A.O.	: Anonim Ortaklık
A.Ş.	: Anonim Şirket
AYM	: Anayasa Mahkemesi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BK	: 08.05.1926 tarih ve 366 sayılı RG’de yayınlanarak yürürlüğe giren 818 sayılı Borçlar Kanunu
Bkz.	: Bakınız
Bl.	: Bölüm
Bs.	: Bası
c.	: Cümle
C.	: Cilt
CEO	: Chief Executive Officer
City Code	: The City Code on Takeovers and Mergers (İngiltere’de halka açık şirketlerin yönetim kontrol değişikliğini düzenleyen kurallar)
Co.	: Company
Corp.	: Corporation
DD	: Danıştay Dairesi
D.D	: Danıştay Dergisi
DİDDGK	: Danıştay İdari Dava Daireleri Genel Kurulu
dn.	: Dipnot

Del.	: Delaware
E.	: Esas
Ed.	: Editör
EURIBOR	: Euro Interbank Offered Rate
Exchange Act	: The Securities Exchange Act
exp	: Exparte (Karşı tarafın temsil edilmediği yargılama)
FSMA	: Financial Services and Markets Act
f.	: Fıkra
FSA	: Financial Services Authority
FTSE	: Eurofirst 300 İndex
GP	: Genel Prensip (Takeover City Code)
HAAO	: Halka Açık Anonim Ortaklık
HB	: Haftalık Bülten
HD	: Hukuk Dairesi
HSDT	: Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil
Intr.	: Introduction
İİK	: İcra ve İflas Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
K.	: Karar
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
KIO	: Kuwait Investment Office
Krş.	: Karşılaştırınız
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
LIBOR	: London Interbank Offered Rate
LPO	: Leveraged buyout
MBO	: Management Buy Out
MBI	: Management Buy-Ins
md.	: Madde
MK	: Medeni Kanun
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
No.	: Numara

NASDAQ	:National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	: New York Stock Exchange
OJ	: Official Journal
Panel	: Takeover Panel
RG	: Resmi Gazete
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
S & P 500	: Standard & Poor's tarafından yapılan 500 büyük Amerikan şirketini kapsayan borsa endeksi
San.	: Sanayi
SEC	: Securities and Exchange Commission
Sec.	: Section
SPK veya Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn.	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPK Teşkilat Yönetmeliği	: Sermaye Piyasası Kurulu Teşkilât, Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
Tex. Int'l L.J.	: Texas International Law Journal
Tic.	: Ticaret
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TRLIBOR	: Türk Lirası Referans Faiz Oranı
TSKB	: Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş
TSP	: İMKB Toptan Satışlar Pazarı
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
UKLA	: United Kingdom Listing Authority
William Act	: ABD'de 1967 yılında çağrışı (tender offer) düzenlemek üzere kabul edilmiş 1934 tarihli Securities Exchange Act'te değişiklik yapan kanun
v.	: Versus

V.	: Volume
vb.	: Ve benzeri
vd.	: Ve devamı
YK	: Yönetim Kurulu
YTL	: Yeni Türk Lirası
YTTK	: 14.02.2011 tarih ve 27846 sayılı RG'de yayınlanan ve yürürlük tarihi 01.07.2011 olan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: 2010 Yılında Halka Arz Olan Şirketler

Tablo 2: İMKB 30 endeksine Dâhil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı

Tablo 3: İMKB 100 endeksine Dâhil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı

Tablo 4: İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı

Tablo 5: İMKB’de İşlem Gören Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı %50’den Daha Çok Olan Şirketler

ÖZET

Halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kontrol değişikliği ve çağrı konulu doktora tezinin hazırlanması aşamasında bu kavramlara ilişkin genel bilgiler verildikten sonra yoğun olarak yönetim kontrolünün değişmesi (Takeover) kavramı incelenmiştir. Halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kontrolünün değişmesine Türkiye’de sıklıkla rastlanılmadığından, Takeover olaylarının yoğun olarak yaşandığı Amerika ve İngiltere’deki durum ve tarihsel süreç ayrıntılı olarak incelenmiştir. Takeover kavramı yasal düzenlemeler ve mahkeme içtihatları ışığında söz konusu ülkeler bazında farklı bölümler oluşturulmak suretiyle ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Amerika ve İngiltere’de Takeover kavramının ortaya çıkışı ve sonrasında iki ülkede yürürlüğe konan yasal düzenlemeler açıklanırken iki ülkenin de konuya bakış açıları üzerinde durularak, bu ülke hukuklarının Takeover’a yaklaşımları irdelenmiştir.

Takeover’ı düzenleyen başlıca kurallar olmaları sebebiyle Amerika’daki William Act ve İngiltere’deki Code Kuralları da tez kapsamında incelenmiştir. Bu iki ülke dışında Avrupa Birliği’nin (AB) Takeover’a ilişkin Direktifi doğrultusunda AB hukukunun Takeover’a yaklaşımı üzerinde durulmuştur.

Tezin son bölümünde Sermaye Piyasası Kanunu, Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: IV No. 44 Tebliği ve TTK hükümleri çerçevesinde yönetim hakimiyeti değişikliğine ilişkin düzenlemeler incelenmiştir.

Abstract

During the preparation of Ph.D thesis of which the subject is merger, acquisition and bid in the publicly held joint-stock corporations, after giving general information related these notions, the notion of change of management control (Takeover) is intensively examined.

As the change of management control in the publicly held joint-stock corporations is not a common case in Turkey, the historical process and the situations in the USA and UK where Takeover cases are intensively experienced are examined in detail. In the light of regulations and case law, the notion of takeover is discussed in detail by creating different chapters related the countries in question.

While the emergence of the notion of takeover in the USA and UK and the regulations that are put into effect are explaining, the approaches of the American and English laws are researched by emphasizing on the perspectives of the two countries on the subject.

The William Act in the USA and the Takeover Code in the UK are studied in the thesis for the reason that they are the main rules that governing Takeover. Besides of these two countries the approach of the EU law to the takeover is emphasized in accordance with the EU Directive related takeover.

In the last chapter of the thesis, the regulations related to the change of management control are examined within the frame of the provisions of the Capital Markets Law, Capital Markets Board Comminiqué Serial: IV No. 44 and Turkish Commercial Law.

BİRİNCİ BÖLÜM

MESELENİN EKONOMİK VE HUKUKİ TEMELLERİ

§ 1. Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü

I. Yönetim Kontrolünün Anlamı ve Sınıflandırılması

A. Genel Olarak

Anonim şirketleri, yönetim kurulu idare ve temsil eder. ¹ Şirket hissedarlarının doğrudan yönetime katılma veya müdahale etme durumu söz konusu değildir. Hissedar, sermayenin bölünmüş olan sadece belirli bir kısmını temsil eden hisselerle maliktir ve bu hisselerin bahşettiği kâr payı alma, tasfiyeye katılma, oy kullanma hakkı gibi haklara sahiptir. Hissedarın tasarruf yetkisi sadece sahip olduğu hisseye ilişkindir. Buna karşın hissedarın, asıl ekonomik işletmeyi oluşturan üretim tesisleri, taşınmazlar, gayri maddi haklar gibi şirket aktifleri üzerinde doğrudan tasarruf yetkisi yoktur. ² Sözü edilen aktiflerin maliki şirket olup bunlar üzerinde tasarrufta bulunma yetkisi şirketi temsilen yönetim kuruluna aittir.

Bu yüzden de bir hissedarın şirket yönetimine katılabilmesi için kanun ve esas sözleşme hükümlerine uygun olarak hissedarların oylarıyla yönetim kurulu üyesi olarak seçilmesi gerekir. ³ Anonim şirketlerde geçerli olan çoğunluk ilkesi gereği, ana sözleşmede aksi kararlaştırılmış olmadıkça şirket sermayesini temsil eden

¹ TTK'nın 317. maddesine göre, "Anonim şirket idare meclisi tarafından idare ve temsil olunur."

² Ünal Tekinalp, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları, İstanbul Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 1979, s. 4.

³ Yönetim kurulu üyeliğinde boşalma olması durumunda yönetim kurulu, TTK md. 315/1 uyarınca bu boşluğu doldurmak amacıyla yönetim kurulu üyesi atama yetkisine sahiptir. Ancak her hâlükârda yönetim kurulu tarafından yapılan üye ataması ilk genel kurulda hissedarların onayına tabi olacaktır.

hisselerin sağladığı oy haklarının çoğunluğuna sahip olanlar, yönetim kurulu üyelerinin tamamını belirler. Paylara bölünmüş sermayeyi temsil eden her bir pay, sahibine bir oy hakkı tanıdığından şirket ana sözleşmesinde oy kullanmada veya yönetim kurulu üyesi belirlemede imtiyaz hakkı tanıyan bir hisse ihdas edilmiş olmadıkça, sermayenin çoğunluğuna sahip olan hissedar veya hissedarlar tek başlarına yönetim kurulu üyelerinin tamamını belirleme gücüne sahip olur. Dolayısıyla, bir hissedarın, şirketin yönetimi ve varlıkları üzerinde fiilen kontrole sahip olabilmesi için ise yönetim kurulu üyelerini belirleme gücüne sahip olması; bunun için de yönetim kurulu üyelerini belirleme gücü veren oy haklarına sahip olması gerekecektir.

Bu bakımdan bir hissedar, ne kadar çok hisseye sahip olursa olsun, yönetim kurulu üyesi olmadıkça şirket faaliyetleri ve aktifleri üzerinde herhangi bir tasarruf ve kontrol yetkisine sahip olmayacaktır. Buna karşın bir kişi, şirket sermayesi içinde az bir paya sahip olmakla birlikte yönetim kurulu üyesi olarak seçilir ve yönetim kurulu kararlarında etkili olursa, bu kişi şirket ve şirket aktifleri üzerinde kontrol yetkisine sahip olacaktır.

Sermayesinin tamamı ya da tamamına yakın bir kısmı bir kişi veya grup tarafından sahip olunan şirketlerde bu kişi veya gruplar, hisselerin sağladığı oy haklarının tamamına, dolayısıyla da yönetim kontrolüne tek başına sahip olur.⁴

Öte yandan anonim şirketlerde geçerli olan çoğunluk ilkesi neticesinde şirket kurucuları, şirketin halka açılması ve sermayenin bir kısmına üçüncü kişiler tarafından sahip olunması sonrasında da halka açıklık oranı %50'nin üstüne

⁴ Sermayeye ve yönetim kontrolüne aynı kişilerin sahip olduğu halka kapalı şirketler için, şirketin yönetim kurulu tarafından yönetiliyor olması çok önemli bir mesele teşkil etmez. Bu tür halka kapalı şirketlerde ticari faaliyetlerin şahıs şirketi yerine anonim şirket üzerinden gerçekleştirilmesinin tercih sebebi, bir sermaye şirketi olan anonim şirketlerdeki sermayedarın sorumluluğunun şirkete koymuş olduğu sermaye ile sınırlı olmasıdır. Şirket vasıtasıyla girilen ekonomik faaliyet zarar getirirse bile hissedar, -şahsi teminat vermesi söz konusu olmadıkça- yalnızca şirkete koymuş olduğu sermayeyi yitirecek, geri kalan serveti bir zarar görmemiş olacaktır. Oysa aynı faaliyet şahıs şirketi olarak gerçekleştirilmiş olsa, girişimci tüm servetini kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilecektir. Sermayeye ile sınırlı sorumluluk anonim şirketlerin, bu kadar fazla tercih edilmesi ve yaygınlaşmasına da sebep olan en önemli özelliklerinden biridir. Anonim şirketlerin tarihsel gelişimi ve fonksiyonları için bkz. Reha Poroy/ Ünal Tekinalp/ Ersin Çamoğlu, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 7. Bs., Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1997, s. 442-464; Tuğrul Ansay, Anonim Şirketler Hukuku Nereye Gidiyor, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2005, s. 6-14. Buna karşın anonim şirketlerin kontrole sahip hissedarlar tarafından belirlenen yönetim kurulu tarafından yönetiliyor olması, şirketler hukukunun en çok tartışılan ve en önemli meselelerinden birini ortaya çıkarmıştır.⁴

çıkıncaya kadar, yönetim kurulu üyelerinin tamamını tek başlarına belirleme yetkisine sahip olmaya devam ederler. Böylece halka açılmaya rağmen, şirket kontrolünde hiçbir değişiklik meydana gelmez, aynı kişiler şirketi kontrol etmeye devam edebilirler. Ayrıca imtiyazlı hisse veya oydan yoksun hisse çıkarılması, piramitleşme, vekalet toplanması (proxy) gibi yöntemlerle %50'nin altında bir hisse ile kontrolün elde bulundurulması mümkün olabilmektedir.⁵ Hisselerin yaygın dağılımı ve kontrolü sağlayacak imtiyazlı hisse gibi hukuki bir vasıtanın bulunmaması durumunda yönetim kontrolüne tek bir kişi veya grup sahip olamaz. Bu durumda birden fazla kişi veya grup birlikte hareket ederek yönetimi belirleme gücüne sahip olur ve yönetimi aralarında paylaşırlar. Bu durumdaki bir şirket hisselerinin toplanması suretiyle yönetim kontrolünün ele geçirilmesi mümkün olur.

Halka açık şirketlerde yönetim kurulu, hukuktaki diğer temsil müesseselerine göre bir farklılık arz etmektedir. Vekalet akdinde vekilin sorumluluğu, kendisini atayan müvekkile karşıdır. Müvekkil, vekili kendi veya atayacağı bir temsilcisi vasıtasıyla denetleyebilir ve her zaman azledebilir. Yönetim kurulu ile şirket arasındaki ilişkinin de genel olarak vekalet akdine tabi olduğu kabul edilmektedir.⁶ Ancak burada vekalet akdinden farklı olarak yönetim kurulu gerçekte kendini bu göreve atayan hissedarları değil, şirketi temsil etmekte, özen ve sadakat borçları şirkete karşı doğmaktadır. Oysa vekalet akdinde vekil, kendini atayan müvekkili temsil eder ve ona karşı sorumlu olur. Bu bakımdan anonim şirket yönetim kurulunun durumu, Anglo-Sakson hukukunda "trust" müessesesindeki "trustee"nin durumuna daha yakın görünmektedir. Trust müessesesinde trustee, bir mal varlığını, kurucunun (settlor) iradesi doğrultusunda üçüncü bir kişi (beneficiary) lehine yönetmekle yükümlü olan kişidir.⁷ Anonim şirkette de hissedarlar, yönetim kurulunu kendilerini değil şirketi temsil etmesi için atar.

⁵ Sermaye ile sınırlı sorumluluk, payların bölünebilirliği ve devredilebilirliği gibi özelliklerin yanı sıra daha az sermaye daha çok mal varlığını kontrol etmeye imkân verme özelliği anonim şirketlerin halka açılmada tercih edilen şirket türü olmasına sebep olmuştur. Bkz. Feyzan Hayal Şehirli Çelik, Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2008, s. 6; Ansay, s. 2.

⁶ Ersin Çamoğlu, Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2010, s. 114-115; Necla Akdağ Güney, Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 2. Bs., Vedat Kitapçılık Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, s. 101.

⁷ Halil Doğru, Menkul Kıymetleştirme & Mortgage: Genel ve Hukuki Esaslar, Doğru Hukuk Yayınları, İstanbul, 2007, s. 16-17.

Yönetim kurulunun özen ve sadakat borcu şirkete karşıdır ama onları görevden azledecek, onlara karşı dava açacak olan şirket değil, hissedarlardır. Yukarıda belirtildiği gibi halka açık şirketlerde yönetim kurulu üyelerini seçme, azletme, ibra etme ve bunlara karşı şirket adına dava açma kararları sadece çoğunluk hissedarların oylarıyla belirlenmekte, azınlık hissedarların ise bu konuda herhangi bir etkide bulunmaları mümkün olmamaktadır. Bu durumda kontrole sahip hissedarlar ile azınlık hissedarlar veya şirket arasında bir menfaat çatışması olması halinde yönetim kurulunun, kontrol sahibi hissedarların menfaatleri lehine davranma riski ortaya çıkar.

B. Yönetim Kontrolünün Sınıflandırılması

Bir şirkette hissedarlar, şirket yönetim kontrolüne çeşitli hisse oranları ve hukuki yollarla sahip olabilmektedir: ⁸ .Aşağıda Adolf Berle ve Gardiner Means'ın The Corporation & Private Property eserinde sınıflandırıldığı şekilde yönetim kontrolünün elde edilmesi şeklinde açıklanmıştır.

1. Şirket Paylarının Tamamına Sahip Olunması Suretiyle Yönetim Kontrolü

Tek bir kişi veya bir grubun şirket paylarının tamamına sahip olması halinde ⁹ bu kişi veya gruplar aynı zamanda yönetim kontrolüne de tek başlarına sahip olur. Bu durumda şirket sermayesine sahip olan hissedar ile şirketi kontrol edenler aynı kişi olur. Bu yüzden, burada mülkiyet ile kontrol arasında bir ayırım ve ortaklar arasında herhangi bir çıkar farklılığı görülmez. ¹⁰ Bu tür şirketler, halka açık olmayan aile şirketleri veya bir birkaç kişi veya grup tarafından kurulmuş şirketlerdir. Halen aralarında çok sayıda büyük şirketin de bulunduğu dahil olduğu

8 Adolf A. Berle/Gardiner Means, The Modern Corporation & Private Property, Transactions Publishers, 1991, s. 67 vd.; M. A Weinberg/ B.A Victor / A.L. Greystoke, Takeovers And Mergers, Ed. M.A.Weinberg, J.O.Dick, J.White, 4th Edition, Sweet&Maxwell, London, 1979, s. 1035-1037; Şehirli Çelik, s. 9 vd.

⁹ Türk Ticaret Kanunu'na göre ortak sayısının asgari beş kişi olması zorunluluğu nedeniyle tek bir tüzel kişi veya gerçek kişinin tek başına şirket hisselerinin %100'üne sahip olması hukuken mümkün değildir. Birer paya sahip olsalar da dört ortağın varlığına daha ihtiyaç vardır. Ancak TTK hükümleri karşılıklı iştiraki yasaklamadığından bir kişinin iştirak ettiği dört şirketin karşılıklı iştiraki vasıtasıyla bir kişinin tek başına şirketin %100'üne sahip olması mümkün olur. Yeni TTK'da ise tek kişilik anonim ortaklıklara müsaade etmektedir.

¹⁰ Berle/Mean, s. 67.

kapalı şirketler, ekonomik konjonktür ve hukuksal alt yapıya bağlı olarak ileride halka açılma potansiyeli taşıyan şirketlerdir.

2. Şirket Paylarının Çoğunluğuna Sahip Olunması Suretiyle Yönetim Kontrolü (“Majority Control”)

Bir kişi veya bir grubun, bir halka açık şirketin oy haklarının %50’sinden fazlasına sahip olması hali “çoğunluk kontrolü” (“Majority Control”) olarak adlandırılmaktadır.¹¹ Çoğunluk kontrolü, mülkiyet ve kontrolün birbirinden ayrıştığı ilk aşamadır. Halka açılmadan önceki ortaklar oy haklarının %50’sinden fazlasına sahip olmaya devam eder. Söz konusu hissedarlar, şirketin halka açık olmasına karşın, yönetim kurulunun tamamını belirleme ve böylece şirket yönetimini kontrol etme gücüne sahip olmaya devam ederler. Bu durumda yönetime hakim ortak, kendi koyduğu sermayeden daha büyük bir mal varlığını kontrol etme imkanına sahip olur. Buna karşın azınlık hissedarlar, koydukları sermayeye denk düşen mal varlıkları üzerinde bir kontrol yetkisine sahip olmazlar. Azınlık hissedarlar kendi mülkiyetlerine ilişkin kontrol yetkisini, fiilen kontrole sahip olan çoğunluğa teslim etmek durumunda kalırlar. Her ne kadar sahip oldukları hisseler kendilerine oy hakkı tanıyor olsa bile, bu oy haklarının yönetimi belirlemede veya yönetimin kontrolünde bir etkisi olmaz. Ancak kanunun belirlemiş olduğu koşulları taşıdıkları takdirde kanunda azınlığa tanınmış hakları kullanabilirler ve ilgili kanun hükümleri çerçevesinde korunurlar.

Mülkiyet ve kontrol arasındaki ayrımın bu noktanın ötesine geçmediği yani şirket kontrolünün sermayenin %50’sinden fazlasına sahip olunması suretiyle sağlanması halinde azınlık ile çoğunluk arasında temel bir çıkar çatışması yaşanmayacağı kabul edilmektedir. Zira bu durumda çoğunluk hisse sahibinin çıkarı da azınlık hissedarlar gibi şirketin daha fazla kâr etmesindedir.¹² Bu anlamda çoğunluk ile azınlık çıkarları arasında bir paralellik vardır.¹³ Ancak

¹¹ Berle/Means, s. 67 vd.; Stephen Bainbridge, Corporation Law and Economics, Foundation Press, New York, 2002, s. 9, (Naklen: Şehirali Çelik, s. 10).

¹² Oysa semeye içinde az bir pay ile şirket kontrolünün mümkün olduğu halka açıklık oranı çok yüksek şirketlerde yönetim kontrolüne sahip hissedarlar ile kontrol dışı hissedarların menfaatleri ayrışmaktadır.

¹³ Berle/Means, s. 68.

kontrol sahibinin şirketi iyi yönetmemesi veya hukuka aykırı olarak şirketi zarara uğratarak kendisine veya yakınlarına çıkar sağlaması durumunda azınlık hissedarların çıkarları zedelenir. Çoğunluğun, kendisi veya kendisiyle ilişkili kişilerle girmiş olduğu ilişkilerde emsallerine göre bariz farklı fiyat (örneğin bu kişilerden yüksek fiyatla mal veya hizmet alımı; ya da bu kişilere düşük fiyatla mal veya hizmet satışı) uygulayarak şirket kârını haksız olarak dışarıya transfer ederek azınlık hissedarları zarara uğratması hukuken yasaklanmış işlemlerdir.¹⁴ Buna karşın kötü bir niyet taşımadıkça, şirketin kötü yönetilmesine karşı azınlığın yapabileceği çok fazla bir şey yoktur. Yönetimi değiştirme gücüne de sahip olmadığından, bu durumda azınlığın hisselerini satma dışında normal olarak başka bir seçeneği olmayacaktır.

Çoğunluk kontrolü, şirket yönetim kontrolünün, kontrol sahibinin isteği hilafına ele geçirilmesine de engel olur. Bu bakımdan çoğunluk kontrolü, şirket kontrolünün ele geçirilmesi riskine karşı en güvenli savunmadır. Şirket sermayesinin %50'sinden fazlası elde tutulduğu sürece yönetim kontrolünün kaybedilmesi riski ortaya çıkmaz. Buna karşın sermayeye duyulan ihtiyaç, rekabet gibi zorunluluklar veya aile şirketlerinde ikinci üçüncü nesilden sonra hisselerin çok sayıda kişiye dağılması ve kontrol dışına çıkması gibi sebeplerle bu noktanın aşılması ve kontrol sahibi olan kişi veya grupların pay oranlarının %50'den aşağıya düşmesi mümkündür. Sermaye piyasaları ve borsaları oldukça eski tarihlere dayanan ABD ve İngiltere gibi ülkelere bakıldığında Türkiye'de de şirketlerin ileriki yıllarda halk açıklık oranlarını artırmaları beklenemedik bir gelişme olarak karşılanmamalıdır.

Çoğunluk kontrolü, genel olarak genel kurul tarafından karar alınmasını gerektiren ana sözleşme değişikliği, şirketin tasfiyesi, kâr dağıtımı, yönetim kurulu üyelerinin seçimi ve ibrası gibi hususlarda kontrol sahibinin, tek başına karar alabilmesine imkân sağlar. Yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerin

¹⁴ Sermaye Piyasası Kanunu md. 15/son hükmünde bu tür işlemlerde bulunulması yasaklanmış olup bu hükme aykırı davranılması Sermaye Piyasası Kanunu md. 47 uyarınca 5 yıla kadar hapis ve bu suretle elde edilen menfaatin üç katından az olmamak üzere para cezası ile müeyyideye tabi tutulmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu md. 15/son hükmü şöyledir: “*Halka açık anonim ortaklıklar; yönetim, denetim veya sermaye bakımından dolaylı veya dolaysız olarak ilişkili bulunduğu diğer bir teşebbüs veya şahısla emsallerine göre bariz şekilde farklı fiyat, ücret ve bedel uygulamak gibi örtülü işlemlerde bulunarak kârını ve/veya mal varlığını azaltamaz.*”.

seçimi, bilançonun onaylanması, kârın dağıtımı, yönetim kurulu üyelerinin ibrası ve şirketin feshi gibi hususlarda karar alınması için ilk toplantıda sermayenin dörtte birinin temsili yeterlidir. (TTK md. 418) İlk toplantıda bu nisabın sağlanamaması halinde yapılacak ikinci toplantı için ise bir nisap aranmamaktadır. TTK'da ana sözleşme değişiklikleri için farklı nisaplar öngörülmüştür: Yeni TTK md. 421/1'e göre, aynı madde kapsamında ağırlaştırılmış bir nisap aranması dışındaki ana sözleşme değişiklikleri ilk genel kurul toplantısında sermayenin en az yarısının temsil edilmesi; ilk toplantıda bu nisabın sağlanamaması halinde ikinci toplantıda sermayenin en az üçte birinin temsil edilmesi gerekmektedir. Kararlar ise toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğuyla alınır. Bu durumda sermayeyi temsil eden payların yarısından bir fazlasına sahip olan çoğunluk kontrolüne sahip hissedar, Yeni TTK md. 421/2 ve 3 kapsamına girmeyen sermaye artırımını ve diğer ana sözleşme değişikliklerini tek başına gerçekleştirebilecektir.

Yeni Türk Ticaret Kanunu'na göre (TTK md. 421/2) (1) bilanço zararlarının kapatılması için hissedarlara yükümlülük ve ikincil yükümlülük getiren ve (2) şirket merkezinin yurt dışına taşınmasına ilişkin kararlar için oy birliği gerektirmektedir. Öte yandan Ticaret Kanunu ya da şirket ana sözleşmesinde yer alan bir hüküm, bir kararın alınabilmesi için oy birliği veya kontrol sahibinin sahip olduğu hisselerden daha fazla hissenin oyunun gerektirmesi halinde kontrol sahibi söz konusu kararları kendi başına alamayacaktır.

3. Hukuki Araçlar Vasıtasıyla Kontrol (“Control Through a Legal Device”)

Şirket kontrolüne sahip olunması için mutlaka şirket sermayesinin %50'sinden fazlasına sahip olunması gerekmez. Oyda veya yönetim kurulu üyelerini belirlemede imtiyaza sahip hisse senedine sahip olunması, oydan yoksun hisse senetlerinin var olması, piramit yöntemi gibi yöntemlerle %50'nin altında kalan çok küçük paylara sahip olunması suretiyle dahi kontrolün sağlanması mümkündür.

a. Piramit Yöntemi

Bir şirketin çoğunluğuna sahip olan bir kişi veya grup, zincirleme iştirak suretiyle, (çoğunluk hissesine sahip olduğu şirketlerin zincirleme olarak başka şirketlerin çoğunluğuna sahip olması) birçok şirketi kontrol etme imkânına sahip olabilir. Piramit yöntemi olarak adlandırılan bu yöntem sayesinde daha az bir sermaye yatırımı ile çok sayıda şirketi kontrol etme imkânına sahip olunabilmektedir.¹⁵ Bu yöntemde piramidin en tepe noktasında kontrol sahibi kişi veya grup, örneğin (A) bulunur. (A), (B) şirketinin %50'sine (+1 hisse); (B) şirketi (C) şirketinin %50'sine (+1 hisse); (C) şirketi (D) şirketinin %50'sine (+1 hisse); ve (D) şirketi (E) şirketinin %50'sine (+1 hisse) sahip olduğu varsayılırsa (A)'nın (E) şirketinin sermayesine katılma, dolayısıyla kârından pay alma oranı yaklaşık % 6,25 olur. Buna karşın (A), (B)'yi doğrudan; (B) vasıtasıyla (C)'yi, (C) vasıtasıyla (D)'yi ve nihayetinde (D) vasıtasıyla da (E)'yi dolaylı olarak tamamıyla kontrolü altında tutabilmektedir.

Piramitleşme sayesinde bu şirketlerde sermaye sahipliği ile kontrol gücü iyice birbirinden ayrılmaktadır.

b. Karşılıklı İştirak

Bir şirketin iştirak ettiği bir şirketin, kendine iştirak eden şirkete iştirak etmesi "karşılıklı iştirak" olarak adlandırılır. Karşılıklı iştirakte ilk önce (A), (B)'nin sermaye artırımına katılır; daha sonra (B), (A)'nın kendisine yapmış olduğu iştirak tutarı ile (A)'ya iştirak eder. Bu iştirak defalarca tekrar edilebilir. Örneğin (A) şirketinin (B) şirketinin %51'ine, (B) şirketinin de (A) şirketinin %51'ine sahip olması durumunda karşılıklı iştirak durumu söz konusu olur. Bu durumda (A)'nın hakim ortağı, ilk önce (A) vasıtasıyla (B)'yi kontrol altına alır; daha sonra da (B) vasıtasıyla (A)'yı kontrol eder. Bir kez (A)'nın yönetimini ele geçirmiş ve bu sayede (B)'nin yönetimini belirlemiş olduğundan (A)'daki hisselerini tamamen elden çıkarsa bile (B) vasıtasıyla (A)'nın kontrolünü elinde bulundurmaya devam eder. Yönetim kurulu üyeleri, sermayeden bağımsız olarak şirketlerin birbirinde sahip olduğu payları temsil eder ve oy haklarını kullanır. Böylece şirket yönetim

¹⁵ Bu konuda bkz. Berle/Means, s. 69-71; Weinberg/Blank/Greystoke, s. 1008.

kurulu pay sahiplerine karşı bağımsızlaşır, şirketlerin kontrolü tamamıyla yönetim kurulu üyelerinin eline geçer. ¹⁶

Karşılıklı iştirake ilişkin 6762 sayılı TTK ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda açık bir hüküm bulunmamasına karşın, Sermaye Piyasası Kurulu'nun, TTK md. 329'a ¹⁷ dayanarak karşılıklı iştirakte, iştirakin sahip olduğu oyların halka açık şirketin kararlarında sonuca tesiri olması durumunda oy haklarının donması gerektiği yönünde kararları bulunmaktadır. ¹⁸

c. İmtiyazlı Hisseler veya Oydan Yoksun Hisseler ile Kontrol

Bir şirketin yönetiminin sermaye çoğunluğuna sahip olmadan kontrol etmenin bir diğer aracı da oydan yoksun hisse çıkararak bu hisselerin kontrol dışı hissedarlara dağıtılması ya da bir hissenin birden fazla oy hakkında sahip olarak çıkarılması ve bu hissenin yönetim kontrolüne sahip olanlara tahsis edilmesidir.

Bu nedenle ilk halka arz sırasında halka açılma oranları %50'nin oldukça altında olsa bile ileride, kontrol sahibi olan kişi veya grupların pay oranlarının %50'nin altına düşme riskine karşı şirketlerin mevcut hakim ortaklarının lehine, yönetimi belirleme imtiyazına sahip hisse çıkarmalarına sıklıkla rastlanmaktadır. 2010 yılında halka açılan yirmi iki şirketten on yedisinde imtiyazlı hisse ihdas

¹⁶ Gül Okutan Nilsson, Şirketler Topluluğu Hukuku, On İki Levha Yayıncılık A.Ş., İstanbul, 2009, s. 166.

¹⁷ SPK bir kararında Türk Ticaret Kanunu Tasarısında yer alan karşılıklı iştirake ilişkin hükümlere dayanarak karşılıklı iştirak konusunda şirketin uyarılmasına karar vermiştir. Bkz. SPK 2006/27 HB'de yayınlanan Gisad Dış Ticaret A.Ş. kararı: “Grup şirketleri arasındaki karşılıklı iştirak ilişkisinin köpük sermaye olarak değerlendirildiği ve bu durumun şirketlerin sermayelerinin ödenmiş olma durumlarını şüpheli hale getirdiği göz önüne alındığında, sermaye piyasası mevzuatında karşılıklı iştiraki yasaklayan açık bir hüküm bulunmamakla birlikte, Türk Ticaret Kanunu Tasarısında karşılıklı iştirakten kaynaklanan oy haklarının toplam oy hakkından düşürüleceği yönünde hüküm bulunduğu ve bunun karşılıklı iştirake konu şirketlerin genel kurullarında oy donmalarına yol açabileceği dikkate alınarak ...”

¹⁸ SPK 2001/14 HB'de yayınlanan Sörmaş Söğüt Refrakter Malzemeleri A.Ş. kararı: “...karşılıklı iştirak durumunun TTK'nun 329. maddesine ve Şirket esas sözleşmesine aykırılık teşkil etmesi, ... Şirket genel kurulunda alınan kararlar üzerinde belirleyici rol oynadığından, Şirketin karşılıklı iştirak ilişkisinden yararlanılarak belli bir grup tarafından yönetilmesi göz önüne alınarak, söz konusu hukuka aykırılık durumunun tespiti için, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 46. maddesinin 1. fıkrasının c bendi uyarınca dava açılmasına... Şirkette sahip oldukları paylara ilişkin oylarının, bundan böyle yapılacak Şirket genel kurullarında alınacak kararlarda sonucu tayin edici rolünün bulunması halinde, bu oyların donması gerektiğinin Şirkete bildirilmesine ...”; SPK 2003/7 HB'de yayınlanan Deva Holding A.Ş. kararı: “karşılıklı iştirake tabi payların olağan genel kurul toplantısını takip eden genel kurullarda alınacak kararlarda sonucu tayin edici rolünün bulunması halinde donması gerektiğinin ve oy haklarının donması nedeniyle genel kurulun karar alamaz duruma gelmesinin önlenmesini teminen karşılıklı iştirake tabi payların ilk fırsatta elden çıkarılması gerektiğinin...”

edilmiştir. ¹⁹ Aynı şekilde İMKB’de işlem gören şirketler incelendiğinde şirketlerin yönetimi kaybetme riskine karşı oldukça duyarlı oldukları görülmektedir. İMKB 100 Endeksine dahil şirketler içinde çoğunluk kontrolüne, yani sermayenin %50’sinden fazlası bir kişi veya grubun elinde bulunan şirket sayısı 80’dir. Bunlar içinde 42 adedi yani %52,5’i yönetim kurulu üye belirleme imtiyazı içeren hisse çıkarmış durumdadır.

¹⁹ Bkz. Tablo 1.

Tablo 1: 2010 Yılında Halka Arz Olan Şirketler *

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Neve	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fili Dolaşım daki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
1	Akfen Holding A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	-	1/2 A Grubu 1/2 B Grubu	1 A Grubu pay 3 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	2 üye	27,94
2	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	5/7 A Grubu	1/2 A Grubu	-	A Grubu'nun gösterdiği adaylar dışında kalan Genel Kurul'un seçeceği 2 adaydan biri	5,41
3	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	5/7 A Grubu	5'ten fazla olmamak koşulu ile A Grubu'nun göstereceği adaylar arasında 1 veya daha fazla	1 A Grubu pay 2 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	En az 1 üye	46,67
4	Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	72,36
5	Despec Bilgisayar Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	En az 5, en çok 9 üyeden oluşan YK'nin üye sayısı 5 veya 6 ise 4, 7 veya 8 ise 5, 9 ise 6 üye A Grubu	-	-	-	36,73
6	Do&Co Restaurants&Catering Aktiengesellschaft	-/Hamiline	-	-	-	-	-	60,81

Tablo 1: 2010 yılında Halka Arz Olan Şirketler

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Neve	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolaşım daki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
7	Ekiz Yağ ve Sabun Sanayii A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	En az 3, en çok 7 üyeden oluşan YK'nin üye sayısı 5 üyeden az ise 1, 5'ten fazla ise 2 üye B Grubu; kalanı A Grubu	-	-	-	33,27
8	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	5/7 A Grubu	-	-	7 kişilik YK üyelerinin 1/3'ü	24,76
9	Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	B Grubu/Nama	√	Üye seçiminde A Grubu pay sahiplerinin her biri 1000, B Grubu pay sahiplerinin her biri 1 oy hakkına sahiptir.	2/2 A Grubu	1 A Grubu pay 1000 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	53,17
10	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	12,76
11	İdealist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	3/5 A Grubu	-	-	5 kişilik YK üyelerinden en az 1/3'ü	24,99
12	İhlas Gazetecilik A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	3/5, 4/7, 7/9, 9/11 A Grubu	1/1, 2/3 A Grubu	1 A Grubu pay 100 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	32,07
13	İhlas Yayın Holding A.Ş.	A Grubu/Hamiline	√	3/5, 4/7, 7/9, 9/11 B Grubu	1/1, 2/3 B Grubu	1 B Grubu pay 100 oy, 1 A Grubu pay 1 oy	-	28,09
14	Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	En az 3, en çok 7 üyeden oluşan YK üyelerinin tamamı A Grubu	2/2 A Grubu	-	-	20,85

Tablo 1: 2010 yılında Halka Arz Olan Şirketler

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolaşım daki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
15	Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	B Grubu/Hamili ne	√	4/5 A Grubu (Nama)	2/2 A Grubu	-	1 üye	29,90
16	Latek Lojistik Ticaret A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	47,16
17	Mango Gıda Sanati ve Ticaret A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	56,05
18	Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/Hamili ne	√	5/7 A Grubu, kalanlar da bağımsızlık ilkelerine uygun olarak B Grubu tarafından	-	-	2/7 üye	48,02
19	Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/Hamili ne	√	4/6 A Grubu	-	-	-	31,20
20	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/Nama	√	2/7 A Grubu 2/7 B Grubu	-	-	7 kişilik YK'nin en az 1/3'ü	13,99
21	Tskb Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/Hamili ne	√	6/7 A Grubu 1/7 B Grubu	-	-	-	28,57
22	Uyum Gıda ve İhtiyaç Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/Hamili ne	√	4/5 A Grubu	1/1, 1/2, 2/3 A Grubu	-	-	27,55

* Tablodaki veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) web adresindeki (www.kap.gov.tr) ilgili şirket sayfasında yer alan ana sözleşmelerinden ve Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun (MKK) web adresindeki (www.mkk.gov.tr) fiili dolaşımdaki pay oranları listesinden alınarak derlenmiştir.

4. Azınlık Kontrolü

Azınlık kontrolü tek bir kişinin değil, birden fazla kişi veya grubun bir şirketi birlikte yönetmelerine verilen addır. Bu ortaklardan hiçbiri tek başına şirketi kontrol edemezler. Ancak işbirliği içinde harekete ederek yönetebilirler. Yönetim kontrolünü sağlamak için genellikle diğer ortaklardan vekalet almaya (proxy) ihtiyaç duyulur.²⁰ Ancak bu şekilde azınlık kontrolünün sürmesi için bir garanti yoktur. Belirli anlaşmazlıkların olması, hissedarların birinin diğerlerinin hisselerini toplaması halinde yönetim kontrolü değişebilir.

5. Yönetim Kontrolü

Beşinci tür kontrol yöntemi hiçbir ortağın tek başına şirket yönetim kontrolünü etkilemede etkili olarak azınlık hisseye dahi sahip olamadığı hisselerin ortaklar arasında çok fazla dağıldığı şirketlerin kontrolüdür. Bu kontrol türüne yönetim kontrolü (“management control”) adı verilmektedir. ABD’de bazı şirketlerde en büyük paya sahip olan hissedarların pay oranı %1’in altında kalır. Bu şirketlerde hissedarlar genellikle ya hiç oy kullanmamakta ya da oylarını kullanmaları için bir başkasına vekalet vermektedirler. Genellikle ABD’de bu tür halka açık şirketlere hissedarlar, vekaletlerini şirket tarafından belirlenmiş proxy komitesi olarak adlandırılan kişilere vermektedirler. Proxy komitesi de şirketin mevcut yönetimi tarafından seçilmektedir. Böylece mevcut yönetim kimin yönetime gireceğinde doğrudan etkili olabilmektedir.

²⁰ Berle/Means, s. 76.

C. Türkiye'deki Durum

Nitekim İMKB 30 ve 100 Endeksini oluşturan şirketler incelendiğinde yaklaşık yarısında yönetim kurulunu belirlemede imtiyaza sahip hisse çıkarılmış olmasına karşın halka açıklık oranı %50'den fazla olan şirket sayısı çok azdır. Aşağıda verilen Tablo 1'de görülebileceği gibi İMKB 30 Endeksini oluşturan şirketlerin 16'sında yönetim kurulu üyelerini belirlemede imtiyaz hakkına sahip hisse bulunurken bu şirketlerden sadece 3'ünün halka açıklık oranı %50'nin üzerindedir. Geriye kalan 14 şirkette imtiyaz bulunmazken bu şirketlerden hiçbirinin halka açıklık oranı %50'nin üzerinde değildir.

Tablo 2: İMKB 30 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolanımdaki Pay Oranı *

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolanımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
1	Akbank T.A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	32,05
2	Arçelik A.Ş.	Nama	-	-	-	-	-	24,89
3	Asya Katılım Bankası A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	7/7 A Grubu	3/3 A Grubu	-	-	51,12
4	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	-/ Hamiline	-	-	-	-	-	26,97
5	Doğan Yayın Holding A.Ş.	-/ Hamiline	-	-	-	-	-	34,27
6	Eis Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-/ Hamiline	-	-	-	-	-	28,60
7	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	5/7 A grubu	-	-	YK üyelerinin 1/3'ü	24,76
8	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	A, B Grubu/ Nama	√	-	-	1 A Grubu pay 10 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	12,27
9	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	B Grubu/ Nama B Grubu/ Hamiline	√	1/5-9 A Grubu payları temsilen intifa hakkı sahibi Özelleştirme İdaresi Başkanlığı	1/1 A Grubu veya, en çok 3 denetçi 1/3 A Grubu	-	-	21,90
10	Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	6/9 A Grubu	2/3 A Grubu	-	-	14,55

Tablo 2: İMKB 30 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolanımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolanımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
11	T.Garanti Bankası A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	48,67
12	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	24,74
13	İhlas Holding A.Ş.	A Grubu/ Hamiline	√	3/5, 4/7, 7/9, 9/11 B Grubu	1/1, 2/3 B Grubu	-	-	71,63
14	T.İş Bankası A.Ş.	A, B, C Grubu/Nama	-	-	-	-	-	31,13
15	Koç Holding A.Ş.	B Grubu/Nama	√	-	-	1 A Grubu pay 2 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	22,03
16	Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş.	C Grubu/ Hamiline	√	3/5 A Grubu (Nama) 2/5 B Grubu (Hamiline)	1/1 A Grubu	-	-	43,85
17	Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	4/5 A Grubu (Nama)	2/2 A Grubu	-	1 üye	29,90
18	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A, B, D Grubu/ Hamiline	√	4/7 A Grubu 2/7 B Grubu 1/7 D Grubu	2/4 A-B 2/4 D	-	-	82,67
19	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.	A Grubu/ Nama	√	3/7 A Grubu 3/7 B Grubu 1/7 C grubu	1/3 A Grubu 1/3 B Grubu 1/3 C Grubu	-	-	33,39
20	H.Ö. Sabancı Holding A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	43,64

Tablo 2: İMKB 30 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolayımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolayımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
21	T.Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	-/ Hamiline	-	-	-	-	-	28,33
22	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/ Hamiline	√	4/6 A Grubu 2/6 B Grubu	-	-	2 üye	36,53
23	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	24,29
24	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	4,39
25	Türk Hava Yolları A.O.	A Grubu/ Nama	√	6/7 A Grubu 1/7 C grubu	2/3 A Grubu 1/3 C Grubu	-	-	49,10
26	Tekfen Holding A.Ş.	-/ Hamiline	-	-	-	-	-	35,43
27	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	D Grubu/ Hamiline	√	6/10 A Grubu 1/10 C grubu	2/3 A Grubu 1/3 C Grubu	-	√	12,47
28	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	A Grubu/ Nama	√	4/5 A Grubu 1/5 C grubu	2/3 A Grubu 1/3 C Grubu	-	-	48,69
29	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	D Grubu/ Nama	√	4/9 A Grubu 1/9 B Grubu 2/9 C Grubu	1/2 A Grubu 1/2 C Grubu	-	1 üye ve A ve C Grubu'nun gösterdiği adaylardan 1'er tanesi	24,89
30	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	17,77

* Tablodaki veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) web adresindeki (www.kap.gov.tr) ilgili şirket sayfasında yer alan ana sözleşmelerinden ve Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun (MKK) web adresindeki (www.mkk.gov.tr) fiili dolayımdaki pay oranları listesinden alınarak derlenmiştir.

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı *

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
1	Adana Çimento Sanayii T.A.Ş.	A, B, C Grubu/ Hamiline	√	4/7 A Grubu 1/7 B Grubu 2/7 C Grubu	2/3 A Grubu 1/3 B Grubu ve C Grubu	1 A Grubu pay 2 oy, 1 B Grubu pay 1 oy, 1 C Grubu pay 1 oy	-	27,49
2	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	36,86
3	Afyon Çimento Sanayi T.A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	47,11
4	Akbank T.A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	32,05
5	Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	24,35
6	Aksigorta A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	36,65
7	Aksa Akriik Kimya Sanayii A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	36,35
8	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	5/7 A Grubu	1/2 A Grubu	-	A Grubu'nun gösterdiği adaylar dışında kalan Genel Kurul'un seçeceği 2 adaydan biri	5,41
9	Alarko Holding A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	27,35
10	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	5/7 A Grubu	5'ten fazla olmamak koşulu ile A Grubu'nun göstereceği adaylar arasından 1 veya daha fazla	1/2 A Grubu	En az 1 üye	46,67

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
11	Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	B Grubu/ Nama	√	-	-	1 A Grubu pay 10 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	35,30
12	Arçelik A.Ş.	Nama	-	-	-	-	-	24,89
13	Aselsan Elektronik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	7/7 A Grubu	-	-	-	14,62
14	Asya Katılım Bankası A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	7/7 A Grubu	3/3 A Grubu	-	-	51,12
15	Aygaz A.Ş.	-	-	-	-	-	-	23,98
16	Bagfaş Bandırma Gübre Fabrikaları A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	1 A Grubu pay 11 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	57,11
17	Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	20,48
18	Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	En az 3, en çok 9 üyeden oluşan YK'nin tamamı A Grubu	2/2 A Grubu	1 A Grubu pay 100 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	33,92
19	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	2/7	65,00
20	Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	32,53

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
21	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San.ve Tic.A.Ş	E, F, G Grubu/ Nama	√	1/9 A Grubu 3/9 B Grubu 1/9 C Grubu 1/9 D Grubu 1/9 E Grubu 1/9 F Grubu 1/9 G Grubu	2/3 B ve G Grubu 1/3 A ve E Grubu	-	-	9,87
22	Deva Holding A.Ş.	C Grubu/ Hamiline	√	2/5 A ve B Grubu tarafından A Grubu'nun gösterdiği adaylar arasından	-	1 A Grubu pay 10 oy, 1 B Grubu pay 10 oy	-	16,44
23	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	25,46
24	Do&Co Restaurants&Catering Aktiengesellschaft	-/Hamiline	-	-	-	-	-	60,81
25	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	26,97
26	Doğan Yayın Holding A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	34,27
27	Eis Eczacıbaşı İlaç, Sınai ve Finansal Yatırımlar Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	28,60

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
28	Eczacıbaşı Yatırım Holding Ortaklığı A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	37,94
29	Ege Gübre Sanayii A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	1 A Grubu pay 3 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	42,55
32	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	A, B Grubu/ Nama	√	-	-	1 A Grubu pay 10 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	12,27
33	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	B Grubu/ Nama B Grubu/ Hamiline	√	1/5-9 A Grubu payları temsilen intifa hakkı sahibi Özelleştirme İdaresi Başkanlığı	1/1 A Grubu veya, en çok 3 denetçi 1/3 A Grubu	-	-	21,90
34	Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	6/9 A Grubu	2/3 A Grubu	-	-	14,55
35	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	A Grubu/ Nama	√	En az 8 üyeden oluşan YK'nin yarısı B Grubu, yarısı C Grubu	1/2 B Grubu 1/2 C Grubu	-	-	17,69
36	T.Garanti Bankası A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	48,67
37	Global Yatırım Holding A.Ş.	C Grubu/ Nama	√	2/7 A Grubu 1/7 D Grubu 1/7 E Grubu	-	-	-	66,77

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
38	Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş.	C Grubu/Hamiline	√	5/7 A Grubu 2/7 B Grubu	2/2 A Grubu	YK üyeleri ve denetçilerin seçiminde 1/1.000.000 A Grubu	-	82,37
39	Göлтаş Göller Bölgesi Çimento San. ve Tic.A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	En az 3, en çok 9 üyeden oluşan YK'nin tamamı A Grubu	-	1 A Grubu pay 50 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	29,39
40	Goodyear Lastikleri T.A.Ş	A Grubu/Nama	-	-	-	-	-	23,48
41	Gsd Holding A.Ş.	D Grubu/Hamiline	√	5/9 A Grubu 2/9 B Grubu 2/9 C Grubu	2/2 A Grubu	-	-	65,40
42	Galatasaray Sportif Sınai ve Yatırımlar A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	6/7 A Grubu 1/7 D Grubu	1/2 A Grubu 1/2 D Grubu	-	-	15,84
43	Gübre Fabrikaları T.A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	21,82
44	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	24,74
45	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	21,14
46	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	2/3, 3/5, 4/7 A Grubu	1/1, 2/3 A Grubu	-	-	70,96

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
47	İhlas Gazetecilik A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	3/5, 4/7, 7/9, 9/11 A Grubu	1/1, 2/3 A Grubu	1/100 A Grubu	-	32,07
48	İhlas Holding A.Ş.	A Grubu/ Hamiline	√	3/5, 4/7, 7/9, 9/11 B Grubu	1/1, 2/3 B Grubu	-	-	71,63
49	İhlas Yayın Holding A.Ş.	A Grubu/ Hamiline	√	3/5, 4/7, 7/9, 9/11 B Grubu	1/1, 2/3 B Grubu	1/100 B Grubu	-	28,09
50	İpek Matbaacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	C Grubu/ Hamiline	√	3/5 A Grubu 2/5 B Grubu	1/1 A Grubu	-	-	35,38
51	T.İş Bankası A.Ş.	A, B, C Grubu/ Nama	-	-	-	-	-	31,13
52	İş Finansal Kiralama A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	7/7 A Grubu	2/2 A Grubu	-	-	35,09
53	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	4/5 A Grubu 1/5 B Grubu	-	-	-	48,05
54	İşıklar Yatırım Holding A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	70,38
55	İttifak Holding A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	4/6 A Grubu	1/3 A Grubu	1 A Grubu pay 15 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	2/6	65,34
56	İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	En az 3, en çok 9 üyeden oluşan YK'nin tamamı A Grubu	-	-	-	18,46
57	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.	A Grubu/ Hamiline	√	5/7 A Grubu	-	-	-	32,76
58	Kartonsa Karton San. ve Tic. A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	-	-	-	-	-	26,30

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
59	Koç Holding A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	-	-	1 A Grubu pay 2 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	22,03
60	Tesco Kipa Kitle Pazarlama Ticaret ve Gıda Sanayi A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	En az 9 üyeden oluşan YK'nin 5 üyesi A Grubu	2/3 A Grubu	1 A Grubu pay 100 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	6,74
61	Konya Çimento Sanayii A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	14,93
62	Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş.	C Grubu/ Hamiline	√	3/5 A Grubu (Nama) 2/5 B Grubu (Hamiline)	1/1 A Grubu	-	-	43,85
63	Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	4/5 A Grubu (Nama)	2/2 A Grubu	-	1 üye	29,90
64	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A, B, D Grubu/ Hamiline	√	4/7 A Grubu 2/7 B Grubu 1/7 D Grubu	2/4 A-B 2/4 D	-	-	82,67
65	Martı Otel İşletmeleri A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	51,22
66	Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	71,18
67	Migros Türk Ticaret A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	18,87

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
68	Nortel Networks Netaş Telekomünikasyon A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	B Grubu'nun GK'da temsil oranına göre değişken. 4/7 A , 3/7 B 5/7 A, 2/7 B 6/7 A, 1/7 B 7/7 A	B Grubu'nun GK'da temsil oranına göre değişken. 3/5 A , 2/5 B 4/5 A, 1/5 B 5/5 A	-	-	31,20
69	Net Holding A.Ş.	B Grubu/Nama	√	En az 3, en çok 13 üyeden oluşan YK'nin tam sayı olarak yarısından bir fazlası A Grubu	-	-	-	46,76
70	Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş.	C Grubu/Nama	√	-	-	1 A Grubu pay 10 oy, 1 B Grubu pay 2 oy	-	55,09
71	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.	A Grubu/Nama	√	3/7 A Grubu 3/7 B Grubu 1/7 C grubu	1/3 A Grubu 1/3 B Grubu 1/3 C Grubu	-	-	33,39
72	Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	6/9 A Grubu 3/9 B Grubu	5'ten fazla olmamak koşulu ile A Grubu'nun göstereceği adaylar arasından 1 veya daha fazla	-	En az 2 üye	29,97
73	Petrol Ofisi A.Ş.	A Grubu/Hamiline	√	6, 8, 10 üyeden oluşan YK'ya A ve B Grubu eşit sayıda aday gösterir.	1/2 A Grubu 1/2 B Grubu	-	-	2,88

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajıdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajıdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
74	Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	5/7 A Grubu	-	-	-	83,32
75	H.Ö. Sabancı Holding A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	43,64
76	Advansa Sasa Polyester Sanayi A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	41,25
79	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/ Hamiline	√	4/6 A Grubu 2/6 B Grubu	-	-	2 üye	36,53
80	Tav Hava Limanları Holding A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	En az 2 üye	40,12
81	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	24,29
82	Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	4,39
83	Tekstil Bankası A.Ş.	A Grubu/ Nama	√	3/5 A Grubu 2/5 B Grubu	1/2 A Grubu 1/2 B Grubu	-	-	18,27
84	Tek-Art İnşaat Ticaret Turizm Sanayi ve Yatırımlar A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	45,87
85	Türk Hava Yolları A.O.	A Grubu/ Nama	√	6/7 A Grubu 1/7 C Grubu	2/3 A Grubu 1/3 C Grubu	-	-	49,10
86	Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	35,13

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolanımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolanımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
87	Tekfen Holding A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	35,43
88	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	E Grubu/ Nama	√	Çift sayı olacak şekilde 8-12 üyeden oluşan YK'nin yarısı A Grubu'nun, diğer yarısı D Grubu'nun gösterdiği adaylar arasından seçilir.	3 üye. En az biri A ve en az biri D Grubu olmak üzere A ve D Grubu'nun gösterdiği adaylar arasından seçilir.	-	-	23,94
89	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/ Nama	√	2/7 A Grubu 2/7 B Grubu	-	-	7 kişilik YKüyelerinin en az 1/3	13,99
90	Trakya Cam Sanayii A.Ş.	A Grubu/ Hamiline	-	-	-	-	-	28,41
91	T.Sinai Kalkınma Bankası A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	39,00
92	Trabzonspor Sportif Yatırım ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	5/5 A Grubu	3/3 A Grubu	-	-	24,43
93	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	D Grubu/ Hamiline	√	6/10 A Grubu 1/10 C grubu	2/3 A Grubu 1/3 C Grubu	-	√	12,47
94	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	-	√	4/8 A Grubu 4/8 B Grubu	1/2 A Grubu 1/2 B Grubu	-	-	24,33
95	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	A Grubu/ Nama	√	4/5 A Grubu 1/5 C grubu	2/3 A Grubu 1/3 C Grubu	-	-	48,69

Tablo 3: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerde Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
96	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	C Grubu/ Hamiline						22,85
97	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	D Grubu/ Nama	√	4/9 A Grubu 1/9 B Grubu 2/9 C Grubu	1/2 A Grubu 1/2 C Grubu	-	1 üye ve A ve C Grubu'nun gösterdiği adaylardan 1'er tanesi	24,89
98	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	En az 2 olmak üzere 1/3 oranında bağımsız üye	21,74
99	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	17,77
100	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	5-11 üyenin tamamı A Grubu	-	-	En az 2 olmak üzere 1/3 oranında bağımsız üye	14,80

* Tablodaki veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) web adresindeki (www.kap.gov.tr) ilgili şirket sayfasında yer alan ana sözleşmelerinden ve Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun (MKK) web adresindeki (www.mkk.gov.tr) fiili dolajımdaki pay oranları listesinden alınarak derlenmiştir.

Tablo 4: İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fıili Dolayımdaki Pay Oranı *

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fıili Dolayımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
1	Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	D Grubu/Hamiline	√	4/10 A Grubu 3/10 B Grubu 2/10 C Grubu 1/10 D Grubu	-	-	-	2,76
2	Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	2/9 A Grubu 2/9 B Grubu 2/9 C Grubu	-	-	9 kişilik YK üyelerinin 1/3’ü	24,66
3	Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/Hamiline	√	4/8 A Grubu 4/8 B Grubu	-	-	-	34,45
4	Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	5/7 A Grubu	-	-	-	15,07
5	Avrasya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 10.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	13,15
6	Doğuş Ge Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-	√	YK üyelerinin tamamı A Grubu	-	-	-	7,30
7	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	5/7 A Grubu	-	-	7 kişilik YK üyelerinin 1/3’ü	24,76

Tablo 4: İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
8	İdealist Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	3/5 A Grubu	-	-	5 kişilik YK üyelerinden en az 1/3’ü	24,99
9	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	4/5 A Grubu 1/5 B Grubu	-	-	-	48,05
10	Kiler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	4/6 A Grubu	-	-	6 kişilik YK üyelerinden en az 1/3’ü	31,97
11	Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/ Hamiline	√	5/7 A Grubu	-	-	2/7	48,02
12	Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 100.000 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	20,83
13	Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	32,07
14	Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	57,07
15	Reysaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	4/6 A Grubu	-	-	-	31,20
16	Sağlam Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	2/6 A Grubu	-	-	-	41,15
17	Sinpaş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/ Hamiline	√	4/6 A Grubu 2/6 B Grubu	-	-	2/6	36,53

Tablo 4: İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
18	Torunlar Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/ Nama	√	2/7 A Grubu 2/7 B Grubu	-	-	7 kişilik YK'nin en az 1/3'ü	13,99
19	Tskb Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	C Grubu/ Hamiline	√	6/7 A Grubu 1/7 B Grubu	-	-	-	28,57
20	Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 100.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	43,14
21	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	5/7 A Grubu	-	-	-	13,58
22	Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	6/9 A Grubu	-	-	-	43,56
23	Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	-	2/2 A Grubu	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1.000.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	29,58
24	Alternatif A Tipi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 100 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	38,74
25	Ata Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 10.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	29,32

Tablo 4: İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
26	Atlantis Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1.000.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	48,87
27	Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 100.000.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	92,74
28	Başkent Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 10.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	51,98
29	Cosmos Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 10.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	87,09
30	Deniz Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 10.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	42,26
31	Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	54,25
32	Egeli & Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	4/6 A Grubu	-	-	-	68,89

Tablo 4: İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
33	Euro B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	A Grubu/ Nama, B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	53,17
34	Euro Trend Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	34,73
35	Finans Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 10.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	16,81
36	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1.000.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	91,90
37	Gedik Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 10.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	18,21
38	Hedef Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	71,37
39	İnfotrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	98,67

Tablo 4: İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
40	İnfo Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	85,62
41	İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	6/10 A Grubu, sermaye içindeki payı 2.000.000’u n altına düşmedikçe 1/10 B Grubu	-	-	-	24,76
42	İş Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1.000.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	42,84
43	Marbaş B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	35,99
44	Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1.000.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	71,44
45	Oyak Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1.000.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	82,05
46	Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	5/7 A Grubu	-	-	-	83,32

Tablo 4: İMKB’de İşlem Gören Yatırım Ortaklıklarının Yönetim ve Denetimi Belirleme İmtiyazı ve Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolajımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
47	Tacirler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 100.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	42,27
48	Taç Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-	-	-	-	-	-	52,54
49	Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	36,33
50	Tskb Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1.000.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	25,03
51	Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	5 kişilik YK’nin en az 1/3’ü	45,32
52	Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	-	-	YK üye seçiminde 1 A Grubu pay 1.000.000 oy; 1 B Grubu pay 1 oy	-	37,15

* Tablodaki veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun (KAP) web adresindeki (www.kap.gov.tr) ilgili şirket sayfasında yer alan ana sözleşmelerinden ve Merkezi Kayıt Kuruluşu’nun (MKK) web adresindeki (www.mkk.gov.tr) fiili dolajımdaki pay oranları listesinden alınarak derlenmiştir.

Tablo 5: İMKB’de İşlem Gören Fiili Dolayımdaki Pay Oranı % 50’den Daha Çok Olan Şirketler *

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolayımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
1	Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	En az 3, en çok 7 üyeden oluşan YK üyelerinin tamamı A Grubu	-	1 A Grubu pay 100 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	66,49
2	Altınyag Kombine Alrı A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	En az 3, en çok 9 üyeden oluşan YK üyelerinin tamamı A Grubu	-	1 A Grubu pay 10 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	56,68
3	Avrasya Petrol ve Turistik Tesisler Yatırımlar A.Ş.	B Grubu/Hamiline	√	Üye seçiminde A Grubu pay sahiplerinin her biri 1000, B Grubu pay sahiplerinin her biri 1 oy hakkına sahiptir.	-	-	-	98,21
4	Birko Birleşik Koyunlular Mensucat Ticaret ve Sanayi A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	88,31
5	Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	65,43
6	Borova Yapı Endüstrisi A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	69,87
7	ÇBS Boya Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-	-	-	-	-	-	65,60
8	ÇBS Printaş Oto Boya ve Gereçleri Sanayi A.Ş.	-	-	-	-	-	-	69,79
9	Çemaş Döküm Sanayi A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	72,36

Tablo 5: İMKB’de İşlem Gören Fiili Dolayımdaki Pay Oranı % 50’den Daha Çok Olan Şirketler (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolayımdaki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
10	Ceylan Yatırım Holding A.Ş.	-	-	-	-	-	-	82,57
11	Egeli&Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	B Grubu/ Nama	√	4/6 A Grubu	-	-	-	68,89
12	Egeli&Co Yatırım Holding A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	6 üyeden oluşan YK üyelerinin tamamı A Grubu	-	-	En az 2	95,79
13	Emek Elektrik Endüstrisi A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	74,93
14	Gimsan Gediz İplik Ve Mensucat Sanayi A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	58,54
15	İdaş İstanbul Döşeme Sanayi A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	7 üyeden oluşan YK üyelerinin tamamı A Grubu	2/2 A Grubu	1 A Grubu pay 8 oy, 1 B Grubu pay 2 oy	-	76,76
16	Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	4/6 A Grubu	2/3 A Grubu	1 A Grubu pay 100 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	En az 2	13,37
17	Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	2/3, 3/5, 5/7 A Grubu	1/1, 2/3 A Grubu	-	-	56,39
18	Mango Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	56,05
19	Mensa Sınai Ticari Mali Yatırımlar A.Ş.	-/Hamiline	-	-	-	-	-	82,30

Tablo 5: İMKB’de İşlem Gören Fiili Dolışimdaki Pay Oranı % 50’den Daha Çok Olan Şirketler (Devamı)

	Şirket	Borsada İşlem Gören Pay Grubu/Nevi	İmtiyaz Olup, Olmadığı	İMTİYAZ			Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Olup, Olmadığı	Fiili Dolışım daki Pay Oranı (%)
				Yönetim Kurulunu Belirleme	Denetim Kurulunu Belirleme	Oy Hakkı		
20	Mert Gıda Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	5/7 A Grubu 2/7 B Grubu	2/2 A Grubu	-	-	62,09
21	Metem Enerji ve Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	En az 3, en çok 5 üyeden oluşan YK üyelerinin tamamı A Grubu	-	1 A Grubu pay 50 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	72,65
22	Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	-/Nama	-	-	-	-	-	67,36
23	Reysaş Taşımacılık ve Lojistik Ticaret A.Ş.	C Grubu/ Hamiline	√	3/5 A Grubu 2/5 B Grubu	-	-	-	61,82
24	Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	5/9 A Grubu 4/9 B Grubu	-	-	-	63,12
25	Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat A.Ş.	A Grubu/ Nama, B Grubu/ Hamiline	√	En az 3, en çok 9 üyeden oluşan YK üyelerinin tamamı A Grubu	1/1, 2/2 A Grubu	1 A Grubu pay 50 oy, 1 B Grubu pay 1 oy	-	91,27
26	Serve Kırtasiye Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	En az 3 üyeden oluşan YK üyelerinin tamamı A Grubu	5’ten fazla olmamak koşulu ile A Grubu’nun göstereceği adaylar arasından 1 veya daha fazla	-	-	70,23
27	Transtürk Holding A.Ş.	B Grubu/ Hamiline	√	2/3 A Grubu, 3’ten fazla üye belirlenecekse ve bu sayının yarısından bir fazlası A Grubu	-	-	-	93,87

* Tablodaki veriler, Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun (KAP) web adresindeki (www.kap.gov.tr) ilgili şirket sayfasında yer alan ana sözleşmelerinden ve Merkezi Kayıt Kuruluşu’nun (MKK) web adresindeki (www.mkk.gov.tr) fiili dolışimdaki pay oranları listesinden alınarak derlenmiştir.

II. Mülkiyet ve Kontrolün Ayrışması ve Çıkar Çatışmaları

Özellikle ticaretin okyanus ötesine kayması ve sanayi devrimi sonrasında üretimin büyük sanayi tesislerinde yapılmaya başlaması bireylerin tek başlarına karşılayamayacakları ve riske atamayacakları kadar büyük sermaye ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. ²¹ Bu ihtiyaç da işin sahibi olan girişimcilerin dışında kalan yatırımcıların hisse veya tahvil gibi menkul kıymetler karşılığında şirketlere fon sağlaması gereksinimini ortaya çıkarmıştır. Böylece özellikle İngiltere ve ABD’de çok ortaklı halka açık şirketler ortaya çıkmış ve giderek yaygınlaşmıştır. ²² Şirketlerin halka açılması, anonim şirketlerin çok önemli bir başka işlevini daha ortaya çıkarmıştır. Halka açık şirketlerde yönetim kontrolüne sahip olan kişi veya grup, kendisinin koymuş olduğu sermayeye göre çok daha fazla tutarda mal varlığını kontrol altında tutabilme imkânına sahip olabilmektedir. Zira anonim şirketlerdeki çoğunluk ilkesi neticesinde, şirketi kontrol edenler, halka açılmadan sonra da sermayenin %50’den fazlası halka açık hale gelinceye kadar yönetim kurulu üyelerinin tamamını tek başlarına belirleme yetkisine sahip olmaya devam etmektedir. Böylece halka açılmaya, şirket sermayesinin bir kısmının üçüncü kişilerce sahip olunmasına rağmen, şirket kontrolünde hiçbir değişiklik meydana gelmemekte, halka açılma öncesinde yönetim kontrolüne sahip aynı kişiler halka açılmadan sonra da üçüncü kişilerin koymuş olduğu sermaye ile varlıkları artmış daha büyük şirketleri, kontrol etmeye devam etmektedir. Ayrıca, kurucu ortakların ileride halka açıklık oranının %50’nin üstüne çıkması durumuna karşı imtiyazlı hisse çıkarılması, piramitleşme, vekâlet toplanması (proxy) gibi yöntemlerle

²¹ 19. Yüzyılda işletmeler, bireyler veya küçük gruplar tarafından sahiplenilmekte ve bu kişiler veya bu kişilerin temsilcileri tarafından yönetilmekteydi. Söz konusu işletmelerin büyüklüğü de esas olarak sahiplerinin servetleri ile sınırlıydı. 20. Yüzyılda küçük atölyelerde çalışan işçiler büyük üretim tesislerinde merkezi bir kontrol altına girerken aynı şekilde çok sayıda küçük yatırımcının serveti de merkezi bir kontrol altına girmiştir. Böylece daha önce kendi sermayesi ile sahip olduğu mal varlığını bağımsız olarak kontrol altında tutan ve yöneten çok sayıda kişi, bu haklarını şirketi kontrol altında tutanlara devrederek sadece koyduğu sermayenin ücretini alan kişi konumuna gelmiştir. Bkz. Berle/Means, s. 4-5.

²² Aslında ticaret ile iştigal eden halka açık şirketlerin tarihleri İngiltere ve Hollanda’da 17. Yüzyıla kadar gitmektedir. Halka açık şirketlerin endüstri alanına girmesi ise 19. Yüzyıl başlarında olmuştur. 1800’lerin başlarında ABD’de köprü, kanal ve yol yapımı, banka ve sigorta işletmesi için kurulmuş şirketlerin bazıları çok ortaklı şirketlerdi. Ancak ilk önemli endüstri şirketi, 1813 yılında Massachusetts’te kurulmuş olan bir tekstil şirketi olan The Boston Manufacturing Company’dır. Bkz. Berle/Means, s. 11-12.

kontrolü elde tutmak mümkün olabilmektedir. Sermaye ile sınırlı sorumluk, payların bölünebilirliği ve devredilebilirliği gibi özelliklerin yanı sıra, daha az sermaye daha çok mal varlığını kontrol etmeye imkân verme özelliği anonim şirketleri halka açılmada tercih edilen şirket türü olmasına sebep olmuştur.²³

Buna karşın bir taraf koymuş olduğu sermayenin üzerinde bir malvarlığını kontrol etme imkânı bulurken sermayenin % 50'sinden daha azına sahip azınlık ortaklar ise koydukları sermayeye karşılık gelen bir mal varlığına ilişkin kontrol yetkisini çoğunluğa sahip ortaklara terk etmektedirler. Dolayısıyla bir taraf (kontrol sahibi) koydukları sermayenin üzerinde bir mal varlığını kontrol ederken diğer taraf (azınlık hissedarlar) ise sahip oldukları sermaye ile temin edilmiş mal varlıkları üzerinde hiçbir kontrol hakkına sahip olmamaktadır. Bu durum halka açık anonim ortaklıklarda mülkiyet ve kontrolün ayrışması olarak ifade edilmektedir. Şirketin sermayesi geniş bir tabana yayılıp daha az bir sermaye ile şirketi kontrol etme durumu ortaya çıktıkça mülkiyet ile kontrol arasındaki söz konusu ayrışma aynı şekilde artmaktadır. Halka açık anonim şirketlerin bu özelliğine ilk kez Adolf A. Berle ve Gardener C. Means, 1932 yılında yayınladıkları ve Amerikan şirketler hukukunun halen en etkili eseri olarak nitelendirilen²⁴ *The Modern Corporation & Private Property*'de²⁵ dikkat çekmişlerdir. Berle ve Means tarafından "mülkiyet ve kontrolün ayrışması" olarak adlandırılan bu durum, modern şirket teorisinin en önemli olgusu olarak kabul edilmektedir.²⁶ Yazarlara göre söz konusu ayrışma, orta çağdaki feodal düzeninin sona ermesinden bu yana geçerli olan ve Adam Smith tarafından ifade olunan "özel mülkiyet" düzeninin temelini sarsmaktadır.²⁷ Feodal düzenin sona ermesinden sonra geçerli olan ekonomik düzen olan serbest girişim düzeni, özel mülkiyeti temel alır. Serbest girişim modeli, mülkiyet sahibinin sahip olduğu mallar üzerinde kendi çıkarına uygun davranmasının ekonomik verimliliğin en büyük garantisi olduğunu kabul eder. Bir kişiye bir şey üzerinde hem o şeyi istediği gibi kullanma hem de o şeyden elde edilecek gelirleri elde etme hakkı tanınırsa, bu kişinin kendi çıkarını maksimize etmek için o şeyi en verimli şekilde kullanacağı varsayılır. Adam Smith ve

²³ Ansay, s. 2, Şehirli Çelik, s. 6.

²⁴ Bainbridge, Corporation Law, s. 8.

²⁵ Berle/Mean, s. 8.

²⁶ Bainbridge, Corporation Law, s. 9.

²⁷ Berle/Mean, s. 8.

izleyicilerine göre, mülkiyet ve kontrol birleşmiş, iç içe geçmiş fonksiyonlardır. Herkesin kendi çıkarına göre hareket etmesi prensibi gereği, bir kişi kendi kontrolünde olan işletmeyi maksimum kâr elde edecek şekilde idare edecektir. Klasik özel mülkiyet teorisine göre, her bireyin bu şekilde hareket edecek olması aynı zamanda toplumsal menfaati de maksimize edecektir.

Oysa mülkiyet ve kontrolün ayrışmaya başladığı halka açık şirketlerde ise bu varsayımın bir geçerliliği yoktur.²⁸ Zira azınlık hissedarlar, sermayenin payı olarak ifade edilen hisseler üzerinde mülkiyet hakkına sahiptir. Ancak bu kontrol yetkisine sahip olmadıkları farklı bir mülkiyet hakkıdır. Bu mülkiyet, mal varlıkları üzerindeki kontrol yetkisini bir başkasının (kontrol sahiplerine ve onların belirlediği yönetim kurulunun) kontrolüne bırakan “pasif mülkiyettir”²⁹. Pasif mülkiyet sahipleri, asıl işletmeyi oluşturan ve şirketin kâr veya zarar etmesine sebep olan şirketin mal varlıkları ve faaliyetlerine ilişkin hiçbir kontrol ve temsil yetkisine sahip değildir. Azınlık hissedarların çıkarı, şirketin makul bir riskle maksimum kâr elde etmesi, işletmenin elverdiği ölçüde bu kârın kendilerine dağıtılması ve şirket hisselerinin borsada iyi bir fiyattan ve serbestçe işlem görmesidir.³⁰ Buna karşın söz konusu çıkarlarını realize edebilmek ya da bu amacın gerçekleşip gerçekleşmediğini kontrol edebilmek için ellerinde müsait bir araç bulunmamaktadır. Dolayısıyla azınlık hissedarların bu durumda yapabilecekleri tek şey şirketin iyi ve kârlı yönetilmesi ve oluşan kârın kendilerine dağıtılmasını beklemek ya da yönetim kurulu üyeleri aleyhine dava yoluna başvurmaktan ibarettir. Öte yandan kontrolü elinde bulunduranların mülkiyeti, kendilerinin koyduğu sermayeye ek olarak başkasına ait sermaye ile temin edilmiş mallar üzerinde de doğrudan kontrol sağlayan bir “aktif mülkiyettir”³¹. Kontrol sahibinin şirketi kontrol ederken sahip olduğu sermaye miktarı azaldıkça, buna paralel olarak şirket kârından alacağı pay da azalmakta ve şirketin kâr etmesinden göreceli olarak daha az bir menfaat temin edecektir. Şirketin kâr elde etmesi ve bu kârı ortaklara dağıtması yerine şirketin söz konusu kârı kontrol sahibine aktaracak

²⁸ Berle/Means, s. 303.

²⁹ Berle/Means, s. 304; Şirket hissedarlarının, mal varlığı üzerinde tasarruf yetkisine sahip olmadığı hisse mülkiyeti doktrinde, “ekonomik mülkiyet” olarak da tanımlanmaktadır. (Bkz. Tekinalp, Yönetime Katılma Sorunları, s. 4).

³⁰ Berle/Means, s. 112.

³¹ Berle/Means, s. 304.

şekilde işlemlere girmesi, örneğin fazla maaş ve ikramiye alması kontrol sahibinin daha fazla menfaatine olacaktır. Bazı durumlarda kontrol sahibinin halka açık bir şirketteki payı göreceli olarak yüksek olsa bile şirket ile bedeli şirket tarafından ödenecek kendi menfaatlerine işlem yapmak kontrol sahibinin çıkarına olmaktadır. Örneğin halka açık bir şirkette %60 oranında pay sahibi olan bir kişi kendisine ait bir gayrimenkulü değerinden 1.000.000 TL fazla fiyatla kendi kontrolündeki şirkete satışını yaparsa, şirketin 1.000.000 TL ve kendisinin şirketteki %60 hissesi dolayısıyla 600.000 TL zarar ediyor olmasına rağmen gerçekte bu işlemden kârlı çıkmaktadır. Zira zararın kalan kısmı öteki hissedarlar tarafından karşılanacağından kontrol sahibi bu işlem neticesinde gerçekte, zarar değil 400.000 TL menfaat temin etmiş olacaktır. Sermayedeki payı iyice azaldığında, bedeli şirket tarafından ödenecek kârlı bir işlem kontrol sahibinin tamamen kazancı haline gelecektir.³² Şirketi zarara uğratan böyle bir işlemin yapılması hemen hemen tüm hukuk sistemlerinde yasaklanmış bir işlem³³ olmakla birlikte kontrol sahibinin kişisel menfaat temin edebileceği birçok başka yol bulunması mümkündür. Örneğin halka açık bir şirketin kendisinin de yapabileceği oldukça kârlı bir iş, kontrol sahibinin tamamına sahip olduğu bir başka şirkete yaptırılabilir. Böylece kâr halka açık şirkette değil halka kapalı şirkette oluşur ve kârın tamamından kontrol sahibi yararlanmış olur. Ya da halka açık şirket kâr elde etse bile kontrol sahibi uzun süre kâr dağıtımını yapmaz; bu sebeple borsada hisselerin değeri düştüğünde hisse toplar ve bundan sonra kâr dağıtımını açıklaması yapar ve yüksek fiyattan hisseleri tekrar satar. Böylece kontrolün kendisine verdiği gücü kullanarak hissedarların hisselerini ucuza alıp pahalıya geri satarak menfaat temin edebilir.³⁴ Şirket yönetimi ile kontrol dışı hissedarlar arasında menfaat çatışması ortaya çıkartabilecek başka bir örnek de tezin konusu olan çağrı ile ilgili olarak verilebilir. Kontrolün düşük bir hisse oranı ile sağlandığı bir şirkette mevcut yönetim ile anlaşmaya varılmadan yapılan çağrıda (“hostile take-over bid”) teklif edilen fiyat, hisselerin piyasa fiyatının çok üstünde ise bu teklifin kabul edilmesi yönetim dışı hissedarların menfaatine

³² Berle/Means, s. 114.

³³ Sermaye Piyasası Kanunu md. 15’e göre: “Halka açık anonim ortaklıklar; yönetim, denetim veya sermaye bakımından dolaylı veya dolaysız olarak ilişkili bulunduğu diğer bir teşebbüs veya şahısla emsallerine göre bariz şekilde farklı fiyat, ücret ve bedel uygulamak gibi örtülü işlemlerde bulunarak kârını ve/veya mal varlığını azaltamaz.”

³⁴ Berle/Means, s. 115.

olacaktır. Buna karşın mevcut yönetimin, kontrol değişirse yönetici olarak aldığı gelirden mahrum kalacağından sırf bu nedenle çağrıya karşı çıkması mümkündür. Yönetim kendi menfaatini korumak için masrafları (halkla ilişkiler, avukatlık vb) şirket tarafından karşılanmak üzere kontrol değişikliğinin gerçekleşmesini engellemek üzere savunma yapabilir.

Dolayısıyla halka açık şirketlerde kontrol dışı hisse sahipleri ile kontrol sahipleri arasında (kontrol ne kadar az hisse oranı ile edinilmişse o kadar fazla) bir çıkar çatışması çıkması kaçınılmaz olmaktadır.

Bu durumda bir tarafta şirketin kâr etmesinde menfaati olan, ama kontrol sahibi olmayan hissedarlar, diğer tarafta ise şirketin kâr elde etmesinde göreceli olarak daha az menfaati olan ama kontrolü elinde bulunduran hissedarlardan söz etmek mümkün görünmektedir. Böylece halka açık şirketler bakımından, kâr güdüsünün, endüstriyel mülkiyet sahiplerini mallarını daha efektif kullanmaya teşvik edeceği ve bundan tüm toplumun fayda sağlayacağı varsayımı tartışılır hale geldiği savunulmaktadır.³⁵ Artık Adam Smith tarafından ortaya konan, endüstriyel mülkiyet sahibi ile toplum çıkarları arasındaki doğal ahenk bozulduğuna göre, artık menfaatler dengesi kendiliğinden değil ancak hukukla kurulması gereken bir mesele olarak ortaya çıkmaktadır. Nasıl anonim şirket, anonim şirketlerin sınırlı sorumluluk ve çoğunluk ilkeleri hukuk eliyle yaratılmışsa, bu kez mülkiyet ve kontrolün ayrışmasının ortaya çıkardığı meselelerin de hukuk tarafından çözülmesi gerekmektedir. Zira halka açık anonim şirketlerde artık uyuşan değil, çatışan menfaatler söz konusudur. Üstelik mülkiyet ve kontrolün ayrıştığı halka açık şirketlerde, klasik mülkiyet teorisine göre toplum çıkarı ile örtüşen bir mülkiyet hakkından da bahsetmek mümkün değildir. Hissedarlar kontrol yetkisini terk ederken kontrol sahibi tarafından şirket çıkarına hareket edileceğine dair bir garanti de bulunmamaktadır. Tam aksine yukarıda açıklandığı gibi pay sahipliği oranı azaldıkça kontrol sahibinin menfaati şirketin kâr etmesi ve kârını dağıtmasında olmamaktadır. Bir yasaklama veya sınırlama ya da yeterli hukuki yaptırımların bulunmaması durumunda takdirde, insan tabiatının gereği olarak, kontrol sahibi şirketi kontrol dışı hissedarların ve şirketin değil sadece kendi

³⁵ Berle/Means, s. 9.

menfaatlerinin gerektirdiği şekilde yönetebilecek ³⁶ ve bundan ise kontrol dışı hissedarlar zarar görebilecektir.

Halka açık anonim ortaklıklarda yönetimden uzaklaşan hissedar, gözetim ve denetim fonksiyonunu da yerine getirememektedir. Çünkü yönetimden uzaklaşan hissedarlar, denetimden de uzaklaşır. ³⁷ Hissedarlar şirket genel kurullarına katılmazlar ya da katılsalar bile etkin olamazlar. Kontrol sahibi, kendi seçtiği yönetim ve denetim kurullarını kendisi ibra eder; ana sözleşme ve kanunların genel kurul kararına bağladığı hususlara tek başına karar verir. Böylece aslında şirket meselelerinin tartışılması, hissedarların bilgilendirilmesi, gerekli kararların bu şekilde alınması için öngörülen genel kurul, formalite gereği yapılan içi boş bir seremoniye dönüşür. ³⁸ Öte yandan şirketlerin işlemlerinin karmaşıklığı, durumu uzaktan izleyen bir kişinin bunları anlamasının ve varsa usulsüzlükleri ortaya çıkarmadaki zorlukları, mahkemelerin şirket işlerine karışmadaki gönülsüzlükleri, hak aramanın maliyeti, neticede bir tazminata hükmedilecek olması durumunda bunun davayı açan kişiye değil de şirkete ödenecek olması gibi nedenler de göz önüne alındığında halka açık şirketlerin denetim ve gözetim sorununun önemi daha iyi anlaşılabilir. Bu durumda menfaati hissedarlardan farklı olan yöneticiler arada çıkar çatışması oluşmuş olmasına karşın hissedarlar adına şirketi yönetirler. Anonim şirketlerde sermaye ve kontrol ayrışmasına ilişkin söz konusu temsil yetkisi, vekâlet veya Anglo-Sakson hukukundaki “trust” ilişkisinden çok daha farklıdır. Vekâlet ve trust ilişkisinde temsil eden belirlidir ve kendi iradesi ile vekilini denetleyebilir, gerekirse de azledebilir. Oysa anonim şirketlerde temsil olunan görünmez; binlerce kişiden oluşuyor olabilir, hatta içlerinden büyük bir

³⁶ Burada şirket kontrolünü belirleme gücü kontrol sahibi hissedarda olmakla birlikte şirketin işleri, her ne kadar kontrol sahibi tarafından belirlenmiş olsa da kontrol sahibinden farklı olan bir yönetim kurulu tarafından yürütülmektedir. Ortaya çıkan hukuka aykırı işlemlerden sorumluluk kontrol sahibi hissedara değil, yönetim kurulu üyelerine ait olmaktadır. Kontrol sahibi hissedar, kendi menfaatine davranmayan yönetim kurulunu görevden alma yetkisine sahip olduğundan, istediği kararları aldırarak için yönetim kurulu üyeleri üzerinde baskı yapabilir. Bu nedenle şirket yönetiminde birçok hususta asıl irade kontrol sahibi hissedara ait olmasına rağmen hukuki olarak kontrol sahibi ortağa bir sorumluluk yüklenmesi ancak belirli istisnai durumlarda söz konusu olmaktadır. Halka açık şirketlerde kontrolü devir alana yüklenmiş olan diğer hissedarların hisselerini satın alma zorunluluğuna, bu duruma ilişkin önemli bir istisna olarak bakılması mümkündür. Zorunlu çağrı yükümlülüğü kontrolü devreden alacağı satış bedelini düşüreceğinden bir yerde kontrol sahibinin, kontrolü kullanması karşılığında katlanmakla yükümlü olduğu bir bedel olarak görülebilir.

³⁷ Tekinalp, Yönetime Katılma Sorunları, s. 4.

³⁸ Tekinalp, Yönetime Katılma Sorunları, s. 3.

kısmı böyle bir hisseye sahip olduğundan bile haberdar olmayabilir. Bazıları sadece bir gün; bazıları ise sadece bir dakika hissedar kalmış olabilir; bazıları oy haklarını ya hiç kullanmaz ya da olan bitenden habersiz bir temsilci aracılığıyla kullanır. Yönetim dışı hissedarların, malik oldukları hisselerden doğan menfaatleri gözetmeleri için kendi denetçilerini belirleme durumları dahi yoktur. Böyle bir kontrolün yokluğunda temsilci, yeni yönetim kurulu üyelerini şirket çıkarları değil, kendi çıkarlarının gerektirdiği yönünde hareket etmeye, şirket varlıklarını kendi lehlerine kullanmaya (siphon of profit) hissedarın cebinden çıkacak paraları ile kendi ihtiyaçları için teşvik edilmiş olur.³⁹ Hiç kimsenin, başkasının parasını kendi parası gibi yönetmesi mümkün değildir. Bu şekilde bir şeyin başkası tarafından yönetilmesine (“agency cost”) temsil maliyeti denilmektedir. Temsil maliyeti, mülkiyet ve kontrolün ayrıştığı büyük şirketler için kaçınılmazdır.⁴⁰

En iyi yönetilen şirketlerde dahi bir temsil maliyeti söz konusu olur. Temsilcinin kendi çıkarına değil temsil olunan çıkarı adına hareket etmesinin sağlanması için denetlenmesi gerekir. Bu temsil maliyetinin gerektirdiği masraflardan biridir. Ancak anonim şirketlerde denetimi yapacak olan da temsil olunan hissedar tarafından seçilip denetlenmediğinden bu kez denetleyenin kimin olacağı sorunu ortaya çıkmaktadır. Anonim ortaklıktaki hissedarların, maliki olduğu hisseleri ile ilgili mülkiyete dair geleneksel kontrolü yapmaları için onları motive edecek bir sebep de bulunmamaktadır.

Dolayısıyla menfaat çatışması içermesi bakımından halka açık şirketlerin yönetim ve yönetim kontrolü hususunun özel bir hukuki düzenleme gerektirdiği oldukça açıktır. Ancak hukuki düzenlemenin nasıl olması gerektiği bakımından tartışılması gereken önemli bir husus daha bulunmaktadır. Öncelikle, yapılacak hukuki düzenlemelerdeki tek amaç, pasif hissedarlar aleyhine bozulan dengeyi tamamen düzeltmeye çalışmak mı olmalıdır? Yani kontrol dışı hissedarlar, işin tabiatı gereği sahip oldukları mülkiyet hakkına ilişkin kontrol yetkisini kullanamaz hale gelmelerine karşın hukuk, bunların menfaatlerini tam olarak korumayı mı amaçlamalıdır? Klasik mülkiyet teorisinin mantığına göre kontrol

³⁹ Easterbrook, H. Frank / Fischel, Daniel R., Takeover Bids, Defensive Tactics and Shareholders' Welfare, The Business Lawyer, Vol. 36, July 1981, s. 1735.

⁴⁰ Michael C. Jensen/William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, bkz. (www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf)

yetkisine sahip malik, serveti ile elde edilen kazancın tamamından yararlanır. Bireyin menfaati ile toplumun menfaatinin örtüştüğü kabul edildiğinden mülkiyet hakkı tam olarak korunur. Peki kontrol yetkisini terk etmiş, şirkete karşı yabancılaşmış olan hissedarları ⁴¹ bu korumadan tam olarak yararlandırmaya devam etmek, hukuki düzenlemelerin tek amacı mı olmalıdır? Yoksa hissedarların yanı sıra hissedarların kârlarının bir kısmının feda edilmesi suretiyle, şirket çalışanları, şirket alacaklıları, şirket müşterileri, şirkete mal ve hizmet sağlayanlar ve en nihayetinde toplum menfaatlerinin de mi gözetilmesi gerekir? ⁴²

Bu sorular bizi halka açık anonim şirketler bünyesinde var olan farklı çıkar grupları içinde hangi grubun çıkarlarına öncelik verileceği, yönetim kurulunun kimin veya kimlerin çıkarlarını koruması ve kimlere karşı sorumlu olması gerektiği sorunlarına götürür. Bu konuda birinci yaklaşım, şirketin hissedarlara ait olduğunu ve onların menfaatlerinin şirketin amacı bakımından korunmasının gereken tek menfaat olduğunu kabul eder. Pay sahipleri teorisi olarak adlandırılan bu teoriye göre yönetim kurulunun tek görevi hissedarların hisse değerini (shareholders value) maksimize etmektir. ⁴³ Bu yaklaşım, anonim şirket hissedarlarının hisse senedi üzerindeki mülkiyetinin, şirket varlıkları üzerinde kontrol yetkisi ve sorumluluğu içermeyen “pasif mülkiyet” olduğunu dikkate almayarak, klasik mülkiyet teorisinde mülkiyete ait olan tüm hakların korunması gerektiği görüşünü savunur. Bu teorinin uygulanmasının neticesi, kontrol sahibinin, şirket faaliyetlerini, sadece hissedarların menfaatini gözetmek suretiyle, yönetmek veya yönetilmesini sağlamak durumunda olan yeddi emin (trust) pozisyonunda olmasıdır. ⁴⁴

Bu konudaki diğer bir yaklaşım ise halka açık şirketlerin, yeni bir hukuki ilişki şeklini ortaya çıkardığını, kontrol sahibine mutlak ve bir sınırlama içermeyen bir yetki verdiğini ileri sürer. Bu görüş sahiplerine göre söz konusu yetki (kendisine ait sermayeden daha fazla mal varlığını yönetme yetkisi) yarı sözleşmesel bir yetki olup hissedarlar, bu yetkinin kullanılması neticesinde ileride doğabilecek

⁴¹ Tekinalp, Yönetime Katılma Sorunları, s. 5.

⁴² Berle/Means, s. 297 vd. Bu konudaki tartışmalar için bkz. Şehirali Çelik, s. 19 vd.

⁴³ Şehirali Çelik, s. 30.

⁴⁴ Berle/Means, s. 311.

zararlara önceden rıza göstermişleridir. Bu görüş, kontrol sahibine şirketi kendi çıkarlarına göre yönetme ayrıcalığı vereceği ileri sürülerek eleştirilmiştir.⁴⁵

Bu konudaki başka bir yaklaşım ise pay sahipleri ile birlikte çalışanların, alacaklıların, mal ve hizmet sağlayanların ve müşterilerin çıkarlarının da göz edilmesi gerektiğini savunur.⁴⁶ Bu teorinin kaynağında pay sahipliği ve kontrolün ayrılmaya uğradığı halka açık şirketlerin yarı kamusal şirketler (“quasi public corporation”) haline gelmiş olduğu görüşü yatar.⁴⁷ Ne kontrol yetkisini terk etmiş ve şirkete yabancılaşmış hissedar ne de kendi koyduğu sermayeden daha büyük bir mal varlığını kontrol etme durumunda olan kontrol sahibinin çıkarlarının, toplumun genel çıkarlarına göre üstün tutulması için bir sebep bulunmamaktadır.⁴⁸ Klasik özel mülkiyet teorisinde mülkiyet sahibinin hukuken tam olarak korunmasının altındaki saik, malikin kendi menfaatini maksimize ederken bundan toplumun da fayda göreceği varsayımdır. Şimdi hissedarların kontrol yetkisini terk ettiği, buna karşı kontrol sahibinin kişisel çıkarları göz önüne alındığında, kontrol yetkisini hissedarlar ile şirket -ve dolayısıyla toplum- lehine kullanmasının garantisi olmadığına göre artık sadece pasif hissedarlar yerine hissedarlar ile birlikte şirket ile ilgili farklı çıkarlara sahip kesim ve genel olarak toplumun menfaatlerinin de gözetilmesinin gerektiği savunulmaktadır.⁴⁹ Ayrıca kontrol sahibi ortaklar için, hissedarlara, çalışanlara ve kamuya karşı yeni sorumlulukların doğacağı ifade edilmektedir.⁵⁰

Anonim şirketlerde kimin veya kimlerin menfaatlerinin gözetileceği ve kontrol sahibi ve yönetim kurulunun kimlere karşı sorumlu olacağı yönetim hakimiyeti değişiklikleri bakımından da büyük önem taşır. Söz konusu belirleme, şirket kontrolünün imtiyazlı paylarla sağlanıp sağlanmayacağı, kontrol değişikliği girişimi durumunda kimlerin çıkarlarının korunacağı, dolayısıyla kontrol değişikliğinde zorunlu çağrı yükümlüğünün olup olmayacağı, uzlaşmasız bir çağrı

⁴⁵ Berle/Means, s. 312.

⁴⁶ Amerika’da üçüncü nesil olarak adlandırılan anti-takeover yasalarında bu görüşün izlerini görmek mümkündür.; Şehirali Çelik, s. 31.

⁴⁷ Berle/Means, s. 5.

⁴⁸ Berle/Means, s. 312.

⁴⁹ Berle/Means, s. 312; Şehirali Çelik, s. 30-31.

⁵⁰ Berle/Means, s. 7.

yapılması durumunda hangi savunma önlemlerine başvurulabileceği gibi konularda etkili olacaktır.

Temsil maliyeti sebebiyle şirketin fiyatının etkin bir piyasada oluşan gerçek bir fiyat olsa dahi bir şirketin başkaları tarafından ele geçirilmesi her zaman cazip olabilir.⁵¹ Şirketi ele geçirmek isteyen temsil maliyetini düşürerek yönetim kontrolünü ele geçirmekten kârlı çıkmayı planlayabilir. Öte yandan böyle bir olasılığın olması şirket yöneticileri üzerinde, şirket hisse fiyatının daha yüksek tutulması, bu nedenle daha etkin yönetilmesi bakımından baskı oluşur. Yönetim kontrolünün değişmemesi için yöneticilerin şirketi daha etkin yönetmeleri halinde şirket hisse fiyatı yükseleceğinden bundan fayda sağlayacaklardır. Eğer şirket yönetim kontrolü gerçekten değişirse bu kez, kontrol değişikliğini genel olarak borsa fiyatından daha yüksek bir fiyatla gerçekleştirdiğinden kontrol priminden faydalanacaklardır.⁵² Dolayısıyla bu görüşe göre yönetim kontrol değişikliğine yol açan çağrı tüm taraflar için faydalıdır.

Buna karşın diğer bir görüşe⁵³ göre, uzlaşmasız yönetim kontrol değişikliği ekonomiye zarar verir. Zira, adı geçen makalenin yazarı ve poison pill'i⁵⁴ icat eden kişi olan bu alan ünlü bir yazar ve avukat Martin Lipton'a göre yönetimin bu şekilde değişmesi şirketin planlarını alt üst eder, spekülasyona sebep olur ve kaynakların verimli yatırımlardan çekilmesine yol açar. Lipton'a göre, uzlaşmasız çağrı aynı zamanda, kontrolü ele geçirmek isteyen, hedef şirketin gerçek değerinin altında bir fiyatla kontrol ele geçirmek istediğinden hissedarlara da zarar verir.⁵⁵ Neticede Lipton, ABD'de geçerli olan "business judgement" kuralının diğer ticari kararlarda olduğu gibi yönetim kontrol değişikliği durumunda da teklifi değerlendirme ve uygun göremediği takdirde buna karşı çıkma, yani savunma yapma özgürlüğü tanıdığını savunur.⁵⁶

⁵¹ Easterbrook, s. 1334-1336.

⁵² Yönetim kontrolüne ilişkin mevcut çağrı halinde hissedarlar arasında eşitliği öngörmüşse söz konusu kontrol priminden tüm hissedarlar eşit olarak faydalanacaktır.

⁵³ Martin Lipton, Take Over Bids in the Target's Board Room, Bus. Law. 1979, Vol. 35 s.101.

⁵⁴ "Poison pill" ABD'de çağrıya karşı kullanılan savunma yöntemlerinden biridir. Bu konuda bkz. §IV.C.

⁵⁵ Lipton, Take Over Bids, s.1979.

⁵⁶ Lipton, Take Over Bids, s.1733.

Yukarıda yer alan yönetim kontrol değişikliğinin desteklenmesinden yana olan birinci görüş, aktif serbest piyasa dinamiği ile ilgisi kalmamış, anonim şirket yönetimini bürokratik bir makam haline getiren yapıyı olumlu yönde değiştirmesi açısından kanaatimizce olumludur. Bu görüş aslında Winter Raporu ve bu Rapor sayesinde Avrupa Birliği düzenlemelerine yansımış olan ABD mahkemelerinin Unocal ve Revlon kararları ile ABD’de hakim olan yönetim kurulunun görevinin hissedarların değerini (shareholder value) artırmak olduğu görüşünün temelini oluşturmaktadır. Ancak söz konusu görüş Martin Lipton’un hakim olarak ileri sürdüğü bir şirketin yapılmış planlarını alt üst etme, kaynakların verimli yatırımlardan çekilmesine yol açabileceğine ilişkin haklı olabilecek eleştirileri ise dikkate almamaktadır. İkinci görüş ise kontrolü ele geçirecek tarafın şirkete zarar verme olasılığına haklı olarak yer verirken ve hissedarlar ile yönetim arasındaki kaçınılmaz çıkar çatışmalarını dikkate almamaktadır.

Berle/Means’ın yukarıda yer verdiğimiz hissedar ve yönetimin yerine toplum menfaatlerinin öne çıkarılması görüşü yönetim kontrol değişikliğinde de uygulanabilir. Artık ne pasif hissedarın ne de mevcut yönetimin talepleri toplumsal taleplerin önüne geçebilir. Dolayısıyla, eğer bir yönetim pasif hissedarların kârından alınacak bir kısım ile çalışanlara adil ücret verilmesi, çalışanların iş güvenliğinin sağlanması, şirketin istikrar ve huzur ⁵⁷ içinde faaliyetine devam etmesini içeren bir program öneriyorsa ve toplum iş hayatında ortaya çıkan sorunları böyle bir insani ve mantıki bir yolla çözmeyi genel olarak kabul ediyorsa, hukuk sisteminin bundan yana olması gerekir.

Ancak burada genel bir kural koymanın zorunluluğu ortadadır. Yapılması gereken genel kural olarak, sadece mevcut yönetimin değil, yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyen tarafın da söz konusu menfaatleri gözetmesini şart koşturmak, aksi takdirde sorumlu olacakları bir hukuki düzene sahip olmaktır.

⁵⁷ “Ekonomi ve hukuk siyasetinin bir ortak amacı da büyük işletmeler içinde huzuru sağlayarak onların rekabet gücünün düşmesini önlemek ...” Yaşar Karayalçın, Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol Satışı ve Genel Alım Önerisi, (Prof. Dr. Haluk Tandoğan Hatırasına Armağan) 1990, s. 387.

§ 2. Yönetim Kontrolünün El Değiştirmesi ya da Ele Geçirilmesi

I. Genel Olarak

Şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesinde esas amaç hedef şirketin aktiflerine sahip olmak ise bunun en temel iki yolu vardır: Bu yollardan en kestirme olanı Şirket aktiflerinin satın alınmasıdır. Diğer yol ise şirketin yönetim kontrolünün elde edilmesi suretiyle aynı aktifler üzerinde dolaylı olarak hâkimiyet sağlanmasıdır. Şirket aktiflerinin satın alınması, satış neticesinde ortaya çıkabilecek vergi gibi meseleler bir kenara bırakıldığında, oldukça sıradan ve çok fazla da sorun çıkarmayan bir işlemdir. Ancak söz konusu satış işlemi için mutlaka, aktiflerin sahibi olan şirketin yöneticileri ile bir anlaşmaya girilmesi gerekir. Şirket yöneticileri ile uzlaşmadan, bir anlaşma yapmadan şirketin aktiflerinin satın alınması imkânı yoktur. Ayrıca amaç, sadece şirketin aktiflerini kontrol etmek değil, o aktif ile ilgili hedef şirketin müşteriler ve tedarikçilerle olan ilişki ve anlaşmaları yani işletmeyi bütün olarak devralmak olabilir. Şirketin aktifleri, örneğin bir şirketin üretim tesisleri devralındığında, o üretim tesislerinin bulunduğu taşınmaz, kira ise kira sözleşmesi, o üretim tesisine mal tedarik edenlerle yapılan sözleşmeler ve o üretim tesisinin ürettiği malların alıcıları ile yapılan sözleşmeler, o üretim tesisinde çalışanlar ile olan sözleşmeler kendiliğinden devrolunmaz. Eğer söz konusu sözleşmeler de devrolunmak isteniyorsa bunların her birinin karşı tarafı olan üçüncü kişilerle aktifin satın alınmasından sonra ayrı bir sözleşme akdedilmesi gerekir. Bu durumda aktiflerin sahibi olan şirket yönetimi ile olduğu gibi bu şirket ile sözleşme akdetmiş olan kişilerle anlaşma yapmak gerekecektir. Oysa söz konusu aktiflerin sahibi olan şirketin yönetimine hâkim ortaklar ile anlaşarak yönetim kontrolünü sağlayan hisselerin devralınması halinde, mal ve hizmet tedarik edenler, müşteriler ve çalışanlar ile ayrıca bir sözleşme yapmaya gerek olmaksızın şirketi ve şirketin aktiflerini kontrol altına alabilme imkânı doğacaktır.⁵⁸ Dolayısıyla amaç sadece tek veya belirli bir aktif grubunu değil de işletmenin bir bütünlük arzeden bir

⁵⁸ Şirketin tüm aktifleri değil de bir kısım aktifinin satın alınarak şirketin kontrol altına alınması arzu ediliyorsa şirketin aktiflerini içerecek şekilde bölünmesi ve bölünme suretiyle ortaya çıkan yeni şirketin hisselerinin devralınması söz konusu olabilecektir.

kısmı veya tamamını devralmak olduğunda aktif satışı, ihtiyacı tam olarak karşılamamaktadır. Bu durumda hedef şirket hisselerini devralmak veya şirket ile birleşmek suretiyle şirketi kontrol etmek, istenen amaca daha iyi hizmet edebilecektir.

Hedef şirket sermayesinin çoğunluğu belirli kişilerin elinde ise aktif satışında olduğu gibi şirket kontrolünü sağlamak için de bu kişiyle uzlaşmaya varmak dışında başka bir yol bulunmaz.

Hedef şirket, çoğunluk hisseleri borsada işlem gören halka açık bir şirket olması halinde ise durum farklı olacaktır. Bu farklılıklardan birincisi, halka açık bir şirkette, şirket mali bakımdan zor durumda olsa bile aktiflerin piyasa fiyatından daha düşük bir fiyatla satılması yöneticiler için ciddi cezai sorumluluk ve tazminat sorumluluğu ortaya çıkarabilecektir.⁵⁹ Oysa, gerçekten zor durumda olan bir şirketin hâkim ortağının, hisselerini piyasa fiyatının altında bir fiyatla elden çıkarması (elden çıkarılan şirket de halka açık bir şirket olmadıkça) bir sorun yaratmayacaktır. İkinci önemli fark ise, şirketin yönetim kontrolünü sağlayan hisselerin genel olarak söylersek oy haklarının %50'sinden fazlasının tek bir kişinin elinde olmaması halinde, şirket yönetimi ile uzlaşmaya varmadan halka açık bir şirketin, dolayısıyla arzu edilen aktiflerinin kontrolünün ele geçirilmesinin mümkün olmasıdır. Üçüncü fark ise halka açık bir şirkette yönetim kontrolünün değişmesine ilişkin bir işlemde yönetime sahip olan hissedarlarla azınlıkta olan hissedarlar arasında menfaat çatışması bulunması ihtimalinin olmasıdır.

Kontrolü ele geçirmek isteyen kişi, hisse başına çok iyi bir fiyat önermesine karşın, yerlerini kaybetmek istemeyen yöneticiler kontrolün ele geçirilmesini engellemek üzere çeşitli savunma önlemlerine başvurabilirler. Ya da bunun tersine bir süre savunma yaptıktan sonra yöneticiler, kontrolü elde etmek isteyen kişiye kendi hisselerini yüksek bir primle satmayı tercih edebilirler. Bu durumda şirket yönetimine hâkim hissedarlar ve yöneticiler, yönetime hâkim olmanın avantajını kullanırken, hisselerini aynı koşullarda satma imkânından yoksun olan azınlıktaki hissedarlar bundan zarar görebilirler. Dolayısıyla halka açık olmayan

⁵⁹ Sermaye Piyasası Kanunu 15. maddeye aykırılık aynı kanunun 47/A.6. maddesi uyarınca iki yıldan beş yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılır. Ayrıca suçun işlenmesi ile elde edilecek menfaatin üç katından az olmamak üzere para cezası söz konusudur.

bir şirkette, önerilen cazip bir fiyatı kabul edip etmemek ya da daha yüksek bir fiyat talep etmek tamamen şirket sahibinin kendisine kalmış bir konuyken halka açık bir şirkette farklı menfaatlere sahip gruplar bulunduğundan söz konusu tercihler ister istemez hukuki bir mesele haline gelecektir.

Borsa fiyatının oldukça üstünde bir teklif varken hakim hissedarları temsil eden yönetim kurulunun bu teklife karşı gelmesi azınlıkta olan hissedarların da hisselerini bu primli fiyattan satamamalarına sebep olacaktır. Bu yüzden yönetim dışı hissedarların hakim ortak ve mevcut yönetim kurulu üyeleri arasında bir menfaat çatışması ortaya çıkabilecektir. Bu nedenle kontrolü ele geçirmek isteyenler hissedarlar, yönetim kurulu üyelerini, şirketi ve azınlık hissedarları değil sadece kendi menfaatlerini korumayarak, kanunen yükümlü oldukları sadakat ve özen borçlarına aykırı davranmakla suçlayabileceklerdir. Buna karşı mevcut yönetim, kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf ile anlaşarak kendi hisselerini primli olarak sattığında, azınlık hissedarlar bu kez hem kontrolü ele geçiren kişiye hem de mevcut yönetime karşı hukuki yollara başvurarak kendi hisselerinin de aynı primli fiyattan satın alınmasını sağlamaya çalışacaklardır.

Peki, kontrol değişikliği sırasında korunması gereken tek menfaat azınlık hissedarlarının menfaatleri midir? Kontrolü ele geçiren taraf, çok sayıda işçiyi işten çıkarmayı, üretime son vermeyi planlıyorsa bundan şirket çalışanları, şirkete mal ve hizmet tedarik edenler, şirketin müşterileri ve bunların etkisiyle daha geniş bir çevre olumsuz etkilenebilecektir. Şirket yönetim kurulu, şirketin devamlılığı ve şirketten menfaat temin eden diğer kişilerin çıkarlarını korumak için kontrol değişikliği girişimine karşı çıkabilecek midir? Karşı çıkarsa hangi savunmaları yapabilecek, hangilerini yapamayacaktır? Karşı çıkarsa bundan dolayı hukuki bir sorumluluğu doğacak mıdır? Bu hususlar halka açık bir şirkette kontrol değişikliği girişimi ile karşı karşıya kalan yönetim kurulu üyelerinin dikkate alması gereken hususlar olacaktır.

Bir şirketin hisselerinin devri, eğer devre ilişkin esas sözleşmede özel bir kısıtlama yoksa genel kurul veya yönetim kurulu kararına gerek olmaksızın gerçekleşir. Bu şekilde hisse devralması suretiyle kontrol devri genel olarak

ticaret hakkı içinde düzenlenmiş değildir. Buna karşın halka açık şirketlerde şirket kontrolünün özellikle mevcut yönetimle anlaşmaya varılmadan yapılan uzlaşmasız çağrı (hostile take-over bid) yöntemi ile ele geçirilmesi genel olarak menkul kıymet ve sermaye piyasasına ilişkin kanunların içinde düzenlenir. Örneğin çağrı ABD’de Securities Exchange Act’in içinde düzenlenmiştir. İngiltere’de Take Over Code olarak adlandırılan ayrı bir kanunda, Türkiye’de ise yönetim kontrol değişikliği Sermaye Piyasası Kanunu içinde düzenlenmiştir.

Buna karşın yönetim kurulunun görev ve sorumlulukları ise genellikle, sermaye piyasası mevzuatı içinde değil şirketler hukuku içinde düzenlenir. ABD’de eyalet sistemi mevcut olup her eyaletin farklı şirketler hukukunu düzenleyen yasaları bulunmaktadır. Dolayısıyla ABD’de yerleşik bir şirketin yönetim kurulu üyelerinin görev ve sorumlulukları hangi eyalet içinde olduğuna bağlı olarak farklılıklar gösterir. Dolayısıyla ABD’de yerleşik bir şirketin yönetim kurulu üyelerinin karşı karşıya oldukları bir kontrol değişikliği karşısında hukuken sorumlu olmamak için neleri yapmaları neleri yapmamaları gerektiği, hangi durumlarda hukuken sorumlu olacakları esas olarak ilgili eyaletin şirketler hukukunu düzenleyen kanunlarına ve yetkili mahkemelerin içtihatlarına göre tayin olunmaktadır. İngiltere’de de yönetim kurulu üyelerinin görev ve hukuki sorumlulukları 2006 tarihli Şirketler Kanunu (2006 Companies Act) hükümleri ile belirlenmiştir. Yine Türk hukukunda anonim şirket yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumlulukları Türk Ticaret Kanunu içinde düzenlenmiş olduğundan çağrı girişimi ile karşı karşıya gelen yönetim kurulu üyelerinin yapması gereken ve yapmaktan kaçınması gereken hareketleri anılan kanunun ilgili hükümlerine bakarak tayin etmek gerekecektir.

Dolayısıyla bir çağrı girişimine ilişkin savunma önlemlerinin ilgili ülkenin yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu düzenleyen kurallardan ayrı tartışmak mümkün değildir. Bu çerçevede çağrıya karşı yönetim kurulu üyelerinin başvuracağı savunma önlemlerini ortak bir başlık altında değil, ilgili ülkelere ayrılan bölümlerde incelemeyi daha uygun buluyoruz.

II. Birleşme ve Devralmalar

A. Genel Olarak

Bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesinde kullanılacak strateji esas olarak kontrol değişikliğinin uzlaşmalı mı yoksa uzlaşmasız mı gerçekleşeceğine bağlı olarak değişir. Eğer mevcut yönetim, yönetimi devretmek istemiyorsa fakat kontrolü devretmeye yetecek tutarda hisse senedi dolaşımdaysa yönetim hakimiyeti uzlaşma yapılmadan ele geçirilebilir.⁶⁰ Uzlaşmasız kontrol değişikliğinde, şirket kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf, şirketin yönetim kontrolüne sahip olan hissedarlarını atlayarak, doğrudan hisselerini satın almak üzere kontrol dışında kalan hissedarlara başvurur. Bunun çok sayıdaki kişiye yapılmasının yolu da hissedarları hisselerini satmaya davet etmek, yani çağrıda bulunmak, başka bir deyişle aleni alım teklifinde bulunmaktır. Yönetim kontrolünü elde etmek isteyen taraf, çağrıya alternatif olarak ya da çağrı ile birlikte vekalet toplama (proxy contest) girişiminde bulunarak genel kurulda yönetim kurulu üyelerini belirlemeye yetecek oy çokluğu temin etmeye çalışabilir. Esas amaç hedef şirket ile birleşme olsa bile, birleşme hedef şirketin genel kurulunun kararını gerektirdiğinden öncelikle hedef şirket genel kurulunda birleşme kararı almaya yeterli oy çoğunluğunun elde edilmesi gerekir. Bu yüzden uzlaşmasız olarak yönetim kontrolünün ele geçirilmesi için öncelikle çağrı ve/veya vekalet toplama yoluyla yönetim kurulunu değiştirme ve birleşme kararını almaya yetecek oy çoğunluğunun elde edilmesi gerekecektir.

Uzlaşmalı yönetim kontrol değişikliğinde ise yönetim kontrolünü elde etmek isteyen taraf ile hedef şirketin yönetim kontrolüne sahip olan taraf aralarında varacakları anlaşma ile şirket yönetim kontrolünü sağlayan hisseleri devredebilecekleri gibi doğrudan hedef şirketin kontrolünün yönetim kontrolünü elde etmek isteyen tarafa geçmesine yol açacak şekilde hedef şirket ile diğer tarafın birleşmesine karar verebilirler. Dolayısıyla uzlaşmalı yönetim kontrol

⁶⁰ Stephen Kenyon-Slade, *Mergers and Takeovers in The US and UK Law and Practice*, Oxford University Press, New York, 2003, s. 4.

değişikliğinde, çağrı veya vekalet toplanmasına gerek olmaksızın hedef şirketin başka bir şirket bünyesinde birleştirilmesi mümkün olabilmektedir.

B. Birleşme ve Devralma Türleri

1. Yatay, Dikey ve Yatay ve Dikey Olmayan Aykırı (Conglomerate) Birleşme ve Devralmalar

Ekonomik açıdan ele alındığında, birleşme söz konusuysa birleşen şirketlerin; hisse devralma söz konusuysa hâkimiyeti ele geçiren şirketin faaliyet alanlarına bağlı olarak birleşme ve devralmalar yatay, dikey ve yatay ve dikey olmayan grup birleşmeleri (conglomerate) ⁶¹ olarak üçe ayrılmaktadır. Yatay birleşme ve devralmalar aynı veya birbirleri ile ikame edilebilir olan mal veya hizmet piyasasında faaliyet gösteren şirketler arasında gerçekleşen birleşme ve devralmadır. ⁶² Beyaz eşya sektöründe faaliyet gösteren iki şirketin birleşmesi ya da bu sektörde faaliyet gösteren bir şirketin yine aynı sektördeki bir başka şirketin çoğunluk hisselerini devralması yatay birleşme olarak adlandırılmaktadır. ⁶³ Birbirlerinin yerlerine kullanılabilen farklı mal üreten şirketlerin birleşmesi, örneğin şeker üretimi yapan bir şirketin, yapay tatlandırıcı üreten bir şirket ile birleşmesi de yatay birleşme/devralma tanımına giren bir birleşme olarak kabul edilebilmektedir. ⁶⁴

Dikey birleşme/devralma ise fiilen veya potansiyel olarak birbirlerine mal veya hizmet tedarik eden şirketler arasındaki birleşme/devralmalardır. Bu tür birleşmede birleşen şirketler ekonomik sürecin birbirini takip eden zincirleri

⁶¹ “Conglomerate” kavramı doktrinde “aykırı birleşme” kavramı ile ifade edilmektedir. Söz konusu terim tek başına “conglomerate” kavramını açıklamada yetersiz olduğunu düşündüğümüzden bu kavramı daha iyi ifade ettiğini düşündüğümüz “yatay ve dikey olmayan grup birleşmesi” kavramını kullanmayı tercih ediyoruz.

⁶² Max Weinberg and Steve Blank, Takeovers and Mergers, 4th Edition, Sweet&Maxwell, Ed. Richard Morris Paul Lasok, William Underhill, Geraldine Caulfield, J.O.Dick, London, April 2011, s. 1021; Bu konuda ayrıntılı bilgi için ayrıca bkz. Pelin Güven, Türk Rekabet Hukuku ve Avrupa Birliği Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmaların Denetlenmesi, Yetkin Basım Yayım ve Dağıtım A.Ş., Ankara, 2002, s. 92. vd; Ercüment Erdem, Birleşme ve Devralmalar, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2003, s. 36.

⁶³ Güven, s. 92.

⁶⁴ Weinberg/Blank 2011, s. 1021.

arasında yer alır. ⁶⁵ Geriye doğru dikey birleşmede şirket, üretim sürecinde kullanacağı bir ham madde veya ara ürünü kendi bünyesine dahil etmiş olur. İleri doğru dikey birleşmede ise şirket, ürettiği ürün ve servisleri için satış kanalı yani bir müşteri temin eder. ⁶⁶ Yatay ve dikey olmayan grup birleşme/devralmada ise, birleşen şirketler arasında ne yatay (birbirlerine rakip olma) ne de dikey (birbirlerinin potansiyel müşterisi olma) ilişkisi mevcuttur. Bu tür birleşmedeki amaç grubun finansal, yönetsel ve insan kaynaklarını kullanarak, şirketi daha iyi yönetmek ve dolayısıyla da grubun güçlenmesine katkıda bulunacak yeni bir şirketi gruba dahil etmektir. Örneğin, bir holdingin daha önce bir faaliyetinin olmadığı enerji sektöründe yer alan bir şirketi satın alması yatay ve dikey olmayan grup birleşmesine örnek olarak verilebilir.

Yatay, dikey ve yatay ve dikey olmayan grup içinde birleşme ayrımı konusu ekonomik yönü ve dolayısıyla rekabeti etkilediği ölçüde rekabet hukuku alanı ile ilgilidir. Yatay birleşme ve devralmanın rekabeti bozucu etkisi daha fazlayken, dikey ve aykırı (conglomerate) birleşme /devralmanın rekabet üzerindeki olumsuz etki yaratma potansiyeli daha sınırlıdır. ⁶⁷

Birleşmelerin yatay, dikey ve grup birleşmesi (conglomerate) olarak türlere ayrılmasının konumuz bakımından bir önemi bulunmamaktadır. Ancak söz konusu birleşme/devralmalar Rekabet Kurulu'ndan izin alınmasını gerektiriyorsa birleşme ve devralmanın, dolayısıyla şirket yönetim hakimiyetinin gerçekleşmesi için öncelikle söz konusu iznin alınması gerekecektir.

2. Uzlaşmalı ve Uzlaşmasız Birleşme ve Devralmalar

Birleşme ve devralmaların sermaye piyasası ve şirketler hukuku bakımından asıl önem taşıyan ayrımı, kontrolü ele geçirmek isteyen ile (eğer söz konusu kişi bir şirket ise bu şirketin yönetim kurulu üyeleri ile) hedef şirketin hakim ortağı ve yönetim kurulunun söz konusu birleşme/devralma işleminde ne derece iş birliği içinde olduğuna bakarak yapılmaktadır.

⁶⁵ Güven, s. 93.

⁶⁶ Weinberg/Blank 2011, s. 1021.

⁶⁷ Güven, s. 94- 96.

Yönetim hâkimiyetini ele geçirmek isteyen ile hedef şirket yönetim kurulu arasındaki iş birliğinin olup olmamasına göre birleşme ve devralmalar aşağıdaki şekilde türlere ayrılmaktadır.⁶⁸

(i) Hedef Şirket Yönetimiyle Uzlaşarak (Agreed) Yönetim Hakimiyetinin Ele Geçirilmesi

Uzlaşmalı birleşme ve devralmada, hedef şirketin yönetim kurulu üyeleri, kendi hisselerini devretmeye hazır oldukları gibi diğer hissedarlara da hisselerini satmalarını tavsiye ederler. Hedef şirket yönetim kurulu, bu uzlaşma tavrını, teklifin ilk ortaya çıkışından itibaren gösterebileceği gibi, başlangıçtaki olumsuz tavrını sonradan yapılan görüşmeler neticesinde değiştirmek suretiyle de gösterebilir.

Diğer bir olasılık da hedef şirket yönetim kurulunun hisselerini devretmek veya başka bir şirket bünyesinde birleşme için ilk teklifi kendisinin yapmasıdır.

İMKB’de işlem gören şirketlerin az bir kısmının halka açıklık oranı %50’den fazla olduğundan yönetim hâkimiyeti değişikliği genel olarak yönetim hakimiyetine sahip hissedarlarla varılan anlaşma neticesinde yani uzlaşmalı olarak gerçekleşmektedir.

Burada hedef şirketin yönetim kurulu ile uzlaşmaya varılmasından bahsedilirken yönetim kurulu üyelerinin yönetim hâkimiyetine sahip ortakların iradesini temsil ettiği varsayımı kabul edilmektedir. Eğer yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu hisseler hâkimiyeti sağlamaya yetmiyor veya onları yönetime getiren hâkimiyete sahip hissedarların iradesi hisselerini devretmesi yönünde değilse yönetim kurulu üyeleri ile uzlaşmak, yönetim hâkimiyetinin elde edilmesi anlamına gelmeyecektir. Sadece hedef şirket yönetim kuruluna, hissedarlar hisselerini satması yönünde tavsiyede bulunacaktır. Yapılan çağrı neticesinde teklifi oy haklarının çoğunluğunu sağlayacak hisselerle sahip hissedarlar tarafından kabul edilmediği takdirde çağrı uzlaşmalı yapılmış olmasına karşın yönetim kurulu ele geçirilememiş olabilecektir. Ancak böyle bir durumda yönetim kurulu üyelerinin

⁶⁸ Buradaki ayırım ABD hukukunda hedef şirket yönetim kurulunun çağrıya karşı vermesi gereken yanıt alternatifleri ile örtüşmektedir. Söz konusu ayırım için Bkz. G.O Newbould, Management and Merger Activity, Guthsted Liverpool, 1970, s. 25 (Naklen: Weinberg/Blank 2011, s. 1023).

kademeli olarak istifa edip hisselerini sattıkları kişileri yönetim kuruluna üye olarak seçmeleri söz konusu olabilir. Bu durumda da de facto olarak kontrol değişikliği gerçekleşmiş olacaktır.

(ii) Yönetim Hâkimiyetinin Ele Geçirilmesine Hedef Şirket Yönetiminin Tarafsız Kalması (Unopposed)

Burada hedef şirketin yönetim kurulu, kendi hisselerini devretme konusunda bir anlaşma yapmazken, hissedarlara hisselerini ne satmaları, ne de satmamaları konusunda bir tavsiyede bulunur.

(iii) Yönetim Hâkimiyetinin Ele Geçirilmesine Hedef Şirket Yönetiminin Karşı Çıkması (Defended)

Hedef şirket yönetim kurulu, teklife karşı çıktığı gibi hissedarlara da teklifi kabul etmemelerini tavsiye eder. Ayrıca yönetim kurulu, yönetim hâkimiyetinin el değiştirmesini önlemek için savunma önlemlerine de başvurabilir. Yönetim kurulunun yapılan teklife karşı gelirken esas amacı, kontrol değişikliğini tamamiyle başarısızlığa uğratmak ya da devir işlerini yavaşlatmak ve zorlaştırmak suretiyle pazarlık gücünü artırmak ve nihayetinde daha yüksek bir fiyatla hisselerini elden çıkarmak olabilir. Yönetim kurulunun yönetim hâkimiyeti değişikliğine karşı çıkmasının ardındaki başka bir neden de şirketin mevcut haliyle daha iyi yönetileceğini, kontrolü ele geçirenlerin amacının şirket varlıklarını satıp faaliyetine son vermek olduğu, bunun şirkete, çalışanlara ve şirketle iş yapan kesimlere zarar vereceği düşüncesinde olmaları olabilir. Ya da yönetim kurulu üyeleri tamamiyle kendi pozisyonlarını korumak amacıyla teklife karşı çıkıyor olabilir. Yönetim kurulu üyelerinin genel kurul kararı olmadan savunma önlemine başvurup başvuramayacağı ilgili ülke kanunlarına göre tayin olunur. İngiltere'deki City Code kurallarına göre kontrol değişikliği hukukunda nihai kararı hissedar vermesi gerektiğinden yönetim kurulu, genel kurul kararı olmadan kontrol değişikliğine karşı savunma yapamaz. Buna karşın ABD'de yönetim kurulunun yetkisinde bir sınırlama bulunmamakla birlikte yapılan savunmalar yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu gerektirebilir. AB

Direktifi'nde de İngiltere'deki kural benimsenmiş olmakla beraber üye ülkeler için zorunlu tutulmamıştır. ⁶⁹

(iv) Hedef Şirket Yönetiminin, Alternatif Yönetim Hâkimiyeti Girişimini Desteklemesi

Hedef şirket yönetim kurulu, yönetim hâkimiyetini ele geçirmek üzere uzlaşmasız bir çağrı ile karşılaştığında, çağrıyı yapan tarafından yönetim hakimiyetinin ele geçirilmesine engel olunması için kendileri ile daha iyi anlaşabileceği kişileri, şirket yönetim kontrolünü ele geçirmeye davet edebilir. ⁷⁰ Bunun neticesinde birbirleriyle rakip iki, (bazı durumlarda ikinden de fazla) çağrının bir arada yapılması söz konusu olabilir.

Bu durumda yönetim kurulu, kendileri ve veya şirket ve hissedarlar için daha uygun olan teklifi desteklerken diğerine karşı çıkacaktır. ⁷¹

3. Hedef Şirketin Varlıklarının Kullanılması Suretiyle Düşük Özkaynak Yüksek Krediyile Finanse Edilen Birleşme ve Devralmalar (Leveraged Buyouts)

Büyük bir kısmı hedef şirketin varlıklarının teminat gösterilmesi suretiyle temin edilen krediyle finanse edilen birleşme ve devralmalar “leveraged buyout” (LBO) olarak adlandırılmaktadır. ⁷² Söz konusu kredi çoğu kez yönetim kontrolü ele geçirildikten sonra hedef şirket kaynaklarından ya da hedef şirketin bir aktifinin satımından elde edilen nakit ile kapatılmaktadır. Bu yöntemde çağrı, çoğunlukla, bu amaçla kurulmuş “özel amaçlı kuruluş” (special purpose vehicle) tarafından yapılmaktadır.

ABD'de LBO'de yönetim hâkimiyetini ele geçiren kişinin kendi kaynaklarından yatırması gereken özkaynak toplamı, satın alma bedelinin en az %10'u kadar olması gerekmektedir. İşlem bedelinin %75'lik kısmı, kredilerle finanse

⁶⁹ Bkz. §IV B.7 b.

⁷⁰ Bu şekilde yönetim kurulu tarafından başka bir kişinin yönetim hakimiyetine engel olmak üzere davet edilen kişiye “beyaz şövalye”(white knight) denilmektedir.

⁷¹ ABD'de bu konudaki yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin Revlon Kararı için bkz.

§3. V. D.

⁷² Weinberg, s. 104.

edilmektedir. “Mezzanine finance” olarak adlandırılan geriye kalan yaklaşık %15’lik kısım ise, bu alanda çalışan özel fonlardan, yüksek faiz ödemek ve/veya hisseler ile ilgili sözleşmesel haklar verilmek suretiyle borçlanılmaktadır. İngiltere’de ise satın alma bedelinin özkaynak ile finanse edilmesi gereken kısmı ABD’ye göre oldukça yüksektir. Çağrıda özkaynak kullanım oranının %75’in altına düşmesine nadiren rastlanılmaktadır.⁷³

4. Yönetim Hakimiyetini Ele Geçiren Kişilerin Niteliğine Göre

a. Hedef Şirket Yöneticilerinin Yönetim Hakimiyetini Ele Geçirmesi (Management Buy-Out)

İngilizcede “management buy out” (MBO) olarak adlandırılan bu yöntemde, hedef şirketin yöneticileri, şirketin yönetim hâkimiyetini, dışarıdan finansman sağlayarak yönetim kontrolüne sahip hissedarın hisselerini satın alarak ele geçirmektedirler. Bu yöntemde de finansmanın büyük bir kısmı bankalardan ve fonlardan (mezzanine) kredi olarak sağlanır. MBO’de hisseleri satın alanların şirketi en yakından tanıyan şirket yöneticileri olması bazı avantajlar sağladığı gibi bazı dezavantajlar da ortaya çıkarır.⁷⁴ Yöneticiler, şirketi çok yakından tanıdığından şirketin bütün risklerinin ve fırsatlarının farkındadırlar. Bu yüzden hukuki ve mali “due diligence” yapmaya gerek olmaksızın şirketin gerçek değerini herkesten iyi bilirler. Bu nedenle hisseye, piyasanın verdiği değerden daha yüksek bir değer biçebilirler. Ancak bu noktada, bu şirketin halka açık bir şirket olduğu göz önüne alındığında kamuoyuna açıklanmamış bir bilginin yöneticiler tarafından kendi lehlerine kullanılmasından bahsedilmesi söz konusu olabilecektir.⁷⁵

Söz konusu sorun ile karşı karşıya gelmemek üzere MBO, üçüncü bir tarafın çağrı teklifinin mevcut olmasından sonra bu teklifle rekabet eden bir teklif sunulması suretiyle gerçekleştirilebilmektedir.

b. Hedef Şirket Yöneticileri Dışındaki Profosyonel Yöneticiler Tarafından Yönetim Hakimiyetinin Ele Geçirilmesi (Management Buy-Ins)

⁷³ Weinberg/Blank 2011, s. 1024.

⁷⁴ Weinberg/Blank 2011, s. 1026.

⁷⁵ Weinberg/Blank 2011, s. 1026.

Management Buy-Ins'de (MBI) şirketin mevcut yönetimi değil, dışarıdan profesyonel yöneticilerden oluşan bir ekip, yine dışarıdan sağlanan finansman desteğiyle yönetim hâkimiyetini ele geçirir. Bu yeni yönetim, şirketi eski yönetim kadar yakından tanımadığından MBI, MBO'ya göre bu açıdan daha riskli olarak kabul edilir.⁷⁶

5. Birleşmede Birleşmenin Gerçekleştiği Şirkete Göre

a. Ele Geçiren Şirket Bünyesinde Gerçekleşen Birleşme

Bu birleşmede hedef şirket, ele geçiren bünyesine girer. Ele geçiren şirketin mevcudiyeti devam ederken hedef şirketin varlığı hukuken son bulur. Hedef şirketin aktif ve pasifi ele geçiren şirketin aktif ve pasifi haline gelir.

b. Ele Geçiren Şirketin İştiraki Bünyesinde Birleşme

Bu yöntemde hedef şirketle ele geçiren şirketin %100'üne sahip olduğu yeni kurulan bir iştiraki birleşir. Hedef şirketin malvarlığı ve yükümlülükleri bu yeni şirkete devrolur. Ele geçiren şirket, iştiraki vasıtasıyla hedef şirketin varlıklarını kontrol altına almış olur.

Bu yöntemin avantajı, birleşme neticesinde ister hedef şirket ortaklarına nakit, isterse iştirak hisseleri verilmiş olsun, ele geçiren şirketin varlık ve sermaye yapısında bir değişiklik olmaksızın hedef şirketin kontrol altına alınıyor olmasıdır. Ayrıca hedef şirket hissedarları, birleşme karşılığında nakit bedel verilerek ortaklıktan çıkarılıyorsa birleşme sonrasında şirket halka kapalı bir şirket haline gelecektir.⁷⁷

c. Hedef Şirket Bünyesinde Birleşme

⁷⁶ Weinberg/Blank 2011, s. 1027.

⁷⁷ ABD'de Freezeout Merger olarak adlandırılan birleşme için bkz. § 3 II B.

Yeni TTK hükümleriyle getirilmiş olan, ortaklıktan çıkarma yoluyla birleşme için bkz. § IV 9 B.

Bu yöntemde ele geçiren şirket ile hedef şirket, hedef şirket bünyesinde birleşir. Ele geçiren şirketin hukuki varlığı sona ererken, hedef şirketin hukuki varlığı devam eder. Görünüşte hedef şirket diğer şirketi ele geçirmiş gibidir. Ancak birleşme sözleşmesinde belirlenen değişim oranına göre, ele geçiren şirketin ortaklarına verilecek pay öylesine büyüktür ki birleşme neticesinde hedef şirketin kontrolü fesih olan şirketin hissedarlarına geçer.

Bu yöntemin seçilmesinin birçok önemli sebebi olabilir. Örneğin kontrolü ele geçiren şirketin ana sözleşmesinde bu tür bir birleşmenin kendi bünyesinde gerçekleşmesine ilişkin önemli bir engel bulunabilir. Bunu aşmak için birleşme hedef şirketin bünyesinde gerçekleşebilir.

d. Çok Taraflı Birleşme (Multiparty Mergers and Consolidations)

Çok taraflı birleşmede, ikiden fazla şirket ya içlerinden birinin ya da yeni kurulan bir şirketin bünyesinde birleşir. Bu tür birleşme genellikle birbirine yakın değer ve prestije sahip şirketlerde söz konusu olur.

III. Şirket Yönetim Hâkimiyetini Ele Geçirmenin Sebepleri

A. Hedef Şirketin Varlıklarının Düşük Değerlenmiş Olması (Acquiring Assets At a Discount Asset Stripping)

Bir şirketin varlıklarına gerçek değerinden daha düşük bir değer biçilmiş ve şirketin hisse fiyatı bu düşük değeri yansıtıyorsa bu varlıkları ele geçirmek için önce şirketin yönetim hâkimiyetini ele geçirmek, daha sonra da bu aktifleri satıp, oluşan kârı şirketi tasfiye ederek şirket dışına çıkarmak ya da başka bir şekilde (ele geçiren borç vermek veya başka bir yatırımda kullanmak, kârı dağıtmak gibi gibi) kullanmak isteyenler ortaya çıkacaktır.

Örneğin bir şirketin faaliyetlerinden elde ettiği kâr düşük ve işyerini kiraya vermek suretiyle elde edilecek kira geliri, faaliyetlerinden elde edilecek kârdan fazlaysa, şirketin faaliyetine son vermek ve işyerini kiraya vermek ya da satmak daha kârlı olabilecektir.

Bir şirketin hisselerinin piyasa tarafından gerçek değerinin altında değerlendirilmesinin çeşitli nedenleri olabilir. Yöneticiler şirketi kötü yönetiyor veya şirket varlıklarını doğru kullanmıyor ya da şirket varlıklarının gerçek değerinin farkında olmuyor olabilirler.⁷⁸

Bunun dışında şirketlerin sermaye kompozisyonunun etkin olmaması durumunda da hisse fiyatı, varlıkların değerine göre daha düşük olabilecektir. Şirket yönetimi özkaynaklar ile finansmanda aşırıya gitmiş olabilir. Böylece yabancı kaynaklar ile finansmanın kaldıraç etkisinden ve yabancı kaynak için dönem faizlerinin vergiden düşülmesi nedeniyle vergiyi azaltıcı etkisinden yeteri kadar faydalanılmaması söz konusu olabilir.⁷⁹

Bunun dışında şirketin kâr dağıtım politikası da şirket hisselerinin fiyatını belirlemede etkili bir unsurdur. Eğer şirket gerektiği kadar kâr dağıtım yapmıyorsa yatırımcıların bu hisseye ilgisi azalacak ve hisse değeri olması

⁷⁸ Weinberg, s. 1049.

⁷⁹ Atilla Gönenli, İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul, 2003, s. 573 vd.

gerekenden daha düşük olacaktır. Burada şirketin kontrolünü elinde bulunduranların, şirket hisselerinin gerçek değerinin altında olmasından dolayı bir menfaati olabileceğini ihtimalini de göz önüne almak gerekir. Hâkim durumda olan ortaklar için, şirketin gerçek değerini tüm hissedarlarla paylaşmak yerine, hisse değerinin düşük olmasından faydalanıp hisseleri piyasadan toplamak daha avantajlı olabilir. Özellikle oy haklarının %50'sine kadar olan hisseleri elinden çıkarmış, ancak yönetim hâkimiyetini kaybetmemek için daha fazla hisseyi elinden çıkarmak istemeyen hâkim hissedarın, hisselerin fiyatının yüksek seyretmesinden bir kârı olmayacaktır. Zira satabileceği hissesi tükenmiştir. Bu yüzden de bu durumdaki bir kişinin kâr dağıtmayarak hisse fiyatını düşürmek ve azınlık hissedarlarını hisseleri satma için baskı altında tutmak menfaatine olacaktır. Azınlık pay sahipleri hâkim ortağın bu politikasına karşı hisselerini satmak durumunda kalabileceklerdir. Böyle bir durumda azınlık hissedarlardan hisselerinin tamamının satın alınıp şirket halka kapandıktan sonra dağıtılmayan kârların dağıtımına gidilmesi mümkündür.⁸⁰ Tabii yönetime hâkim ortak bu şekilde hisseleri düşük fiyattan toplamaya çalışırken şirket, ele geçirilme için cazip bir şirket haline gelebilecektir.

Ayrıca bu sebeplerden herhangi biri mevcut olmasa yani mevcut yönetim aktifleri gerektiği gibi etkin yönetiyor olsa bile şirket hisseleri yatırımcılar için cazip bir yatırım olarak görülemeyebilir. Bunun belki de gerçek bir rasyonel sebebi olmayıp tarihsel nedenler hisse fiyatının piyasada düşük değerlendirilmesine yol açmış olabilir. Şirketin sırf vergiden düşülebilir önemli bir zararının bulunması bile bu şirketi ele geçirmek için cazip hale getirebilir. Zararın, normal olarak kâra geçmedikçe kimseye bir faydası yoktur ama kâr elde edildiğinde bu zararlar kârdan düşüleceğinden vergisiz bir kâr elde etme imkânı doğacaktır. Mevcut şirket yönetiminin bu tür kâr getirecek bir faaliyette bulunması mümkün olamayabilir. Şirket kontrolünü ele geçiren, hedef şirket bünyesine bu tür kâr getirecek bir faaliyet eklediğinde, örneğin kârlı bir grup şirketini bu şirket içinde birleştirdiğinde, geçmiş yıl zararları tükeninceye kadar vergisiz bir kâr elde etme imkanına kavuşacaktır. İşte bu nedenle şirket hisse fiyatı varlıkların gerçek

⁸⁰ Weinberg/Blank/Greystoke, s. 30.

değerini yansıtıyor olsa bile bu vergi avantajı nedeniyle hisse değerinin üzerindeki bir fiyatla kontrolün ele geçirilmesinin ekonomik bir mantığı olabilir.⁸¹

İngiltere’de şirket yönetim hâkimiyetinin ele geçirilmesi işlemleri siyasi olarak oldukça fazla eleştiriye uğramıştır. Bu eleştirilerin büyük bir kısmı kontrolü ele geçirmenin, sadece şirket varlıklarını satmak ve sonra da şirketin faaliyetine son vermek amacıyla yapılan işlemlere yönelik olmuştur.⁸² Varlıkları satış amaçlı yapılan ele geçirmelerde, varlıkların daha efektif kullanılmasına yol açacağı dolayısıyla ekonomiye ve hisse senetlerinin önceki düşük değerinin üstünde bir değer ile satma imkânı doğacağından şirket hissedarları için faydalı olacağı savunulmaktadır.⁸³

Eleştiriye konu olaylardan birinde, 1950-1960’lı yıllarda ikinci dünya savaşı sonrası İngiltere’deki şirket birleşmelerinde yaşanan büyük artış sırasında bira üretimi yapan bir şirketin üretim tesislerinin hızlı şehirleşme neticesinde popüler bir yerleşim merkezi içinde kalması neticesinde bir gayrimenkul yatırım şirketi tarafından satın alınmış ve üretim tesislerinin bulunduğu taşınmazlar konut yapımında kullanılmıştır.⁸⁴ Burada değinilmesi gereken bir husus da hedef şirketin taşınmaz gibi değerli bir varlığının olması halinde şirket ele geçirmenin hedef şirketin kaynakları ile finanse edilmesi imkânının mevcut olmasıdır. Gayrimenkulün satılıp, geri kiralanması (sell and lease back) suretiyle yaratılan kaynak hedef şirketin hisselerinin satın alınmasında kullanılabilir. Böyle bir projede şirketi ele geçirmek isteyen kişinin tek ihtiyacı, şirketin kontrolünü ele geçirinceye kadar ihtiyaç duyacağı köprü finansmandır (bridge finance). Ancak bu şekilde hedef şirketin aktifleri ile finanse edilen kontrol ele geçirilmelerine ilişkin hukuki sınırlamalar bulunabilmektedir.

⁸¹ Weinberg/Blank/Greystoke, s. 30.

⁸² Bu husustaki eleştirilerin bir yansımaları sinema dünyasında da bulabiliriz. 1987 yapımı Wall Street filminde karakterini Michael Douglas’ın canlandığı Gonden Gekko isimli yatırımcı, şirketi yeniden yapılandırma ve tekrar kâra geçirme bahanesiyle Blue Star isimli, zarardaki bir hava yolu şirketini satın alır. Ancak daha sonra satın almadaki asıl amacın şirketin bütün aktiflerini satmak olduğu ortaya çıkar. (www.en.wikipedia.org/wiki/Asset=strip-png).

⁸³ Weinberg/Blank 2011, s. 1049.

⁸⁴ Weinberg/Blank 2011, s. 1049.

B. Farklı Fiyat / Kazanç Oranından Faydalanmak

Bir şirketin hisse değerini belirlemede en çok kullanılan yöntem fiyat / kazanç oranıdır (Price Earning Ratio). Fiyat / kazanç oranı hisse fiyatının hisse başına düşen kazanca ⁸⁵ bölünmesinden çıkan bir orandır. Örneğin bir hissenin fiyatı 50 TL hisse başına düşen kazancı 5 TL ise bu hissenin Fiyat Kazanç oranı 10'dur. Bu oran aynı zamanda hisse fiyat düzeyini hesaplamada kullanılan bir katsayı görevini görür. Şirketin işlerinden elde edeceği kâr tahminlerine göre şirketin gelecekteki hisse fiyatı, bu katsayıyla hesaplanmaktadır. Örneğin fiyat / kazanç oranı 10 olan bir şirketin gelecek yıl hisse başına düşen kârını 8 TL'ye çıkarması beklenmiyorsa hissenin gelecek seneki fiyatı (8x10) 80 TL olarak kabul edilecektir. Fiyat / kazanç oranı, gelecekteki faaliyet beklentilerine göre bir şirket veya sektöre piyasa tarafından biçilen bir değerdir. Bazı şirketler için düşük kâr beklentisi gibi çeşitli nedenlerle daha düşük bir kat sayı belirlenebilir. Örneğin 20 TL. hisse değeri olan bir şirketin hisse başına kazanç 5 TL ise fiyat / kazanç oranı 4 olacaktır.

Yüksek fiyat kazanç oranına sahip bir şirket, düşük fiyat kazanç oranına sahip olan bir şirketi ele geçirmesi ve iki şirketin birleştirilmesi durumunda eğer ele geçiren şirketin fiyat / kazanç oranı birleşmeden sonra düşmez ise ele geçiren şirketin hisse değeri katlanarak artacaktır. Birleşmenin fiyat / kazanç oranı 4 olan şirketin fiyat / kazanç oranı 10 olan şirkete katılması suretiyle bünyesinde gerçekleşmesi halinde iki şirketin kâr toplamı 15 TL olacağından hisse fiyatı ile 150 TL'yi bulabilecektir. Ancak piyasanın ele geçiren şirketin fiyat kazanç oranını düşürmesi durumunda hisse fiyatı daha düşük bir seviyede oluşacaktır. ⁸⁶

C. Ticari Avantaj ve Sinerji

Buraya kadar belirtilen sebeplerde kontrolü ele geçiren şirket ile hedef şirket arasında bir bağlantı bulunup bulunmadığı hususu dikkate alınmamıştır. Oysa çoğu birleşmede, yönetim hakimiyetinin elde edilmek istenmesinin asıl sebebi bu iki şirketin faaliyetleri arasında bir bağlantı bulunmasıdır. Birleşme veya devralma

⁸⁵ Vergi sonrası net kar/hisse adedi.

⁸⁶ Weinberg, s. 1052-1053.

neticesinde bu iki şirketin tek tek elde ettiklerinden daha fazla kazanç sağlanacağı varsayımı birleşmenin temel motiflerinden biridir.

İki şirketin birleşmesinin neden daha kazançlı olabileceğinin düşünüldüğü hususunda şunları söylemek mümkündür.

(i) Şirket birleşme ve devralmaları arkasında en temel motif büyümedir. Büyümenin en etkili yolu ise başka şirketlerle birleşme veya başka şirketleri devralmaktır. İçsel büyüme daha yavaş ve belirsizlikler içerir. Bir şirket kendi faaliyet gösterdiği sektörde büyümek istiyorsa içsel büyüme yeterli olmayabilir. Rakipler daha hızlı hareket ederek, piyasa payını arttırabilirler. Bugün için avantaj olan bir unsur kullanılmadığı takdirde yarın bu avantajın kaybolması ihtimali söz konusu olur. Rakiplerin öne geçmesinin, yani geride kalmanın yarattığı endişe, şirketi, başka şirketleri devralarak büyüme konusunda motive eder.

(ii) Özellikle yatay (horizontal) birleşmenin, belirli bir malın üretiminin daha verimli yapılabilmesi, ham maddenin daha elverişli fiyata satın alınması, muhasebe, bilgi işlem gibi hizmetlerin ortak kullanımını gibi nedenlerle tasarruf sağlanmasına yol açacağı kabul edilmektedir.⁸⁷ Buna da ölçek ekonomilerinin sağlayacağı kazanç denilmektedir.

Ayrıca bir şirket yatay birleşme neticesinde en önemli rakiplerinden birini devralabilir. Böylece kendisi için en önemli tehdidi yok etmiş olacaktır.⁸⁸

D. Prestij

Yöneticiler için her zaman daha büyük bir şirketi yönetmek daha prestijlidir. Devir alınan yeni bir şirket yöneticilerin yıl sonu ikramiyelerinde de bir artışa sebep olabilir. Yöneticiler diğer başka hiç bir sebep olmasa bile bir finans imparatorluğu oluşturmak isteyebilirler. İngiltere’de yapılan bazı araştırmalar, şirket ele geçirmenin herhangi bir sebebi olmamasına rağmen sırf şirketin piyasadaki belirleyici pozisyonunu arttırmak veya mevcut pozisyonunu korumak,

⁸⁷ Weinberg/Blank 2011, s. 1053-1054.

⁸⁸ Weinberg/Blank 2011, s. 1054.

piyasadaki belirsizlikleri ortadan kaldırıp riskleri azaltmak için şirketlerin başka şirketleri devralmak istediklerini ortaya koymaktadır.⁸⁹

⁸⁹ Weinberg/Blank 2011, s. 1055.

IV. Şirket Yönetim Kontrolünün Ele Geçirilmesine Karşı Yapılan Savunmalar

A. Genel Olarak

Özellikle yönetim hakimiyetine az bir payla sahip olduğu durumlarda yönetim hakimiyetine sahip olanlar ile yönetim kontrolü dışındaki hissedarlar arasında çıkar çatışması yaşanmasının söz konusu olur.⁹⁰ Kontrol değişikliği durumunda yöneticiler, yönetici olmanın kendilerine sağladığı ücretler, primler ve prestijin devamını isterken yönetim dışında kalan hissedarlar, hisselerini yüksek bir bedel ile satarak kâr etmeyi arzu ederler. Kendi kontrolleri altında kâr etmeyen bir şirket, kontrol değişikliği sonrasında kârlı hale dönüşecek olsa bile kontrol değişikliği, onların aleyhine olacaktır. Dolayısıyla yönetim kontrolüne sahip hissedarların ve onların oylarıyla seçilmiş yönetim kurulu üyelerinin kontrol değişikliğine karşı çıkmaları, menfaatlerine olacaktır. Bu yüzden de şirket yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf, kendisi için en az maliyet ile yönetim kontrolünü ele geçirmek isterken şirket mevcut yönetimi ise buna engel olmaya çalışacaktır.

Zira, şirketin yönetim kontrolü başkalarının eline geçtiğinde, yönetimin var olan düzeni bozulacak, yönetim kurulu üyeleri yönetici olmaktan dolayı edindikleri menfaatlerden yoksun kalabileceklerdir. Bu yüzden de uzlaşmasız kontrol değişikliği girişimlerine karşı çıkmak çoğu zaman yöneticilerin menfaatine olmaktadır. Ancak yöneticilerin göstermesi doğal olan tepkinin, yönetim kuruluna ilgili kanun ve ana sözleşmeyle verilmiş görevlerle ve hissedarların menfaatleri ile çatışması mümkündür. Yöneticilerin, kontrol değişikliği girişimine karşı aldığı önlemler, sadece kendi yerlerini korumak amacını taşıyor, menfaatini gözetmekle yükümlü oldukları şirket, şirket hissedarları ve varsa diğer kişilerin menfaatlerine aykırı düşüyorsa ilgili hukuki düzenlemelere göre yöneticilerin hukuken sorumlu olması söz konusu olabilecektir. Örneğin bir çağrıda hisse başına teklif, tüm hissedarlar için çok cazipken, yönetim kurulu üyeleri sırf görevlerini kaybetmemek uğruna çağrıyı engellerlerse yönetim kurulu üyeleri bu

⁹⁰ Weinberg, s. 575.

davranışından dolayı sorumlu olabilecektir. Yine aynı anda iki ayrı kontrol ele geçirme girişiminin söz konusu olması halinde, eğer birinci tarafın planında çok sayıda çalışanı işten çıkarmak varsa, ikinci tarafın planında ise işten çıkarmak yoksa ve teklif edilen hisse alım bedelinin aynı olması ya da birincisinin ikincisinden daha yüksek olması halinde yönetim kurulu nasıl davranmalı, hangi tekliften yana tavır koymalıdır? Yine bir bölge ile bütünleşmiş, o bölgenin ekonomik ve sosyal hayatı için çok önemli bir işletmenin aktiflerinin satılması söz konusu olduğunda, işletmenin tamamen kapatılmasını planlayan bir çağrı teklifine karşı yönetim kurulunun tavrı nasıl olmalıdır? Yönetim kontrol değişikliği girişimi ile ilgili olarak en başta kendi menfaatleri olmak üzere çok değişik menfaat gruplarının birbirleriyle çelişebilen menfaatlerinin arasında kalan yönetim kurulu nasıl davranmalıdır ki hukuken sorumlu tutulmasın? Yönetim kurulu üyeleri, böyle bir durumda alacakları savunma önlemleri ve diğer tepkilerini, ilgili kanunlara göre kendilerine bu konuda verilen görevlere, kimlerin menfaatlerini gözetmekle yükümlü olduklarına ve hangi durumlarda, kimlere karşı sorumlu olduklarına bakarak belirleyeceklerdir. Dolayısıyla yönetim kontrolünü kaybetmeme/ele geçirme mücadelesinde kontrolü ele geçirmek isteyen tarafın, kontrolü ele geçirmek için, buna karşı mevcut yönetimin, kontrolü kaybetmemek için hangi yöntemlere başvurabilecekleri ilgili ülkedeki hukuki düzenlemelere göre tayin olacaktır.

Bu kapsamda, yönetim kontrolünü ele geçirme yöntemlerinde olduğu gibi, kontrolün ele geçirilmesine karşı yapılacak savunmalarda da her ülkenin ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde değerlendirildiği takdirde hukuki bir anlam ifade edeceği kanaatini taşımaktayız.

İngiltere’de yönetim kontrolünü ele geçirmeye karşı yapılabilecek savunmalar ve bu savunmaların yapılmasında söz edilmesi gereken hususlar hakkında 2006 Companies Act’te (The Companies Act of 2006) yer alan hükümlerin yanı sıra Citi Code Kuralları da belirleyici olmaktadır. İngiltere’de City Code Genel Prensipten 3’e göre yönetim kontrolü ele geçirilmesine karşı savunma önlemlerine başvururken yönetim kurulu üyelerinin, şirketin bütünsel çıkarını düşünerek hareket etmesi ve hissedarları teklifi kabul etme imkânından alıkoymaması gerekmektedir. Ayrıca City Code Kural 21, genel kurulca alınmış bir karar

olmadıkça yönetim kurulu üyelerinin, iyi niyetle yapılmış bir alım teklifine karşı savunma girişiminde bulunmasını yasaklamaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin savunma yapmasına getirilmiş olan bu kısıtlama, İngiltere’de yönetim kontrol değişikliği hukukunun gelişimi üzerinde oldukça etkili olmuştur.⁹¹ Söz konusu kuralın neticesinde İngiltere’de kontrol girişiminin kaderini nihai olarak hedef şirketin hissedarları belirlemektedir.⁹² Yapılan her savunmanın bir genel kurul kararına dayanması gerektiğinden, yönetim kurulu üyelerine karşı savunma önlemlerine başvurulması nedeniyle sorumluluk davası açılması İngiltere’de, ABD’de olduğu kadar karşılaşılan bir durum olmamaktadır. Dolayısıyla İngiltere’de yönetim kontrolüne karşı başvurulabilecek savunma önlemlerinin yargı içtihatlarıyla değil, City Code düzenlemeleri ve Panel’in bu konudaki kararlarıyla şekillendiği söylenebilir.⁹³

Buna karşı ABD’de ise hedef şirketin yönetim kurulunun, yönetim kontrolünü ele geçirmeye yönelik çağrı ve benzeri girişimlere karşı savunma önlemleri alma hususunda yetkili olduğu kabul edilmektedir. Örneğin ABD’de şirket kontrolünün ele geçirilmesi tehdidine karşı başvuru, şirket hisselerinin, kontrolü ele geçirmek isteyen taraf dışındaki hissedarlara tahsisli ve piyasa değerinden daha düşük bir değerle satılması (poison pill) gibi önlemler genel kurul kararı olmaksızın yönetim kurulu kararı ile gerçekleştirilebilmektedir. Yönetim kurulunun kendi menfaatinin de bulunduğu bir ortamda savunma önlemlerine kendi kararı ile başvurması menfaat çatışmalarının ortaya çıkmasına ve neticede yönetim kurulu üyeleri aleyhine çok sayıda dava açılmasına sebep olmaktadır. Bu nedenle ABD’de kontrol değişikliği sırasında başvuru savunma önlemleri ile ilişkili açılmış davalara ilişkin çok sayıda yargı içtihadı mevcut bulunmaktadır. Söz konusu yargı içtihatlarının esas olarak ABD’de kontrol ele geçirilmesine ilişkin savunma önlemlerini belirlediği söylenebilir.

AB Direktifi’nde savunma önlemlerine ilişkin olarak İngiltere’deki yönetim kurulu üyelerinin genel kurul kararı olmadan savunma yapmama kuralı benimsenmiş olmakla birlikte, üye ülkelere bu kurala uymama seçimsel bir hak olarak tanınmıştır. Dolayısıyla bu ilkeye uymayan ülkelere (opt-out) şirketler veya

⁹¹ Kenyon-Slade, s. 696.

⁹² Kenyon-Slade, s. 694.

⁹³ Kenyon-Slade, s. 216 ve 694.

bir ülke bu ilkeye uysa (opt-in) bu ülkedeki bu ilkeyi benimsemeyen (opt-out) şirketlerin yönetim kurulları savunma önlemlerine başvurmaya yetkili olacaktır. Türkiye’de ise İMKB’de işlem gören şirketlerin halka açıklık oranlarının düşüklükleri nedeniyle yönetim hakimiyetine sahip olan hissedarlarla uzlaşma olmaksızın yapılan yönetim kontrol girişimine çok az rastlanılmaktadır. Bu nedenle Türkiye’de şirketler ilerideki muhtemel yönetim kontrol kaybına karşı daha çok çağrı öncesi savunma önlemlerine başvurmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalarımızdan da anlaşılacağı üzere yönetim kontrol değişikliğine ilişkin özellikle çağrı sırasında başvuru savunan savunma önlemleri ABD’de uygulamada yaşanan kontrol değişiklikleri çarpışmaları sırasında hedef şirket yöneticilerinin yönetimi kaybetmemeleri için ortaya çıkmış savunmalardır. Her ülke mevzuatı ve şirketlerin ana sözleşme hükümlerinde göz önüne alınarak bunlara ekleme yapılması yeni yöntemler icat edilmesi mümkündür. Ancak burada önemli olan ilgili hukuka göre söz konusu savunmalara başvuran yönetim kurulu üyelerinin sorumlu olup olmayacaklarını belirleyebilmektir.

Aşağıda ABD’de uygulamada ortaya çıkan savunma önlemlerinin neler olduğu hakkında açıklama yapacağız. Ama esas olarak söz konusu savunma önlemlerinin yol açacağı hukuki sorumluluklara her ülkeye ayrılan bölümün içinde yer vereceğiz.

B. Ana Sözleşme ile Yapılan Savunmalar (“Shark Repellents”)

Shark repellent, ana sözleşme hükümlerine hüküm konulmak suretiyle, kontrolü ele geçirmeyi zorlaştıran savunma önlemlerine verilen addır. Shark repellent olarak adlandırılan savunma önlemleri, genel olarak iki türe ayrılmaktadır. Birinci tür shark repellent savunma önlemlerinde şirket ana sözleşmesi, birleşme gibi belirli bazı işlemlerin yapılabilmesini genel kurulun ağırlaştırılmış oy nisabı ile alacağı karara bağlamaktadır (Super majority vote requirements). Yönetim kurulu üyelerinin kademeli olarak değiştirilmesi (“Classified” veya “Staggered Board”)

olarak adlandırılan ikinci türde ise ana sözleşme hükümleri ile yönetim kurulu üyelerinin seçilmeleri belirli şartlara bağlanmaktadır.⁹⁴

Shark repellent olarak adlandırılan savunma önlemlerinin esas amacı, potansiyel şirket yönetim kontrolü ele geçirmelerine karşı caydırıcı olmaktır.⁹⁵ Ancak ABD’de finansal yatırımcı ve spekülâtörler söz konusu savunma önlemlerine, yöntemin kontrol değişikliğine ve dolayısıyla kontrol priminin ortaya çıkmasına engel olması sebebiyle muhalefet etmektedirler. Son yıllarda kurumsal yatırımcıların muhalefeti neticesinde ABD’de ana sözleşmelerde shark repellent savunma önlemleri bulunan şirket sayısında önemli miktarda azalma gerçekleşmiştir. Önceki on yıllık dönemde, S&P 500 Endeksine dahil şirketlerin yaklaşık %60’ının ana sözleşmesinde gruplandırılmış yönetim kurulu hükmü bulunurken bu oran, 2009 sonu itibariyle %35’in altına düşmüştür.⁹⁶

1. Ağırlaştırılmış Nisap ile Onay (Supermajority Vote Requirements)

Ağırlaştırılmış nisap ile onay yöntemi, en eski shark repellent yöntemlerinden biridir. Bu yöntem özellikle uzlaşmasız, iki aşamalı kontrol ele geçirme girişimlerine karşı savunma yapma amacı taşır. İki aşamalı çağrıda kontrolü ele geçirenin hisselerin %100’ünü elde etmesine nadiren rastlanmaktadır. Kontrolü ele geçiren, genel olarak geriye kalan hissedarları, ortaklıktan çıkarma yoluyla birleşme neticesinde ortaklıktan çıkartmak ister. Bu durumda ağırlaştırılmış nisap ile onay, azınlıkta kalan hissedarların pazarlık gücünü artırır.

Standart ağırlaştırılmış nisap ile onay yönteminde hedef şirket sermayesinin %5, %10, %15 veya daha fazlasının ele geçirilmesi durumunda, söz konusu hisseleri ele geçirenin oy haklarını kullanabilmesi için şirket oy haklarının belirli bir oranının (genellikle %75 veya daha fazlası gibi yüksek bir oran) söz konusu devri onaylaması gerekir. Ağırlıklı nisap yöntemi aynı zamanda azınlıkta kalan hissedarların, çoğunluğu onaylaması şeklinde de uygulanmaktadır. Bu yöntemde bir kişi ağırlıklı nisap olan örneğin %85 onay şartını aşarak hedef şirketin

⁹⁴ Stephen Bainbridge, *Mergers and Acquisitions*, 2nd Edition, Foundation Press, New York, 2009 s. 192.

⁹⁵ Bainbridge, *Mergers and Acquisitions*, s. 192.

⁹⁶ Martin Lipton, *Takeover Law and Practice 2010*, s. 13.

%86'sını ele geçirse bile geriye kalan %14 azınlığın, çoğunluğun hisse devralmasını onaylaması gerekir.

Ağırlaştırılmış nisap ile onay yöntemi genellikle “adil fiyat” (“fair price”) yöntemi ile birlikte uygulanır. Bu yöntemin amacı, ağırlaştırılmış nisap neticesinde azınlıktaki ortakların kontrol değişikliği priminden mahrum kalmalarını önlemektir. Eğer adil fiyat yöntemi uygulanacak ve fiyat adil bulunacak olursa ağırlaştırılmış nisap yönteminin uygulanmasına istisna tanınmış olur. Bu durumda ağırlaştırılmış nisap veya azınlıkta kalan hissedarların onay verme şartı aranmaz.⁹⁷ Adil fiyat çoğu kez, çağrı sırasında veya çağrıdan önce özel anlaşma yolu veya borsada yapılan alımlarda ödenen en yüksek fiyat olarak belirlenir. Fiyatın hesaplanmasında ayrıca hedef şirketin piyasa değeri, şirket kârı, varlıkların değeri gibi faktörler de dikkate alınabilir. Adil fiyat yöntemi, bu yöntemle ilişkin ana sözleşme hükmünün değiştirilmesinin ağırlaştırılmış bir nisap ile onaylanması şartı getirilmesi suretiyle korunabilmektedir.

2. Yönetim Kurulu Üyelerinin Kademeli Olarak Değişmesi (Classified or Staggered Board of Directors)

Bu yöntemde, ana sözleşme hükümleri ile yönetim kurulu üyeleri birden fazla, genellikle üç gruba ayrılmakta ve her bir grup yönetim kurulu üyeleri üç yılda bir sırayla değiştirilmektedir. Bu durumda şirketin oy çoğunluğunun ele geçirilmesi durumunda dahi yönetim kurulu üyelerinin ancak üçte biri değiştirilebilmekte, kalan üçte ikisi ise ancak üç yılda bir yapılacak iki seçim sonrasında değiştirilebilmektedir. Genellikle yönetim kurulunun aşamalı değişimine ilişkin söz konusu ana sözleşme hükmünün değiştirilmesi ya da kaldırılması da ağırlaştırılmış nisapla ortakların veya mevcut yönetim kurulu üyelerinin onayına tabi tutulmaktadır.

Söz konusu hükmün etkili olabilmesi için, söz konusu ana sözleşme hükmünün bulunması durumunda, bu hükme uymanın zorunlu olması gerekmektedir. Eğer genel kurul, ilgili kanun hükmü uyarınca söz konusu hükmün varlığına rağmen, yönetim kurulu üyelerini görevden alma yetkisine sahip ise hükmün bir anlamı

⁹⁷ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 195.

kalmaz. Çoğunluğu ele geçiren taraf, yönetim kurulu üyelerini değiştirerek kontrolü ele geçirebilir. ABD’de Delaware eyaletinin yasaları, yönetim kurulu üyelerinin aşamalı değişimi hükmünün ana sözleşmede var olması halinde, yönetim kurulu üyelerinin ancak geçerli bir nedenle (for cause) değiştirilmesine müsaade etmektedir. Yukarıda sayılanlar dışında ayrıca yönetim kurulu üyelerinin ancak haklı bir sebep ile görevden alınmasının öngörülmesi de kullanılan savunma yöntemleri arasındadır.

Yürürlükte olan TTK hükümlerine göre genel kurulun, yönetim kurulu üyelerini her zaman değiştirmesi mümkün olduğundan, bu yöntemin Türk hukukunda uygulanması mümkün değildir. TTK hükümlerine göre yönetim kurulu üyeleri üç yıl süre ile atanmış olsa bile genel kurul, yönetim kurulunu her zaman görevden alma yetkisine haizdir.⁹⁸ Görevden azledilen üye de bu sebeple tazminat talep talebinde bulunmaz.⁹⁹ TTK’da geçerli olan gündeme bağlılık ilkesi¹⁰⁰ gereği oy çoğunluğunu ele geçiren tarafın, yönetim kurulu üyelerini azledilebilmesi için yönetim kurulu seçiminin genel kurul gündemine alınmış olması gerekir.¹⁰¹ Oy çoğunluğunun elde edilmesinden sonra, değişikliğe karşı çıkan yönetim kurulu üyeleri yönetim kurulu seçimini gündeme almak istemese bile TTK. md. 364 ve 369 çerçevesinde yönetim kurulu üye seçiminin gündeme dahil edilmesi sağlanabilir. Ayrıca yönetim kurulunun oy çoğunluğunu ele geçiren tarafın talebine¹⁰² rağmen gündeme dahil etmemekte ısrar etmesi TTK. md. 366 uyarınca zorunluluğu doğurabilecektir. Ayrıca gündeme bağlılık ilkesinin bu bağlamda geniş olarak yorumlanması gerektiği gündemde bilanço ve gelir tablosu görüşülmesinin var olması halinde yönetim kurulu üyelerinin azlinin görüşülebileceği kabul edilmektedir.¹⁰³ Genel Kurul Toplantıları ve Komiserler Hakkında Yönetmelik’in 25. maddesine göre genel kurul toplantısında yönetim kurulunun azline karar verilmesi halinde aynı toplantıda çoğunluk kararı ile seçim

⁹⁸ TTK md. 317 ve 469.

⁹⁹ TTK md. 316.

¹⁰⁰ Bu konuda bkz. Poroy, (Tekinalp, Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 368 vd.

¹⁰¹ Yönetim Kurulu üyelerinin seçimi de gündeme bağlılık kapsamı dahilindedir. Bkz. Gönen Eriş, Anonim Şirketler Hukuku, Seçkin Yayıncılık San. Tic. A.Ş., Ankara, 1995, s. 217; Ünal Tekinalp, Reha Poroy, Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 15.Bs., Beta Basım Yayım ve Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2001, s. 301 (Yargıtay 11. HD 20.12.1985, E.7001, K.7118 sayılı kararı).

¹⁰² Söz konusu gündeme madde koyma talep hakkı için TTK md. 411’e göre sermayenin en az onda birine sahip olunması gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 11. maddesi uyarınca bu oran SPK’ya tabi halka açık şirketlerde %5 olarak uygulanmaktadır.

¹⁰³ Poroy/Tekinalp, Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, s. 301.

maddesi gündeme alınarak yönetim kurulu üyesi seçimi yapılabilecektir. Bu durumda her yıl yapılması gereken olağan genel kurul toplantısında bilanço ve gelir tablosunun görüşülmesi gerekli gündem maddelerinden olduğundan mevcut TTK sistemi içinde kontrol değişikliğinden sonra en geç yapılacak ilk genel kurul toplantısında, henüz görev süresi dolmamış yönetim kurulu üyeleri görevden alınıp kontrolü ele geçiren kişilerin hâkimiyetinde bir yönetim kurulu oluşturulabilecektir.

Yeni TTK hükmü ile mevcut TTK hükmü karşılaştırıldığında yönetim kurulu üyelerinin görevden alınmasına ilişkin bazı değişikliklerin mevcut olduğu görülmektedir. Yeni TTK 364. maddesi hükmüne göre, yönetim kurulu üyeleri gündemde ilgili bir hüküm bulunması veya önemli sebeplerin varlığı halinde gündemde bulunmasa bile her zaman genel kurul kararıyla görevden alınabilir. Tüzel kişi kendi adına tescil olunan kişiyi her zaman değiştirebilir. Yeni TTK hükmü yönetim kurulu üyelerinin görevden alınması için gündemde doğrudan seçim maddesinin bulunmasını şart koşmamış, “ilgili bir hüküm” bulunmasını yeterli görmüştür. Madde metninde yer alan “ilgili bir hüküm” ile kastedilmek istenenin, mevcut TTK hükmüne ilişkin olarak yargı içtihatları ile geliştirilen bilanço ve gelir tabloları görüşmelerinin kastedilmek istendiği anlaşılmaktadır. Ancak ilgili hüküm ile kastedilmek istenenin açık olarak yazılmasının tereddüt ve gereksiz uyuşmazlıkların doğmasını önleyecek olması bakımından daha uygun olacağı görüşünü taşımaktayız. Bu madde ile getirilen yenilik asıl olarak, “önemli sebeplerin” varlığı halinde, gündemde ilgili bir madde olmasa dahi yönetim kurulu üyelerinin görevden alınabilmesidir. Öncelikle belirtmek gerekir ki kanaatimizce yeni düzenlemede, ABD hukukunda olduğu gibi, yönetim kurulunun belirlenen süreden önce görevinden alınması için “sebepler” aranması gibi bir durum söz konusu değildir. Yeni madde hükmünde “her zaman” ibaresinin kullanılmış olması sebebiyle genel kurulun, görev sürelerinin dolmasından önce de yönetim kurulu üyelerini görevden alabilmesi gerekir. Yeni TTK’ya göre “önemli sebeplerin” varlığı halinde genel kurul, gündeme bağlılık ilkesine tâbi olmaksızın yönetim kurulu üyelerini görevden alabilecektir. Maddede önemli sebeplerin neler olabileceği konusunda yol gösterici bir örneğe de yer verilmemiştir. Hangi sebeplerin “önemli” kabul edileceğinin ayrı bir tartışma yaratacağı kanaatindeyiz.

Bir yargı kararı ile yönetim kurulu üyelerinin şirkete karşı emniyeti suiistimal suçu işlediğinin, sadakat yükümlülüğünü yerine getirmediğinin sabit olması gibi durumların “önemli sebep” olarak kabul edilmesi gerekeceğini düşünmekteyiz. Bu arada şirket oy çoğunluğunun mevcut yönetimi oluşturanlar dışındaki kişiler tarafından ele geçirilmesinin “önemli sebep” olarak kabul edilip edilmeyeceğinin de tartışılması gerekir. Kanaatimizce kontrolü sağlayacak çoğunluk hisselerinin elde edilmesi hali, önemli bir sebep olarak kabul edilmeli ve gündemde yönetim kurulu üye seçimi veya bu konu ile ilgili bir husus bulunmasa bile yönetim kurulu üyeleri görevden alınarak yönetim kurulu üyelerinin seçimi yapılabilir.

C. Hedef Şirket Hissedarları Lehine Şarta Bağlı Haklar Tanınması “Poison Pills”

Zehirli ilaç (poison pills) olarak adlandırılan bu savunma yönteminin kaynağı hedef şirketin hissedarlarına, şirketin ihraç edeceği yeni hisseleri satın alma hakkı veren varantlara dayanmaktadır. Poison pill’in diğer bir ismi de “right plans”dır. Klasik varant, hak sahiplerine ihraç eden şirketin hisselerini alma hakkı verir. Kontrol değişikliğine karşı savunma önlemi olarak kullanılan poison pill’de ise bu hakkın kullanılması şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesi şartına bağlanmıştır. poison pill’in klasik varantlardan diğer bir farkı ise varantlar, dayanak varlıkları olan hisselerden ayrı olarak işlem görebilirken poison pill’in dayanak varlıkları olan hisselerden ayrı olarak işlem görmemesidir. poison pill, uygulamasının fikir babası şirket ele geçirmeleri alanında avukat olarak çalışan ve yazar Martin Lipton olmuştur.¹⁰⁴ Poison pill’in ABD’de büyük şirketlerde yaygın olarak kullanılmaya başlamasından sonra, özellikle aktivist kurumsal yatırımcılar tarafından poison pill’in ana sözleşmelerden kaldırılması hususunda girişimlerde bulunulmuştur. Bunun neticesinde ana sözleşmesinde poison pill olan S&P 500’e dahil şirketlerin oranı, 2005’te yaklaşık %45 iken 2009’da %20’nin altına

¹⁰⁴ Şehirali Çelik, s. 225; Martin Lipton’un Take Over Bids in the Target’s Board Room adlı makalesi bu alanda en fazla tartışma yaratan eserlerden biri olmuştur.

düşmüştür.¹⁰⁵ Buna karşın daha küçük şirketlerin, 2000 krizinden sonra şirket değerlerinin düşmesi üzerine ele geçirilme tehdidine karşı poison pill'i kabul ettikleri gözlemlenmiştir.¹⁰⁶ Aşağıda ABD'de uygulanan poison pill türleri hakkında bilgi verilmiştir.¹⁰⁷

1. Birleşme Durumunda Birleşilen Şirket Hisselerini Satın Alma Hakkı Veren (“Flip-over”) Poison Pill

İlk poison pill 1983 yılında, Lenox şirketinin Brown Foreman şirketinin kontrolünü ele geçirme girişimi sırasında uygulanmıştır. Lenox, özel bir temettü olarak hissedarlarına imtiyazlı hisse senedi dağıtımında bulunmuştur. Söz konusu imtiyazlı hisse senedi sahiplerine, Lenox'un başka bir şirket ile birleşmesi durumunda, birleşilen şirketin hisselerini piyasa fiyatının yarı fiyatıyla alma hakkı tanımaktadır. Söz konusu alım hakkı, hedef şirketin hisselerinin belirli bir yüzdesinin elde edilmesinin ardından hedef şirketin hisselerini elde eden şirket veya bu şirketin bir iştiraki ile birleşmesi ile kullanılabilir hale gelmektedir. Bu hakka sahip olan hedef şirket hissedarı, bu hakkını kullanarak şirket kontrolünü ele geçiren şirketin hisselerini yarı fiyatıyla satın almaktadır. Bu şekilde kontrolü ele geçiren şirket, önemli bir mali kayba uğramış olmaktadır.¹⁰⁸ Moren v. Household International davasında, söz konusu savunma önleminin, yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülüğüne aykırı düştüğü ve yönetim kurulunun yetkisi dışında olduğu iddiaları yerinde görülmemiştir.¹⁰⁹ Söz konusu savunma önlemlerinin önemli bir açığı, yönetim kontrolünü ele geçiren tarafın hedef şirketi başka bir şirket ile birleştirmemesi durumunda, bu hakkın kullanılamamasıdır. Crown Zellerbach şirketinin yönetim kontrolünün ele geçirilmesinde şirket yönetim kontrolünü ele geçiren James Goldsmit, Crown Zellerbach ile birleşme işlemi gerçekleştirmeyerek söz konusu savunma yöntemini etkisiz hale getirmiştir. Yönetim kontrolünü ele geçiren tarafça birleşme işlemi gerçekleşmemesine rağmen, ihraç edilmiş poison pill halen geçerli

¹⁰⁵ Lipton, Takeover Law and Practice, s. 13.

¹⁰⁶ Lipton, Takeover Law and Practice, s. 13.

¹⁰⁷ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 196. Konu ile ilgili olarak bkz. Martin M. Cohen, “Poison Pills” as a Negotiation Tool: Seeking a Cease-Fire in the Corporate Takeover Wars, 1987, Colum. Bus L. Rev.; Şehirli Çelik, s. 221 vd.

¹⁰⁸ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 197.

¹⁰⁹ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 197.

ve kullanılabilir olduğundan bu durum hedef şirketin kendisi ile işbirliği yapacak tarafları (white knight) bulmasına da mani olmuştur.

2. Hedef Şirketin Hisselerini veya Diğer Menkul Kıymetlerini Alma Hakkı Veren (“Flip-in”) Poison Pill

Birleşme halinde kullanılabilir olan ama birleşme gerçekleşmezse etkisini kaybeden poison pill uygulamasından sonra, bu açığı kapatmak amacıyla birleşme gerçekleşmemesi durumunda hedef şirketin hisselerini satın alma hakkı (Flip-in) veren poison pill türü ABD’de savunma önlemi olarak uygulanmaya başlanmıştır.

Söz konusu poison pill uygulamasında, yine hedef şirket hisselerinin belirli bir yüzdesinin ele geçirilmesi halinde, hisseleri ele geçiren taraf dışındaki hissedarların hedef şirket hisselerini yarı fiyatıyla satın alma hakkı doğmaktadır.¹¹⁰ Günümüzdeki poison pill uygulamasında her iki yöntem birlikte kullanılmaktadır. Eğer hedef şirket birleşme işlemine tabi tutulursa flip-over, birleşme işlemine gitmezse flip-in hakkı hissedarlar tarafından kullanılabilir.

3. Geri Çağrılabilir Poison Pill (Redemption Provision)

Poison pill, ihraç edildikten sonra hedef şirket yönetiminin, şirket yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyen taraf ile anlaşmaya varması halinde, kontrol değişimi hissedarlarca onaylanmış olsa bile, dolaşımda olan “poison pill”in, kontrol değişimini caydırıcı etkisi devam eder. Bu yüzden kontrolü ele geçirmek isteyen tarafla anlaşma ihtimali göz önüne alınarak “poison pill”in belirli durumlarda yönetim kurulunun vereceği karara göre nominal bir değer üzerinden geri ödenebilir olarak ihraç edilmesi söz konusu olmaktadır.

Bu şekilde yönetim kurulu, bir kontrol değişikliğini uygun gördüğü takdirde “poison pill”in geri ödenmesine karar vermektedir. Böylece istenildiğinde arzu edilen kontrol değişikliği girişiminin (white knight) desteklenmesi mümkün olabilmektedir.¹¹¹

¹¹⁰ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 199.

¹¹¹ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 200.

4. Kontrolü Ele Geçiren Tarafın Şirket Varlıkları Satışına Karşı Hüküm Taşıyan Borçlanma Araçları Niteliğindeki Poison Pill

Şirket yönetim kontrolünü ele geçiren tarafın ele geçirme işlemini borçlanarak (leveraged) gerçekleştirmesi durumunda, kontrolü ele geçirdikten sonra hedef şirket varlıklarını kullanarak borcu kapatabilir veya borcu teminat altına alabilir. Bu şekilde şirket varlıklarının kullanılmasına engel olmak üzere zehirli borçlanma aracı (poison debt) ihracı yoluna gidilebilmektedir.¹¹² Söz konusu zehirli borçlanma aracı, kontrol değişikliği durumunda şirket varlıklarının satılmasını veya şirketin ek borç yükü altına girmesini yasaklamakta, söz konusu yasağa aykırı davranılması durumunda borçlanma aracının derhal geri ödenmesi gerekmektedir.

5. Sadece Mevcut Yönetim Tarafından Geri Çağrılabilir (Dead Hand) ya da Belirli Bir Süre Geri Çağrılmayan (No Hand) Poison Pill

Yukarıda belirtildiği gibi standart flip-in ve flip-over hükümleri içeren poison pill'in arzu edilen bir kontrol değişikliğine engel olmaması için yönetim kurulu kararı ile geri çağrılabilir (redeemable) olarak ihracı yapılmaktadır. Ancak geri çağrılabilir poison pill başka bir açığının ortaya çıkmasına sebep olabilmektedir. Şirket yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyen bir yandan hisse toplayarak bir yandan da vekalet toplayarak yönetim kontrolünü belirleyecek çoğunluğu ele geçirmesi ve yönetim kurulu üyelerini belirlemesi durumunda, yeni yönetim kurulu ihraç edilen poison pill'i geri çağırarak ve bunların engelleyici etkisinden kurtulabilecektir. Bu açığa karşı geliştirilen "Dead Hand" olarak adlandırılan poison pill hükmüne göre geri çağırılmayı ancak poison pill'i çıkaran yönetim veya bu yönetimin onayı ile iş başına gelen yönetim yapabilmektedir. Yönetim kontrolünün değişmesi sonucu, mevcut yönetim ile uzlaşmadan seçilen yönetim kuruluna ise geri çağırma hakkı tanınmamaktadır.

"No Hand Pills"de ise yeni yönetimin geri çağırma hakkına ilişkin bir kısıtlama yapılmamakla birlikte, yönetim kurulunun değişmesinden itibaren altı ay gibi belirli bir süre geri çağırma hakkı kullanılmamaktadır.

¹¹² Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 201.

D. Farklı Haklar Veren Hisse Grupları Yaratılması (Dual Class Capital Structures)

Şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesine karşı başvurulacak en etkili savunma yöntemlerinden biri şirket hisselerinin farklı gruplara ayrılarak, kontrole sahip olanlara yönetim kurulu üyelerini belirlemede imtiyaz tanıyan hisse grubunun tahsis edilmesidir. Söz konusu imtiyaz iki ayrı yöntemle tanınabilir. Birinci yöntem yaratılan gruplara tanınacak oy haklarının farklılaştırılmasıdır. İkinci yöntem ise sadece bir gruba yönetim kurulunun çoğunluğunu belirleme yetkisi verilir.

Oy hakları farklılaştırılması da iki ayrı şekilde yapılabilir. Birinci yöntem olarak oydan yoksun hisse çıkarılabilir. Oy hakkına sahip olan grup, bu grubu oluşturan hisselerin her biri bir oy hakkına sahip olmasına rağmen, diğer grubu oluşturan hisselerinin hiç oy hakkı olmadığı için şirket yönetiminin belirlenmesinde etkili olur. İkinci yöntem olarak, her iki grubu oluşturan hisseler de oy hakkına sahip olmakla birlikte bu gruplardan birine, diğerine göre daha fazla oy hakkı verilir. Örneğin şirket hisseleri A ve B grubu olarak ikiye ayrılır ve her bir A Grubu hisse sahibine yirmi oy hakkı verirken her bir B Grubu hisse sahibine bir oy hakkı verir.

Kullanılan başka bir yöntem ise, her iki gruba da eşit oy hakkı verilmekle birlikte yönetim kurulu üyesini belirleme yetkisi sadece bir gruba verilmektedir.¹¹³

Türkiye’de oydan yoksun hisse çıkarılması Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili diğer mevzuata göre mümkün olmakla birlikte uygulamada, oydan yoksun hisse çıkarılmasına rastlanılmamaktadır. Buna karşın halka açılmadan önce kabul edilmesi şartıyla, bir gruba oy hakkı imtiyazı veya yönetim kurulu üyelerini belirleme hakkı ya da her iki imtiyazın birden tanınması SPK tarafından kabul edilmektedir. Genellikle şirketler halka açılmadan önce sermayeyi temsil eden mevcut hisselerini A ve B gibi iki gruba ayırmaktadır. Sermayenin %10’u gibi bir kısmını temsil eden hisseler A Grubu nama yazılı imtiyazlı hisse olmakta ve borsada işlem görmeyen söz konusu hisseler halka açılmadan önce şirketi kontrol eden hissedarlar arasında pay edilmektedir. Geriye kalan mevcut ve halka

¹¹³ Eğer şirket yönetimini paylaşan iki ayrı grubun mevcut olması halinde iki yerine üç farklı grup oluşturulup sadece iki gruba yönetim kurulu üyelerinin tamamını veya çoğunluğunu belirleme yetkisi verilebilir.

satılacak hisseler ise B Grubu hamiline yazılı imtiyazsız hisse olmaktadır. Bu durumda İMKB kotasyon şartları arasında bu tür imtiyaza sahip şirketlerin hisselerinin kota alınmasına engel hüküm bulunmadığından, B grubu hamiline yazılı imtiyazsız hisseler İMKB kotasyonuna alınmakta ve İMKB’de işlem görmektedir. İMKB’de işlem gören hisselerin tamamı bir kişi tarafından edinilse bile yönetim kurulu belirleme yetkisine haiz A Grubu hisseler edinilmediği sürece şirketin yönetim kontrolünün ele geçirilmesi mümkün olmamaktadır.¹¹⁴

ABD’de oy haklarında, imtiyaz olup olmayacağı hususu şirketler hukuku alanına giren bir konu olduğundan federal düzeyde değil eyalet düzeyinde düzenlenmesinin gerektiği kabul edilmektedir. Eyaletler düzeyinde farklı oy haklarına sahip hisselerin oluşturulmasına genel olarak izin verilmektedir. Tarihsel olarak bakıldığında 1930-1980 arasında ABD borsalarında işlem gören şirketler arasında imtiyazlı hisse uygulamasının oldukça az olduğu görülmektedir.¹¹⁵ Yapılan bir araştırmaya göre 1940-1978 arasında, hisseleri ikincil piyasalarda işlem gören şirketlerin sadece kırk adedinde farklı haklar sağlayan hisse grupları mevcuttu.¹¹⁶ Buna karşın 1980’li yılların başlangıcından itibaren ABD’de çok sayıda şirketin oyda imtiyazlı hisse çıkardığı görülmektedir. Bu artışın arkasındaki sebebin, uzlaşmaz yönetim kontrol değişikliğinin büyük şirketler arasında da yaygınlaşması üzerine şirket yöneticilerinin yönetimi kaybetme endişesi olduğu belirtilmektedir.¹¹⁷ Farklı oy haklarına sahip şirket sayısının artışına karşın NYSE, uzun süre farklı oy haklarına sahip şirketlerin hisselerinin borsada işlem

¹¹⁴ Ancak yönetim kurulu üyelerini belirleme hakkına sahip olunmamakla birlikte oy çoğunluğunun ele geçirilmesi halinde yönetim kurulu üyelerinin ibra edilmemesi, yönetim kurulu üyeleri aleyhine dava açılması, şirket kârının dağıtılması, şirketin tasfiyesi gibi kararlar alınması suretiyle imtiyazlı hisselerin devredilmesini sağlamak üzere imtiyazlı hisse sahiplerinin baskı altına alınması söz konusu olabilecektir. SPK, bir kararında yönetimi belirleme hakkına sahip imtiyazlı payların varlığına rağmen, şirketin oy haklarının çoğunluğunun ele geçirilmesini, yönetim hâkimiyetinin elde edilmesi olarak değerlendirerek zorunlu çağrı yükümlülüğü getirmiştir. (Söz konusu Egeli &Co. Funds SA, Credit Agricole Indosuez Suisse ve Ayhan Soysal - Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı için bkz. § XI 1 A.). Avrupa Birliği Direktifi’ndeki (2004/25/EC) imtiyazların etkisizleştirilmesine ilişkin breakthrough kuralı için bkz. § IV 1 B 8 b.

¹¹⁵ Farklı haklara sahip hisse grubu uygulamasının tarihsel gelişimi konusunda bkz. Stephen Bainbridge, Revisiting the One-Share/One-Vote Controversy: The Ex-changes’ Uniform Voting Rights Policy, 22 Sec. Reg. L.J. 175 (1994), (Naklen: Bainbridge, Mergers and Acquisition, s. 202).

¹¹⁶ Ronald C. Lease et al., The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations, 11 J. Fin. Econ. 439, 450-52 (1983), (Naklen: Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 202).

¹¹⁷ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 203.

görmesini kabul etmemiş ancak daha sonra farklı grup hisselerine sahip şirket hisselerinin borsada işlem görmesini kabul etmiştir.

SEC, 1988 yılında kabul ettiği “bir hisseye bir oy hakkı” (one share one vote) olarak adlandırılan kural ile (Rule 19 (c)-4) yeni hisse çıkarılarak mevcut hisselerin oy haklarını etkisizleştiren şirketlerin borsada işlem görmesini yasaklamıştır. Oy haklarının kurumsal yönetime ilişkin olduğu ve bu nedenle eyaletlerin yetki alanına giren bir konu olduğu, SEC’in bu konuda karar alma yetkisi bulunmadığı gerekçesiyle söz konusu kural aleyhine yargı yoluna gidilmiş ve 1990 yılında verilen bir mahkeme kararıyla SEC’nin söz konusu kararı iptal edilmiştir.¹¹⁸ Söz konusu karar sonrasında ABD’deki borsalar gönüllü olarak bu kuralı şirketlerin kota alınması şartı olarak kabul etmişlerdir. NYSE, AMEX ve NASDAQ, 1994 yılında, SEC’nin onayından geçen Oy Hakkı Politikasını (Voting Right Political) kabul ederek SEC’in iptal edilen 19 (c) 4 kuralını kendi kuralları içine adapte etmişlerdir. Kabul edilen kurala göre, hisseleri borsada işlem gören şirketlerin ortaklarına ait oy hakları yeni hisse çıkarılması veya bir başka suretle azaltılamaz. NYSE’nin oy hakları kurallarına ilişkin açıklamalarına göre, sınırlama yeni hisse çıkarılmasına yöneliktir. İşlem gören şirketlerin birden fazla farklı oy hakkını sağlayan hisseye sahip olması durumunda kural, bu şirketlerin hisselerinin borsalarda işlem görmesini engellemektedir.¹¹⁹

SPK’nın konuya ilişkin uygulaması ABD uygulaması ile oldukça benzerdir. SPK, halka arzdan önce şirketin mevcut ortaklarına yönetimi belirleme hakkı tanıyan farklı gruplarda hisse çıkarılmasına izin vermektedir. Ancak SPK halka açıldıktan sonra, yeni imtiyazlı hisse çıkarılmasına veya imtiyazların artırılmasına ise izin vermemektedir.¹²⁰

¹¹⁸ Söz konusu karar, Business Roundtable v. SEC davasında Columbia Yüksek Mahkemesi tarafından verilmiştir. [Karar için bkz. The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4, 69 Wash. U.L.Q.565 (1991), (Naklen: Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 204); Kenyon-Slade, s. 326].

¹¹⁹ Söz konusu SEC açıklaması için bkz. “<http://www.nyse.com/>”

¹²⁰ SPK’nın bu konuda almış olduğu ve halen geçerli olduğu anlaşılan 1998/27 HB’de yayınlanan 49/721 sayılı ilke kararı “...çağrı suretiyle halka açılan anonim ortaklıkların halka açıldıktan sonra, ortak sayısı nedeniyle Kurul kaydına alınan anonim ortaklıkların ise ilk fiili halka arzlarından sonra, yeni imtiyaz yaratılması taleplerinin reddedilmesine; mevcut imtiyazlarda yapılacak değişiklik taleplerinin ise, yatırımcıların haklarının korunması açısından, imtiyazların özünün değişmemesi, konu ve kapsam bakımından genişletilmemesi ilkeleri çerçevesinde değerlendirilerek bu ilkelere aykırılık halinde reddedilmesine...”

E. Diğer Savunmalar

1. Hedef Şirketin Kendi Hisselerini Satın Alması

Bir şirketin belirli bir program dahilinde kendi hisselerini satın alması, satın alınabilecek hisse sayısını azaltması ve hisse fiyatını yükseltmesi nedeniyle kontrol kaybına karşı etkin bir savunma önlemi olarak kabul edilmektedir.¹²¹

Bir şirketin kendi hisselerini satın alabilmesi için öncelikli olarak, ilgili kanunların buna izin vermesi gerekmektedir. ABD’de eyalet kanunları genel olarak şirketin kendi hisselerini satın almasını yasaklamamaktadır. Ancak ABD Mahkemeleri bir şirketin kontrol değişikliği girişimi sırasında kendi hisselerinin alımının, yönetim kurulu üyelerinin yerlerini koruma dışında geçerli başka bir amaçla yapılmış olması şartını aramaktadır.

Türkiye’de TTK md. 329 şirketin kendi hisselerini satın almasını belirli istisnalar dışında yasaklamaktadır. Yeni TTK md. 379 ise genel kurulun bu konuda yetki vermesi şartıyla bir şirketin, sermayesinin %10’una kadar olan kendi hisselerini satın almasına imkân tanımaktadır. Ayrıca Yeni TTK md. 381’de ise yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak için gerekli olduğu takdirde genel kurul tarafından bir yetkilendirme olmasa dahi kendi hisse senetlerini edinebileceği hükme bağlanmıştır. Yeni TTK’ya ilişkin madde gerekçesinde şirket yönetim hâkimiyetinin bir başka kişiye geçecek olması da “yakın ve ciddi bir kayıp” örneği olarak gösterilmiştir.¹²² Bir şirket iyi yönetilmediği zaman, kâr elde etmediği zaman, şirket yönetiminin el değiştirmesi, yönetimi elinde bulunduranlar için “kayıp” olarak nitelendirilse bile, şirketin kontrol dışı hissedarları için bir kayıp değil bir kazanç olarak değerlendirilebilir. Madde gerekçesinde şirket yönetim hakimiyetinin değişecek olmasının 381. madde kapsamında şirket için yakın ve ciddi kayıplara örnek olarak gösterilmesi haklı olarak eleştirilmiştir. Her türlü yönetim kontrol değişikliği değil, sadece gerçekte şirket zararına olan yönetim kontrol değişikliklerinin bu kapsamda değerlendirilmesi gerektiği savunulmuştur.¹²³ Biz de şirket yönetim kontrolünü elinde bulunduranlarla

¹²¹ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 206.

¹²² Bkz. Yeni TTK gerekçesi 381. madde.

¹²³ Şehirali Çelik, s. 327.

şirketin menfaatlerinin aynı yönde olduğunun peşinen kabul edilmesi için geçerli bir sebebin olmadığını, tam tersine şirketlerin halka açıklık oranları yükseldikçe menfaat çatışmasının kaçınılmaz olduğunu düşünmekteyiz. Dolayısıyla kanaatimizce, sadece mevcut yönetimin yerini koruma amacı ile yapılacak hisse alımının bu kapsamda kabul edilmemesi gerekir. Ayrıca 381. madde hükmüne göre genel kurul yetki verirken bu yetkinin hangi durumlarda kullanılacağı belirtilmesi şart tutulmamıştır. Genel kurulun yetki vermesi ama yetkinin nerede kullanılacağını belirtmemiş olması halinde de yönetim kurulu, bu yetkiyi sadece kendi yerlerini koruma amacıyla kullanamamalıdır. Yönetim kurulunun, sadece yerini koruma amaçlı olarak kendi hisselerini toplaması hukuki sorumluluklarını doğurabilir.

Yeni TTK md. 381'e ilişkin gerekçede Alman Hukukunda olduğu gibi borsa ticaretinin açık bir yasak olarak düzenlenmemiş olmakla birlikte, borsada "ticaret yasağının doğal olduğu" ve "hükümsel amaç içeriğine dahil" olduğu ifade edilmiştir. Madde metni ve gerekçede belirtilmemiş olmakla birlikte, kanaatimizce bir şirketin kendi hisselerini satın almasında içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasağın ihlal edilip edilmediği meselesinin irdelenmesi de gerekir. Zira bir şirketin, her zaman kamuya açıklanmamış bilgilere sahip olması son derece olağandır. Şirketin kendi hissesini alması kamuya açıklanmamış hisse fiyatı üzerinde etkili olabilecek bir bilginin mevcut olup olmadığı SPKn. md. 47/A.1'e aykırılıktan dolayı hukuki ve cezai sorumluluk doğurabilecektir.¹²⁴

Yönetim kontrol hâkimiyetinin ele geçirilme girişimine karşı şirketin kendi hissesini satın almasının içeriden öğrenenlerin ticareti suçu bakımından ayrı bir özelliği bulunmaktadır. SPK uygulamada, çağrı yapılacağı kamuya açıklanmasından önce çağrı yapan kişi haricindeki kişiler tarafından bu bilginin kullanılarak hisse alımı yapılması olarak değerlendirmekte ve bu kişiler hakkında suç duyurusunda bulunmaktadır. Alımın üçüncü kişiler tarafından değil de çağrı yapılacağı kendisine bildirilen hedef şirketin kendisi tarafından yapılması durumunda SPK'nın suç duyurusunda bulunup bulunmayacağına ilişkin bir açıklık bulunmamaktadır. SPK, bu konuda bir açıklık bulunmamasına karşın bir olayda çağrı yapacak kişi hakkında suç duyurusunda bulunmayıp, çağrı yapılacağı

¹²⁴ İçeriden öğrenenlerin ticareti suçu ile ilgili olarak § 9 H.

bilgisine sahip olan kişilerin yaptığı hisse alımlarının içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu oluşturduğu görüşüyle suç duyurusunda bulunmuştur. Kanaatimizce, ABD düzenlemelerinde olduğu gibi SPK tarafından mutlaka bu konuda ayrıntılı bir düzenleme yapılıp, hangi işlemlerin bu kapsamda değerlendirilebileceği hususu açığa kavuşturulmalıdır.

Şirketin kendi hisselerini satın alma yoluyla yapılan savunmalardan biri de, hedef şirketin yönetim kontrolü ele geçirme girişiminde bulunan kişiden kendi hisselerini satın almasıdır. Greenmailing olarak adlandırılan bu yöntemde şirket, yönetim kontrolünü ele geçirme tehdidini, tehditte bulunan kişiye ait hisseleri satın alarak yok etmektedir. Söz konusu hisselerin satın alınması için de genel olarak yüksek bir prim ödenmektedir.¹²⁵

Greenmailing yöntemi, savunma önlemleri içinde en çok eleştirilenlerinden biridir. Bu yöntemin eleştirilmesinin birinci sebebi, hissenin geri alınmasında yüksek fiyat ödemesi sebebiyle şirketin zarara uğratılmış olmasıdır.¹²⁶ İkinci sebep ise ortaklarından sadece birine yüksek fiyat ödenmesinin ortaklar arasında eşitliği bozuyor olmasıdır. Bu eleştiriye, hisse satın alınmasında hissedarlara eşit davranılmasının, hisse satın alınmasının çağrı tanımına giren bir işlem olması dışında söz konusu olmadığı görüşü ile karşı çıkılmaktadır.¹²⁷

2. Savunma Önlemi Olarak Şirketin Yeniden Yapılandırılması (Defensive Restructuring Programmes)

a. Değerli Varlıkların (“Crown Jewels”) Satışı veya Bölünme Suretiyle Şirket Dışına Çıkarılması

Şirket yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyenlerin esas amacı belirli şirket varlıkları üzerinde kontrolü ele geçirmek ise, söz konusu varlıklar şirket dışına çıktığında artık o şirket şirketi ele geçirmek isteyen kişi için cazibesini kaybedecektir. Bu durumda hedef şirket yönetimi, kontrolü ele geçirmek isteyenlerin ele geçirmek istedikleri varlıkları satarak, yönetimin ele

¹²⁵ Bu konuda bkz. Kenyon-Slade, s. 405 vd.; Şehirali Çelik, s. 250 vd.

¹²⁶ Şehirali Çelik, s. 251 vd.

¹²⁷ Kenyon-Slade, s. 407, Şehirali Çelik, s. 251.

geçirilmesinden kurtulabilir. Satış yerine şirket bölünerek, aynı varlıklar bölünen şirketin mal varlığı haline getirilebilir. Bölünme işleminden sonra bölünen şirketin hisseleri hedef şirketin hissedarlarına temettü hissesi olarak dağıtılır. Söz konusu satış sonrasında hedef şirket, kontrolü ele geçirmek isteyenler için cazibesini kaybedeceğinden bu şekilde aktif satışı veya bölünme de bir savunma önlemi olarak kullanılmaktadır.

Ayrıca aktif satışından elde edilecek nakit başka bir savunma önlemi için kullanılabilir. Örneğin söz konusu nakit şirketin kendi hisselerini satın alması ya da Rekabet Hukuku bakımından kontrolü ele geçirmek isteyen tarafın ilgili Rekabet Kurulundan izin almasına engel olacak bir varlığın satın alınmasında kullanılabilir.¹²⁸

b. Tahsisli Sermaye Artırımı Yapılması ve Stand Still Anlaşması

Şirketin yönetim kontrolünü kaybetme tehlikesi altında başvurabileceği başka bir savunma yöntemi de sermaye artırımına gidilerek, artırılan sermayeyi temsil eden hisselerinin mevcut yönetimin tercih ettiği bir kişiye (“white squire”) tahsis edilmesidir. ABD Delaware kanunlarına göre her hissedarın artırılan sermayeden oransal olarak yeni pay alma hakkı bulunmakla birlikte rüçhan haklarının (pre-emptive right) sınırlandırılması mümkün bulunmaktadır.¹²⁹ ABD borsalarında rüçhan haklarının yönetim kurulu tarafından kaldırılmasına ilişkin bazı sınırlamalar mevcuttur. NYSE kurallarına göre, artırılan sermayenin şirket yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri ve büyük ortaklarına tahsis edilebilmesi veya artırılan sermayeyi temsil eden hisselerle ait oy haklarının şirket toplam oy haklarının %20’sinden fazla olması halinde ortakların çoğunluğunun onayı gerekmektedir.¹³⁰ Hisselerin tahsisli satışının yapıldığı kişi ile genellikle “stand stil” adı verilen bir anlaşma akdedilmektedir. Stand stil anlaşmasının amaç ve konusu, tahsisli hisse satışı yapılan kişinin, kendisi veya üçüncü kişiler tarafından şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesine engel olacak şekilde hareket etmesini sağlamaktır denilebilir. Stand still anlaşması, oy haklarının diğer ortaklarla aynı şekilde veya yönetim kurulunun önerisi ile aynı yönde, pasif bir

¹²⁸ Kenyon-Slade, s. 372.

¹²⁹ Kenyon-Slade, s. 378.

¹³⁰ NYSE Listed Company Manual § 312.05.

şekilde kullanılması, hisselerin belirli bir süre satılmaması, satılması halinde ise hedef şirketin öncelikli alım hakkı (first right of refusal) olması, belirli durumların ortaya çıkması halinde hedef şirketin hisseleri önceden belirlenmiş bir fiyattan alma hakkının olması gibi hükümler içerebilmektedir. Aynı şekilde tahsisli sermaye artırımına katılan kişiye de belirli durumlarda hisseleri önceden belirlenmiş bir fiyattan satarak şirketten çıkma (exit) hakkı da tanınabilmektedir.

Türk hukukunda, kayıtlı sermaye sistemini kabul eden şirketlerin, yönetim kurulu kararıyla sermayeyi artırma ve artırılan sermayeyi temsil eden hisselerle ilişkin hissedarların sahip oldukları yeni pay alma haklarını kısıtlamaları mümkündür. Bu şekilde rüçhan haklarının kısıtlanmasından sonra artırılan sermayeyi temsil eden hisseler, belirli kişilere tahsis edilebilir. Türk hukukunda, artırılan sermayeyi temsil eden hisselerin yönetim kurulu üyelerine, büyük pay sahiplerine tahsisi ya da artırılan sermayenin mevcut sermayenin %20'sini aşması durumunda, NYSE kurallarında olduğu gibi şirket genel kurulunun karar alma mecburiyeti bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 12/4 maddesine göre, yönetim kurulu yeni pay alma hakkını kısıtlama yetkisini, pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak şekilde kullanamaz. Dolayısıyla yeni hisselerin mevcut ortaklardan bir kısmına tahsis edilmesi bu ilkeye aykırı kabul edilebilir. Böyle bir karar neticesinde hakları ihlal edilmiş olan pay sahipleri, yönetim kurulunun bu ilkeye aykırı kararları aleyhine, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 12/4 maddesi uyarınca yönetim kurulu kararının ilanı tarihinden itibaren otuz gün içinde iptal davası açabileceklerdir.

İMKB'de işlem gören şirketlerin tahsisli sermaye artırımını neticesinde çıkarılan yeni hisselerin satışının, SPK tarafından aksi belirlenmedikçe İMKB Toptan Satışlar Pazarı'nda (TSP) gerçekleşmesi veya bu pazar kurallarına uygun olarak TSP'de tescil edilmesi gerekmektedir. Tescil, alıcı ile borsa dışında anlaşmaya varılmasından sonra, işlemin gerçekte borsa dışında gerçekleşiyor olmasına rağmen fiyatının borsada tescil edilmesi anlamına gelmektedir. İMKB Toptan Satışlar Pazarı'nın Kuruluş ve İşleyiş Esasları Genelgesi'nin, İşlem Fiyatı başlıklı VII. maddesine göre, aksi SPK tarafından kararlaştırılmış olmadıkça TSP'de

tescil edilen satış fiyatının, hissenin borsa fiyatının %20'sinden daha yüksek ve %20'sinden daha düşük olmaması gerekmektedir.¹³¹

3. Lock-ups Anlaşması

Lock-ups anlaşması, hedef şirketin yönetim kontrolünün başka bir kişi tarafından ele geçirilmesi durumunda, şirket ile anlaşma akdeden kişiye, hedef şirketin ihraç edeceği hisselerini veya belirli aktiflerini satın alma hakkı sağlar. Bu şekilde uzlaşmasız olarak şirket yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyen kişi için, kontrolü ele geçirme daha maliyetli hale gelir veya özellikle değerli aktiflerin satılması halinde ele geçirmenin cazibesi kalmayabilir.¹³²

4. No Shop, No Talk Anlaşması

Uzlaşmalı olarak yapılan bir birleşme veya şirket hisselerinin devralınmasında mevcut yönetim ile şirket yönetim kontrolünü devralmak isteyen taraf arasında bir anlaşma akdedilir. Bu anlaşmada hedef şirket yönetim kurulunun, anlaşma akdettiği taraf dışında birleşme veya hisseleri devralma hususunda başka bir taraf bulma hususunda bir girişimde bulunulması yasaklanmışsa buna “no shop” hükmü denilmektedir. Eğer anlaşmada, aktif olarak yeni bir kişi aramanın yanı sıra, herhangi bir kişi ile birleşme/devralma hususunda görüşme yapılması veya bilgi verilmesi de yasaklanıyorsa bu hükme de “no talk” hükmü denilmektedir.

ABD’de Delaware Yüksek Mahkemesi, Paramount Communications Inc. v. QVS Network Inc. davasında anlaşmada “no shop” ve “no talk” hükümlerinin yer almasının yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülüklerine aykırı düştüğü görüşüyle söz konusu hükümlerin geçersiz olduğuna karar vermiştir.¹³³

“No shop” ve “no talk” hükümlerinin özen ve sadakat borcuna aykırı düşmesi durumuna karşı anlaşmaya özen ve sadakat yükümlülüklerinin gerektirmesi durumunda hedef şirket yönetim kuruluna başka taraflarla görüşme yapma ve bilgi verme imkânı taşıyan bir hüküm konulmaktadır. “Fiduciary Out” denilen söz konusu sözleşme hükmü, hedef şirkete, özen ve sadakat borcunun gerektirmesi halinde mevcut anlaşmayı feshederek birleşme veya devralması başka bir tarafla gerçekleştirme izni de vermektedir. Sözleşmenin feshi durumunda genellikle karşı

¹³¹ İMKB Toptan Satışlar Pazarı’nın Kuruluş ve İşleyiş Esasları Genelgesi’nin İşlem Fiyatı başlıklı VII. maddesi.

¹³² Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 207.

¹³³ Kenyon-Slade, s. 419.

tarafa “break–up fee” veya “termination fee” olarak adlandırılan bir cezai şart ödenmektedir.¹³⁴

V. Yönetim Kontrol Değişikliğine İlişkin Hukuki Düzenlemeler

Özellikle ekonomik anlamlarıyla “birleşme” ve “devralma” terimlerinin her ikisi de bir şirketin yönetim hâkimiyetinin el değiştirmesi anlamında kullanılmaktadır. İngilizce’de genel olarak, bir şirketin kendisinden daha küçük bir işletmeyi kontrol altına alması “take-over” (devralma) terimi ile ifade edilmektedir.¹³⁵ Buna karşılık birbirine yakın büyüklükte iki şirketin evliliği ise “merger” (birleşme) terimi ile ifade edilmektedir. Uygulamada “merger” teriminin yaygın olarak “take-over” terimini içerecek şekilde kullanımına sıklıkla rastlanılmaktadır.¹³⁶

Tez metni içinde “çağrı” olarak ifade ettiğimiz, İngiltere’de “Take-over bid” ve ABD’de “tender offer” kavramları ise, genel olarak devralma veya birleşmeyi gerçekleştirmek için kullanılan bir yöntem olan kamuya açık olarak yapılan pay alım tekliflerini ifade etmektedir.¹³⁷ Söz konusu terimlerin kullanımına çoğu kez hukuki bir anlam da yüklenmemektedir. Oysa her biri hukuki açıdan oldukça farklı işlemler olup, hangi terim ile neyin ifade edilmek istendiğinin net bir şekilde ifade edilmesi önem taşımaktadır.

Söz konusu tanımlar konusunda bir netliğe varabilmek için, öncelikle birleşme ve devralma işleminin hangi nedenle hukuki düzenlemeye tabi tutulduğunu dikkate almamız gerekir. Şirket yönetim hâkimiyetinin değişimine yol açan veya açmayan birleşme ve devralmalar birçok hukuk alanından farklı gerekçelerle düzenlemeye tabi tutulmaktadır.

Öncelikle birleşme, şirketler hukukunun konusu kapsamına girmektedir. Birleşme¹³⁸ TTK’nın 146. maddesinde “Birleşme, iki veya daha fazla ticaret şirketinin

¹³⁴ Kenyon-Slade, s. 419.

¹³⁵ Weinberg/Blank 2011, s. 1005.

¹³⁶ Weinberg/Blank 2011, s. 1005.

¹³⁷ Weinberg/Blank 2011, s. 1005.

¹³⁸ Birleşme tanımı ve birleşme hakkında ayrıntılı açıklamalar için bkz. Hikmet Sami Türk, Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara, 1986; Hamdi Yasaman, Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara, 1987, s. 5 vd;

birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine iltihak etmesinden ibarettir.” şeklinde tanımlanmıştır. TTK’nın 451. ve 452. maddelerinde ise birleşmenin iki alt türü olarak “devralma” ve “yeni şirket kurulması” suretiyle birleşme düzenlenmiştir. Söz konusu TTK hükümlerinden TTK’nın sadece teknik anlamda, mutlaka bir şirketin başka şirket (yeni kurulan veya mevcut olan) içine tüm aktif ve pasifiyle dahil olduğu ve tüzel kişiliğinin sona erdiği birleşmeyi düzenlediği anlaşılmaktadır. Burada dikkat çeken bir husus da, TTK 451. maddede de “devralma” teriminin, yeni bir şirket bünyesinde birleşmeye alternatif olarak; iki mevcut şirketten birinin öteki şirketin bünyesi içinde birleşmesi için kullanılmış olmasıdır. Yani TTK sistemi içinde “devralma” terimi iki mevcut şirketten birinin, diğeri bünyesinde birleşerek hukuki varlığının sona ermesini ifade etmektedir. TTK sistemi içinde, bir şirketin hukuki yapısında bir değişiklik meydana gelmeden, oy haklarının çoğunluğu el değiştirecek şekilde hisselerinin devredilmesine ilişkin özel bir hüküm bulunmamaktadır. Bu nedenle İngilizcede “acquisition” ile tanımlanan şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesi için TTK’da kullanılan bir terim de yoktur. “Devralma” terimi TTK’da birleşmenin özel bir çeşidi olarak kullanılmış olmasına karşın, doktrinde¹³⁹ ve uygulamada bir şirketin hisselerinin devri neticesinde şirket yönetimini belirleme gücünün bir ortak veya ortaklar grubundan başka bir ortak veya ortaklar grubuna geçmesi durumu için de kullanılmaktadır. Yeni TTK md. 195’te ise şirketler topluluğu bakımından kontrol kavramının tanımı yapılmıştır. Ancak söz konusu kontrol tanımının buradaki yönetim kontrol değişikliği ile ilgisi yoktur.¹⁴⁰

Ercüment Erdem, Birleşme ve Devralmalar, s. 29 vd; Paul Craig-Grainne De Burca EU Law Text, Cases and Materials, 1998, s. 978 vd. TTK Tasarısında Birleşme tanımı ve işlemleri için bkz. Şengül Al Kılıç, TTK Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2009, s. 72 vd. Halka açık şirketlerin birleşmesi için bkz. Veliye Yanlı, Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Şirket Birleşmeleri, Şirket Birleşmeleri, Ed. Haluk Sumer-Helmut Pernsteiner, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti, İstanbul, 2004, s. 73 vd. Türk Vergi Hukukuna göre birleşme için bkz. Doğan Gökbel, Farklı Ülke Şirketleri Arasındaki Birleşmelerin Türk Hukukundaki Vergisel Sonuçlarının Avrupa Birliği Hukuku ile Karşılaştırılması, Şirket Birleşmeleri, Ed. Haluk Sumer-Helmut Pernsteine, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti, İstanbul, 2004, s. 31 vd.

¹³⁹ Bu konu hakkında bkz. İsmail Esin/G. Lokmanhekim/S.Tunç, Uygulamada Birleşme ve Devralmalar, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2003; Karayalçın, s. 351-398.

¹⁴⁰ Bu konuda bkz. Şehirli Çelik, s. 57.

TTK bir şirketin yönetim hakimiyetinin el değiştirmesine ilişkin bir hüküm içermezken, Sermaye Piyasası Hukuku ve Rekabet Hukuku şirketlerin yönetim hakimiyetinin el değiştirmesi meselesi ile doğrudan ilgilenmektedir.

Halka açık şirketlerin şirket yönetim kontrolünün değişmesi sırasında, azınlıkta kalan hissedarların ayrımcılığa uğrayıp uğramadığı, zarar görüp görmediği 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 1. maddesinde tanımlanan amaç gereği doğrudan anılan konu ilgi alanına girmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'na 1992 yılında 3794 sayılı kanun ile eklenen 16/A maddesi ile yönetim hakimiyetinin değişmesine ilişkin özel bir hüküm getirilmiştir. Söz konusu kanun hükmüyle Kurul'a halka açık şirketlerle ¹⁴¹ ilgili, "sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine 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, hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde, pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenleme yapma görevi verilmiştir. Yine Sermaye Piyasası Kanunu'na 1999 yılında 4487 Sayılı Kanun ile eklenen 22/i maddesinde "halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda vekalet toplayan ya da pay iktisap edenleri diğer payları satın alma yükümlülüğüne ve azınlıktaki ortakların da kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenleme yapmak" SPK'nın görev ve yetkileri arasında sayılmıştır. Kanunun amacı ve sözü edilen 16/A ve 22/i maddelerine bakıldığında, Kanunun sadece çağrı gibi kontrolü ele geçirme yöntemlerinden birini değil, halka açık bir şirkette yönetim hakimiyetinde değişiklik meydana getirebilecek her türlü işlemi düzenlemeyi amaçladığı anlaşılmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun bu bakımdan ABD'den çok İngiliz sistemine benzediği söylenebilir. ABD'de William Act'in tüm hissedarlara en iyi fiyat uygulaması (best price) ve kısmi çağrıda oransallık gibi önemli kuralları ¹⁴²

¹⁴¹ Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka açık anonim ortaklık tanımı için bkz. 3. Bölüm.

¹⁴² %5 hisse yükümlülüğü çağrı olsun ya da olmasın tüm işlemlere uygulanmaktadır.

sadece “çağrı” ABD’de (tender offer) olarak kabul edilen işlemlere uygulanmaktadır.

Bir hisse devri neticesinde şirket kontrolü tamamıyla değişmiş olsa bile eğer işlem çağrı tanımı içine giren bir işlemle yapılmamışsa, yönetim kontrolünü sağlayan hisseler farklı fiyat uygulanabilmekte ve diğer hissedarların hisseleri ya düşük fiyat ile devir alınabilmekte ya da hiç devir alınmayabilmektedir.¹⁴³ Bu yüzden ABD hukukunda, yönetim kontrolüne sebep olan işlemin “çağrı” olarak kabul edilip edilmeyeceği çok önemli bir meseledir.

Türk hukukunda olduğu gibi İngiliz hukukunun da asıl odak noktası, işlemin çağrı (take over bid) olup olmadığı değil bir kontrol değişikliğinin veya girişiminin söz konusu olup olmadığıdır. Yukarıda ABD için verilen örnek İngiltere’ye taşındığında kontrolü sağlayan işlem İngiliz hukukuna göre, çağrı (“take over bid”) olarak kabul edilmese dahi, azınlık hissedarlar City Code Genel Kural 9.1 uyarınca yönetim hakimiyetini devreden hissedarlara ödenen fiyata eşit fiyatta hisselerini satma hakkına sahip olacaktır. Bu nedenle ABD hukukunun aksine Türk ve İngiliz hukukunda asıl önemli mesele yönetim hâkimiyetine yol açacak işlemin özel anlaşma mı yoksa çağrı mı olduğundan ziyade yapılan işlemin bir kontrol değişikliği meydana getirip getirmediği noktasındadır.

Sermaye Piyasası hukuku dışında rekabet hukuku da bir şirkette yönetim hâkimiyetinin ele geçirilmesine sebep olarak hem birleşme hem de hisse devralma işlemleri ile yakından ilgilidir. Ama rekabet hukukunun amacı, yatırımcıların korunması değil birleşme ve devralmanın tekelleşme ve kartelleşme meydana getirilmesi neticesinde rekabet ortamının zedelenmesine engel olmaktır. Rekabet ortamını bozmayan birleşme ve devralmalar rekabet hukukunun ilgili alanına girmez¹⁴⁴. Rekabet hukuku devralınan ortaklığın hissedarlarının zarar görmesi ile de ilgilenmez. Rekabet hukuku, mikro düzeydeki şirket ve şirket hissedarları ile değil makro düzeydeki piyasanın düzeni ile ilgilidir. Dolayısıyla halka kapalı bir şirketin yönetim hakimiyetinin ele geçirilmesi de rekabet hukukunun ilgi

¹⁴³ Eğer yönetim hakimiyetini elde eden kişi azınlık hissedarlarını ortaklıktan çıkarma suretiyle birleşme (freeze out) yapacaksa azınlık hissedarlarının bu durumda yapacakları tek şey devir fiyatının mahkeme tarafından belirlenmesini talep etmek olacaktır.

¹⁴⁴ Bkz. Ercüment Erdem, Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Rekabet Hukuku ile İlgili Makaleler, 2007, s. 132.

alanındadır. Oysa halka kapalı bir şirketin yönetim hâkimiyetinin ele geçirilmesi sermaye piyasası hukukunun ilgi alanı dışında kalır. Halka açık bir şirketin, aynı sektördeki diğer şirketleri ele geçirerek tekelleşmesi, bu şirketin ortaklarının yararına bir durum yaratabilir ve sermaye piyasasına yatırım yapmış yatırımcıları korumayı amaçlayan sermaye piyasası hukuku açısından burada bir problem yoktur. Oysa şirket ve hissedarlarının kârına olacak olan bu durum, toplum için faydalı olmayacağından rekabet hukuku bu birleşme veya devralmayı yasaklar. Dolayısıyla her iki hukuk alanı da şirket yönetim hâkimiyetini ele geçirme yolları olan birleşme ve hisse devralmaları ile ilgilenirken, konuya bakışları ve amaçları çok ayrıdır. Bu farklı bakış ve amacın sebep olduğu bir diğer farklılık da rekabet hukuku açısından birleşme ve devralmanın önemi, söz konusu işlemin piyasadaki rekabet koşullarını bozup bozmadığı noktasındadır. Ancak rekabetin bozulmasına sebep olan tek neden birleşme ve devralma değildir. Bir işletmenin BK md. 179 çerçevesinde tüm varlıkları ve borçlarıyla birlikte devralınması¹⁴⁵ başka işletmeler ile rekabeti bozucu anlaşmalar yapılması da aynı şekilde Rekabet hukuku alanına girer. Oysa halka açık bir şirketin, tüm aktiflerinin başka bir şirket tarafından satın alınması, belki başka açılardan sermaye piyasası hukuku alanına girse de Seri:IV No.44 Tebliği'nde tanımlandığı şekilde kontrol değişikliği anlamına gelmez. Örneğin, bu nedenle zorunlu çağrı yükümlülüğü doğmaz.

Bu bakımdan “birleşme”, “devralma” ve “yönetim hâkimiyetinin ele geçirilmesi” kavramları aynı olaya farklı farklı yaklaşan her bir hukuk dalı için ayrı ayrı tanımlanması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışmanın konusunun sermaye piyasası ve halka açık anonim ortaklıklar olması bakımından birleşme, devralma ve çağrıyı aşağıdaki şekilde tanımlayabiliriz:

Halka açık bir anonim ortaklığın yönetim hâkimiyetinde bir değişiklik meydana getirecek şekilde, bu şirketin kendi veya mevcut başka bir şirket ya da bu şirket ile mevcut şirketin yeni kurulacak bir şirket bünyesinde TTK ve ilgili diğer kanunlar çerçevesinde birleşilen şirketlerden en az birisinin hukuki varlığına son verecek

¹⁴⁵ Ticari işletme devri hususunda bkz. Sabih Arkan, Ticari İşletme Hukuku, 5. Bs., Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara, 1999, s. 6 vd.; Fatih Mehmet Arıcı, Ticari İşletmenin Aktif ve Pasifi ile Devri, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2008, s. 25.

şekilde birleşmesidir. Eğer birleşen şirketlerden hiç biri halka açık değilse bu şirketlerin birleşmesi hiç bir şekilde bu kapsama girmeyecektir. Eğer birleşen şirketlerden en az birinin halka açık şirket olması durumunda, birleşme sermaye piyasası mevzuatı kapsamında gerçekleştirilmesi gereken bir işlem olarak nitelenecektir.¹⁴⁶ Bu kapsamda söz konusu birleşmede SPK'nın Seri:I No.31 ve birleşme neticesinde yönetim kontrolünde değişiklik meydana geldiği takdirde Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine uyulması zorunlu olacaktır. Ancak söz konusu birleşme neticesinde halka açık şirketin yönetim kontrolünde bir değişiklik meydana gelmiyorsa, birleşme yine Seri:I No.31 Tebliğ hükümlerine göre yapılacak ancak SPK Seri:IV No.44 Tebliği md.6 uyarınca bir çağrı zorunluluğu ortaya çıkmayacaktır. Eğer halka açık şirket, birleşen diğer şirkete oranla daha küçükse birleşme neticesinde halka açık anonim ortaklığın yönetim kontrolü diğer şirketin kontrolüne geçebilecektir. Söz konusu birleşme neticesinde birleşmeye katılan halka açık anonim ortaklığın yönetim kontrolünde değişiklik meydana geldiğinde birleşme sonrası yönetime hakim olan kişi veya grup, hissedarlara hisselerini satın almak üzere çağrı yapmak zorunda olacaktır. Birleşmenin yanı sıra bir anonim şirketin yönetim kontrolünde değişiklik ortaya çıkaran diğer bir işlem ise oy haklarını temsil eden hisselerin devralınması suretiyle yönetim hâkimiyetinin ele geçirilmesidir. Anonim şirketlerde çoğunluk ilkesi esastır. Oy haklarının çoğunluğunu ele geçiren, ana sözleşmede özel bir imtiyazlı hisse grubu olmadıkça, yönetim kurulu üyelerinin seçimi dahil tüm önemli kararları tek başına alabilir. Oy haklarının çoğunluğunu ele geçirmekle şirket yönetim kurulunu belirleme gücü, dolayısıyla da şirketi temsil etme iktidarına sahip olur. Yine sermayenin çoğunluğunu olmasa da oy haklarında veya yönetim kurulunu belirleme yetkisine sahip imtiyazlı hisseleri devralan kişi şirket yönetimini belirleme yetkisine sahip olur. Yönetim hâkimiyetini ele geçiren kişi mevcut yönetim kurulunda hiçbir değişiklik yapmamış olsa dahi artık istediği zaman mevcut yönetim kurulu üyelerinin görevine son verme yetkisine sahip olduğundan yönetim hâkimiyetine sahiptir. Bu iktidarın hayata geçirme zamanı ve şekli iktidara sahip kişinin takdirinde olan bir konudur. Mevcut yönetim kurulu üyeleri de bu durumu öğrendikleri andan itibaren bu baskı altında hareket etmeye başlarlar.

¹⁴⁶ Bkz. SPK Seri:IV No.44 Tebliği.

Bu kapsamda yönetim hâkimiyetini oy haklarını temsil eden hisselerin devralınması veya bir başka şirket ile birleşme veya başka bir işlem neticesinde sahip olunan oy hakları veya yönetimi belirleme hakkı taşıyan imtiyazlı hisseler dolayısıyla ilgili kanunlar ve şirket ana sözleşmesi hükümleri çerçevesinde, halka açık bir şirketin yönetim kurulu üyelerini yasal olarak belirleme gücüne sahip olmak olarak tanımlayabiliriz.

Bir kişi, oy haklarının çoğunluğuna tek başına değil, yazılı veya sözlü diğer hissedarların akdettiği anlaşmalar ile yönetim kurulu üyelerinin tamamını değil ama bir kısmını belirleme hakkı elde etmişse, bu kişinin yönetim hâkimiyetine sahip olup olmadığına her olayın özelliklerine göre karar verilmesi gereken bir konu olacaktır. Bazı durumlarda oy hakkının çoğunluğu elde edilmiş ve başkalarına ait oyda imtiyazlı hisse olmasa bile, ana sözleşme veya bir kanun hükmü şirket sermayesinin belirli bir yüzdesinden fazlasına sahip olanların oy haklarını kullanması sınırlanmış veya diğer ortakların iznine tabi tutulmuş olabilmektedir. Böyle bir durumda şirketin oy haklarının çoğunluğunu elde eden kişi, sermayenin çoğunluğuna sahip olmasına karşın yönetim hâkimiyetine sahip olamamaktadır. Yine bankalar, aracı kurumlar ve kamu tarafından faaliyette bulunması lisansa tabi tutulmuş diğer şirketlerin hisselerinin belirli bir oranı aşacak şekilde el değiştirmesi, söz konusu alanları düzenleyen yasalarda yer alan hükümlerle ilgili kamu otoritesinin iznine tabi tutulabilmektedir. Buradaki yönetim değişikliği kontrolünün amacı özel izinle yapılabilen faaliyetin sadece ilgili kamu otoritesi tarafından onaylanan kişi ve kurumlarca yapılmasını sağlamaktır. Ancak, amaç bu olmasa da bu tür yasa hükümleri, bu alanlarda faaliyet gösteren şirketleri, yönetim kontrolü değişikliğinden koruma gibi bir işlev de üstlenmektedirler. Bir bankanın halka açıklık oranı %50'den fazla olsa bile, borsadan hisse toplayan ve TTK ve banka ana sözleşmesi hükümlerine göre şirket yönetimini belirleme hakkına bu şekilde sahip olan kişiye yönetim hâkimiyetini sağlayacak hisseleri devralması için, BDDK tarafından izin verilmediği takdirde yönetim kontrolü sağlayamamış olacaktır. Buna karşılık bankacılık faaliyet izni alabilecek nitelikte bir kuruluş, örneğin başka bir banka tarafından hisse senetleri borsada satın alınıp, gerekli devir izni de alındığı takdirde yönetim kontrolü ele geçirilmiş olacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

YABANCI HUKUK SİSTEMLERİNDEYÖNETİM KONTROLÜ DEĞİŞİKLİĞİ

§.3. Amerika Birleşik Devletleri Hukuku Bakımından

I. Genel Olarak

1960'lı yıllarda ABD menkul kıymet piyasalarında kontrol ele geçirme amacıyla ilan vermek suretiyle hisse toplanması (çağrı/tender offers) işlemlerinde önemli bir artış yaşanmıştır. ¹⁴⁷ Çağrı sayısında meydana gelen bu artışın önemli bir nedeni, kontrolü sağlamak amacıyla iki şirketin yasal birleşmesine gidildiğinde birleşmenin, birleşen şirketlerin genel kurul toplantısında onaylanmasını gerektiriyor olması, buna karşılıklı şirket hisselerinin satın alınması suretiyle şirket yönetiminin ele geçirilmesinde böyle bir genel kurul onayına ihtiyaç olmamasıdır. Eğer birleşme yeterli oy gücüyle desteklenmiş bir anlaşma ile yapılmıyor, yani birleşmeye ilişkin onay vermeye yetecek sayıda oy hakkına sahip bulunulmuyor ise bu durum onaya yetecek sayıda vekâlet toplanması ihtiyacını da doğurmaktaydı. ABD'de William Act'in yürürlüğe girmesinden önceki dönemde geçerli olan mevzuata göre, genel kurulda birleşme konusunun görüşülmesi ve bunun için vekâlet toplanması ayrıntılı kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmesini gerektirirken, ilk önce sessizce, sonra da verilecek bir ilan ile hisse senedi toplayarak kontrolün ele geçirilmesi herhangi bir yükümlülüğe tabi

¹⁴⁷ Bu konuda genel bilgi için bkz. Thomas Lee Hazen, The Law of Securities Regulation, Third Edition, V.2, West Publishing Co., 1995, s. 266.

olmadan gerçekleştirilebiliyordu. Zira bu dönemde çağrı, ne eyaletler ne de Federal düzeyde bir düzenlemeye tabi tutulmamıştı. 1968'de yürürlüğe giren William Act'ten önce kontrolü ele geçirmek isteyenler, bu boşluktan faydalanarak, kabul için sadece birkaç gün gibi kısa bir süre vererek, hisselerin tamamı için değil kontrolü ele geçirmeye yetecek sayıda hisseleri satın almak için kısmi teklif veriyordu. Hedef şirketin hissedarları teklifi kabul etmediklerinde, kontrol değişikliği gerçekleştiği zaman kim olduklarını ve amaçlarının ne olduğunu bilmedikleri kişilerin yönetimi altında, likit olmayan bir azınlık hissesi ile kalakalma riski karşısında teklifi kabul etme baskısı altında kalıyorlardı. İşte hissedarların bu şekilde hisselerini satma baskısı altında bırakılması ve ABD şirketlerinin bu şekilde ani yönetim kontrol değişikliklerine maruz kalmasının yarattığı toplumsal rahatsızlık bu konuda bir düzenleme yapılmasını gerekli kılmıştır. Bunun neticesi olarak 1968 yılında kabul edilen (Kanun, 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nda değişiklik yapmaktadır) William Act'in, esas olarak hissedarları kısa sürede ve baskı altında karar vermekten korumayı amaçladığı söylenebilir. Tasarıyı hazırlayan Senato Komitesi, yasayı düzenleme amaçlarını şöyle açıklamıştır. SEC'ye kayıtlı bir hisse senedinin %10 (daha sonra yapılan bir değişiklikle bu oran %5'e düşürülecektir) veya daha fazlasını ele geçirenlerin, ele geçirdikleri hisse miktarını, ele geçirmede kullandıkları fonları, hisseler ile ilgili yaptıkları tüm anlaşmaları, eğer şirket hâkimiyetini ele geçirme amaçları varsa; şirketi tasfiye etmek, aktifleri satmak, başka bir şirket ile birleştirmek gibi şirketin faaliyetlerinde ve ortaklık yapısında önemli bir değişiklik yapma gibi gayelerinin olup olmadığını açıklamaları gerekmektedir. Açıklamaların yetersiz olması durumunda SEC buna müdahale etme yetkisine sahip olacaktır.¹⁴⁸ Kongre'de yapılan görüşmeler sırasında da yasanın amacının, yatırımcıların çağrıyı yapanın bildiği tüm bilgileri bilmesini ve kararlarını bu şekilde yeterli bilgiye sahip olarak vermesini sağlamak olduğu ifade edilmiştir.¹⁴⁹

William Act'in temel amacının kontrol değişikliğinde, daha fazla kamuyu aydınlatmanın sağlanması ve hissedarlara yeterli zaman vermek suretiyle

¹⁴⁸ John C. Coffee, Regulating The Market For Corporate Control: A Critical Assessment of The Tender Offer's Role in Corporate Governance, Columbia Law Review, 1984, s. 741.

¹⁴⁹ Bu konuda bkz. Kenyon-Slade, s. 88.

hissedarlar üzerindeki baskının kaldırılması olduğu söylenebilir. ¹⁵⁰ Ancak, belirtmek gerekir ki, William Act'in getirdiklerinin hissedarları bu baskıdan kurtarmakta yeterli olup olmadığı hala tartışılan bir konudur. ¹⁵¹

William Act, 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanununa 13 (d), 13 (e), 14 (d), 14 (e) ve 14 (f) bölümlerini eklemek suretiyle değişiklik yapmıştır. Yasanın verdiği düzenleme yapma yetkisi uyarınca SEC konuyla ilgili düzenlemeler gerçekleştirmiştir.

William Act'te yer alan kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemeler üç ana başlık altında toplanabilir: (1) Exchange Act, Bölüm 13. (d)'de düzenlenen ayrıntılı kamuyu aydınlatmaya ilişkin hükümler, (2) Exchange Act Bölüm 14. (d)'de düzenlenen çağrının icrasına ilişkin hükümler, (3) Exchange Act Bölüm 14. (e)'de çağrı işleminde sahtekârlığın önlenmesine yönelik hükümler. ¹⁵²

William Act'in temel felsefesi, hissedarlara karar almaları için yeterli ve doğru bilgi ve gerekli zamanın verilmesi durumunda hissedarların baskıdan kurtulacakları sağlıklı kararı verecekleri anlayışına dayanmaktadır.

William Act'in kabulü başlangıçta çağrı yoluyla kontrol değişikliği büyüme hızını yavaşlatsa da piyasa geliştirdiği yeni tekniklerle söz konusu yasaya adapte olmakta gecikmemiştir. William Act sonrası geliştirilen yeni yöntemlerde, William Act'deki kamuya duyuru yapma eşiği olan sermayenin % 5'ine kadar sessiz olarak hisse alınmakta; sonra da uzlaşmasız çağrı (hostile tender offer) yapılarak kontrol ele geçirilmekte; kontrolün ele geçirilmesinden kısa bir süre sonra da teklifi kabul etmeyen hissedarları elimine etmek için ortaklıktan çıkarma yoluyla birleşme (freeze out) yoluna gidilmektedir. ¹⁵³ Daha agresif, iki aşamalı (two-tier) çağrılarda, hedef şirketin hisselerinin %50'si için piyasa fiyatının üzerinde primli bir fiyattan çağrı yapılırken, kontrolün ele geçirilmesi durumunda, geriye kalan hissedarların hisselerinin daha düşük bir fiyatla, ortaklıktan çıkarma

¹⁵⁰ Kenyon-Slade, s. 88.

¹⁵¹ Kenyon-Slade, s. 53.

¹⁵² Stephen M. Bainbridge, Corporate Law, 2nd. Edition, Foundation Press, New York, 2009, s. 361.

¹⁵³ Bainbridge, Corporate Law, s. 369; John C.Coffee / Joel Seligman, Securities Regulation-Cases and Materials 9th Edition, Foundation Press, New York, 2003, s. 742.

yolu ile yapılacak birleşmede (freeze out) satın alınacağı açıklanmaktadır.¹⁵⁴ Bu durumda da ortaklar, yapılan kısmi teklifi, kendileri kabul etmese dahi diğer ortaklar tarafından kabul edilir, kendileri dışarıda kalıp düşük fiyata razı olmak zorunda kalma endişesi ile teklifi kabul edebilmektedirler.¹⁵⁵

William Act'in bu tür ortakları baskı altına alan agresif çağrı yöntemlerine tam olarak engel olmaması, şirket yöneticilerinin de bunlara karşı savunma önlemleri geliştirmelerine yol açmıştır. İşte geliştirilen agresif çağrı yöntemleri ve bunlara karşı geliştirilen savunma önlemleri ABD'de kontrol savaşlarının yaşanmasına sebep olmuş ve çağrının tam bir hukuki mücadele alanına dönüşmesine sebep olmuştur.

Burada not edilmesi gereken önemli bir husus, çağrı konusunda aynı yıllarda düzenleme yapan ABD ve İngiliz hukukunun izlediği yolların oldukça farklı olduğudur.¹⁵⁶ Yukarıda da belirtildiği gibi William Act, esas olarak kamuyu aydınlatma ve yapılan işlemlerin sahtekârlık içerip içermediği ile ilgilidir. William Act'in ne ilk kanunlaştığı zaman ne de sonrasında, İngiliz hukukunda azınlık hissedarları korumak ve ortaklar arasında eşitlik sağlamak için getirilmiş zorunlu çağrı, kısmi teklifin belirli şartlara bağlanması gibi müesseselere yer verilmemiştir. ABD'de çağrı yönteminin (ve buna karşı yapılan savunmaların) hukuka uygun olup olmadığı meselesi esas olarak William Act kapsamına giren bir konu değildir. ABD'de kısmi teklif, iki aşamalı çağrı gibi kullanılan çağrı yöntemleri ile bu yöntemlere karşı geliştirilen savunma önlemlerinin hukuka uygunluğu, dolayısıyla yapılabilirliği şirketlerin tabi olduğu ilgili eyaletlerin şirketler hukukunu düzenleyen kanunları ve mahkeme içtihatları ile belirlenmektedir. Federal menkul kıymet yasalarının agresif yöntemlerle yapılan çağrıları önleme konusunda herhangi bir hükme sahip olmaması karşısında birçok eyalet, kendi bölgelerinde kurulu şirketleri ele geçirme saldırılarından korumak üzere kontrol değişikliğini zorlaştırıcı hükümler taşıyan kanunları (Anti-takeover statutes) kabul etmiştir. ABD şirketlerinin büyük bir kısmının kayıtlı olduğu

¹⁵⁴ Coffee/Seligman, s. 742.

¹⁵⁵ Hissedarların, diğer hissedarların ne yapacağını kestirememesi nedeniyle dışarıda kalma korkusuyla, birlikte hareket etmeleri ihtimalinde normal koşullarda kabul etmeyecekleri, kendileri için elverişli olmayan teklifi kabul etmeleri durumu oyun teorisindeki "prisoner's dilemma" olarak adlandırılan durum içinde değerlendirilmektedir.

¹⁵⁶ Kenyon-Slade, s. 53.

Delaware'deki mahkemelerin bu tür agresif çağrılara karşı poison pill (zehirli ilaç) gibi, şirketin hissedarı olan kontrolü ele geçirmek isteyen kişi aleyhine bariz eşitsizlik yarattığından bu bağlam dışında kabulü pek mümkün olmayan savunma önlemlerini onaylayan kararları ¹⁵⁷ neticesinde iki aşamalı two-tier çağrılarla artık ABD'de de pek karşılaşılmamaktadır. ¹⁵⁸

Ancak, her ne kadar yargı kararlarıyla onaylanan savunma önlemleri dolayısıyla yapılması zor ve maliyeti oldukça yüksek olsa da ABD'de iki aşamalı çağrı yapılmasında yasal bir engel bulunmamaktadır. ¹⁵⁹ Bu şekilde yapılan bir çağrının durdurulabilmesi için bir mahkemenin bir ihtiyati tedbir kararına ihtiyaç duyulmaktadır. ¹⁶⁰ İngiltere'de ise City Code Kuralları, kontrol ele geçirmeye yol açacak şekilde kısmi çağrı yapılmasını tamamen yasaklamıştır. Yani ABD'de yasal olarak yapılabilen kısmi çağrının İngiltere'de yapılması mümkün değildir. Dolayısıyla ABD hukukunun aksine İngiliz hukukunun, kontrol değişikliğinde yatırımcılar üzerinde kısmi teklif ve iki aşamalı teklif nedeniyle oluşan “prisoner’s dilemma” olarak nitelendirilen teklifi kabul etme baskısını, tamamen bertaraf ettiği söylenebilir.

Aslında kısmi teklifin uygulanmasına ilişkin bu farklılık ABD ve İngiliz hukukunun kontrol değişikliğine bakıştaki temel farklılığın bir yansımasından başka bir şey değildir. William Act, sadece çağrıyı (tender offer) düzenlerken, ¹⁶¹ İngiltere'de Code Kuralları yalnızca çağrıyı değil, çağrının da içine dahil olduğu tüm şirket kontrol değişikliklerini kapsamı ve koruması altına almıştır.

¹⁵⁷ Delaware mahkemelerinin bu tutumunu en iyi özetleyen karar, Unocal v. Mesa Petroleum Co. davasında verilmiş olan tarihi öneme sahip karardır. Dava konusu olayda hedef şirket, anlaşmasız olarak yapılan iki aşamalı (two-tier) teklife karşı, kendi hisseleri için savunma amaçlı çağrı yapmış ve mahkeme, hedef şirketin yaptığı bu çağrıyı hukuka uygun bulmuştur. Unocal v. Mesa Petroleum kararı için ayrıca bkz. Kenyon-Slade, s. 57.

¹⁵⁸ Kenyon-Slade, s. 56-57.

¹⁵⁹ Kenyon-Slade, s. 57.

¹⁶⁰ Çağrı süreci başlamış ve devam ederken süreci durdurabilmek için mahkeme kararının çok kısa bir zamanda alınması gerekmektedir. Bu durumda mahkemenin nihai kararından önce bir ihtiyati tedbir kararı talep etmek gereği doğmaktadır.

¹⁶¹ William Act (Exchange Act) 13 d hükmünde düzenlenen sermayenin %5 ve fazlasının ediniminde ortaya çıkan bildirim yükümlülüğü, gerek borsa gerekse borsa dışı her tür alımları kapsıyor olmakla birlikte bu hükmün amacı da muhtemel bir çağrıdan hissedarları haberdar etmek, onları uyarmaktır. William Act'in diğer hükümleri ise tamamıyla çağrıya ilişkindir. Dolayısıyla William Act'in tamamıyla çağrıya ilişkin bir düzenleme olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Kontrol değişikliği hukuku bağlamında ABD’de hissedarlar arasında bir eşitlik kuralı vardır; ama bu eşitlik sadece kontrolün ele geçirilmesine sebep olan işlem “çağrı” (“tender offer”) olarak nitelendirildiği takdirde söz konusu olur. Eğer işlem, çağrı/tender offer olarak kabul edilmiyorsa isteyen isteyene dilediği şekilde, dilediği fiyattan hisse satabilir. Dolayısıyla çağrı oluşturmayan bir işlemde hissedarlar arasında bu anlamda geçerli olması söz konusu olacak bir eşitlik kuralı yoktur. Zira kontrol değişikliği bağlamında hissedarlar arasında eşit fiyat uygulaması (“best price rule”) Willam Act içinde (md.13 D) düzenlenmiş olup söz konusu hüküm, sadece çağrı/tender offer olarak kabul edilen işlemlerde uygulanmaktadır. Yani ABD’de eşitlik, çağrı/tender offer işlemine katılma hakkı olan hissedarlar arasındaki eşitliktir. Çağrı/tender offer olarak kabul edilen bir işlemde ise eğer çağrı fiyatı sonradan yükseltilmişe, önceden daha düşük fiyatla çağrıyı kabul edenler, yükseltile fiyattan yararlanma hakkına sahip olmaktadır. Buna karşı, ABD hukuku, şirket kontrolü, çağrı olmaksızın, özel anlaşma ile borsa dışında ya da borsada hisse alımı ile geręekleřmiře kontrolün değişmesine yol açan hisseleri satanlar ile hisselerini satma fırsatı bulamayan hissedarlar arasında bir eşitlik sağlamaz. Örneğin bir kişi, borsada veya borsa dışında çağrı tanımına girmeyen bir veya birden fazla işlem ile hisse başına 10\$ ödeyerek kontrolü sağlayan sayıda hisseleri devralmışsa, öteki hissedarların hisselerini alma yükümlülüğü altında olmadığı gibi hisseleri satın almak istediğinde ötekilere ödediğinden daha düşük bir fiyatla, örneğin 5\$’dan satın alabilir. Çağrı dışında bir yöntemle kontrol değişikliğine uğrayan şirketin hissedarları, bir anda kim olduklarını bilmedikleri bir yönetimle karşı karşıya kalsalar yine de Wiliam Act’ın korumasından faydalanamayacaklardır.

Buna karşın İngiltere’deki kontrol değişikliği hukuku ve uygulaması, Takeover Panel (Panel) tarafından oluşturulan City Code kuralları ile oldukça farklı yönde gelişmiştir. Biraz yukarıda değinildiği gibi City Code kuralları ile sadece çağrı değil tüm yönetim kontrol değişiklikleri düzenlenmiştir. ABD’nin aksine sadece çağrı (takeover bid) yöntemiyle değil her türlü kontrol değişikliğinde hissedarlara eşit davranılması ve azınlıkta kalan hissedarların korunması kuralını getirmiştir. Eşitlik, City Code’un bir numaralı Genel Prensibidir. Genel Prensip 1’e göre, hedef şirketin aynı grup hisselerine sahip hissedarlara eşit davranması zorunludur.

Bir kişi tarafından bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesi durumunda o şirketin diğer hissedarları korunmalıdır. Söz konusu eşitlik prensibinden türeyen, kontrolün sağlanması durumunda diğer hissedarlara zorunlu ağrı yapma zorunluluğu (“zorunlu ağrı”/“mandatory offering”) İngiliz hukuku ve uygulamasını ABD’den tamamen farklılaştırmıştır. Yukarıda ABD için verilen örneğe geri dönersek, aynı durum İngiltere’de de söz konusu olduğunda borsa dışı veya borsada yapılan alımlarla kontrolü ele geçiren kişi (ve/veya birlikte hareket eden kişiler), diğer hissedarların hisselerini almak üzere kontrolü ele geçirirken ödediği en yüksek bedel ile (10 \$) öteki hissedarların hisselerini almak zorunda olacaktır.

Kontrol değişikliğine ilişkin ABD hukukunu, İngiliz hukukundan farklılaştıran diğer bir City Code kuralı da, hedef şirketin savunma önlemi alması için genel kurulda hissedarlardan onay alma zorunluluğu getiren City Code Kural 21 olmuştur. City Code’daki bu kural, savunmaya ilişkin karar genel kurul kararına dayandığından yönetim kurulu üyelerine savunma önlemleri sebebiyle dava açılması yolunu oldukça sınırlamıştır. Zaten İngiltere’deki City Code düzenlemelerinde kontrol değişikliği sürecinde taktiksel davalara engel olunması temel amaçlardan biridir. ABD’de ise agresif ağrı yöntemlerine karşı hedef şirket yöneticileri tarafından dava açılırken, çağrıya karşı başvurdukları savunma önlemleri nedeniyle hedef şirket yönetim kurulu üyelerine karşı da çok sayıda dava açılmaktadır. Bunların yanı sıra ABD’de, İngiltere’deki Panel gibi kontrol değişikliğine ilişkin ayrıntılı düzenleme yapan, bu düzenlemeler çerçevesinde ağrı ve savunma önlemlerine ilişkin her aşamada görüş ve onay veren, anlaşmazlık durumunda anlaşmazlığı çözen bir kurumun olmayışı, ABD’de ortaya çıkan tüm anlaşmazlıkların yargıya taşınmasına sebep olmuştur. Bu da Amerika’da ağrı işleminde yargı kararlarının oldukça önemli olmasına sebep olmuştur. Böylece kontrol değişikliği ve ağrı işlemlerine ilişkin olarak İngiltere’de çok fazla sayıda uyuşmazlık ortaya çıkmazken, City Code kuralları ve Panel kararlarıyla şekillenirken ABD’de çok fazla uyuşmazlık mahkeme kararlarına yansımıştır.

Burada değinilmesi gereken bir husus da hedef şirket hissedarlarının kontrol değişikliğinde bu kadar korunmasına neden ihtiyaç duyulduğudur. Gerçekten

ABD’de yapılan çalışmalar hedef şirketin hissedarlarının çağrının açıklanmasıyla ortalama %30 oranında bir kazanç sağladığını göstermiştir. Dolayısıyla daha fazla belirsizlik içinde bulunan şirket çalışanları, tahvil sahipleri ve ele geçiren şirketin ortakları varken, hedef şirket ortaklarının korunmasına neden bu kadar önem verilmektedir? Hedef şirketin hissedarları kontrol değişikliğinden kazananlar ise neden özel bir düzenlemeye ihtiyaç vardır? Bu argümanlara verilen standart yanıt, kontrol değişikliğinde hedef şirket hissedarlarının özel bir baskı sorunu ile karşı karşıya olduğudur. Hedef şirketin hissedarları dağılık durumda olduklarından birbirlerinden habersiz hareket ederler, özellikle iki aşamalı kısmi teklifte dışarıda kalma endişesi ile bu hisselerle bir kişi sahip olsa, bu kişinin kabul etmeyeceği teklifi kabul ederler.¹⁶² Ayrıca çağrı düzenlemeleri olmaması durumunda yukarıda sözü edilen kontrol değişikliği neticesinde elde edilen kazançtan sadece bazı hissedarlar faydalanmaktadır.

ABD’de sermaye piyasası hukuku kontrol değişikliğine ilişkin olarak ortakların haklarını korumak bakımından sadece çağrı işlemine ilişkin düzenleme yapmış olmasına karşın yönetim kontrol değişikliğinin diğer bir yöntemi olan birleşme işleminde ortakların haklarının korunması ilgili eyaletlerin ticaret hukuku çerçevesinde mümkün olmaktadır. Özellikle ortaklıktan çıkarma yoluyla birleşme (freezeout merger) bir hissedarın kendi isteği hilafına şirket ortaklığından çıkarılmasına yol açması bakımından kontrol dışındaki hissedarların korunmasını gerektiren bir husustur. ABD’de ortaklıktan çıkma yolu ile birleşmede hissedarlık hakları, SEC düzenlemeleri ile korunmadığından, ancak şirketler hukuku hükümleri çerçevesinde mahkemeler tarafından verilen kararlar ile korunmaktadır. Aşağıda öncelikli olarak ABD’de birleşmede hissedarların hakkının korunması incelenecektir. Daha sonra ise Federal menkul kıymet düzenlemelerinde yer alan çağrıya ilişkin hükümler ele alınacaktır.

¹⁶² Coffee, s. 743.

II. ABD’de Şirket Birleşmeleri Hukuku

A. Genel Olarak

Eğer yönetim kontrol değişikliği uzlaşma ile yapılıyorsa ve hedef şirket hakim hissedarı birleşme kararını alacak yeterli oya sahip ise yönetim kontrolünü elde etmek isteyen taraf ile hedef şirketin yönetim kontrolüne sahip olan taraf aralarında varacakları anlaşma ile şirket yönetim kontrolünü sağlayan hisseleri devredebilecekleri gibi doğrudan hedef şirketin kontrolünün yönetim kontrolünü elde etmek isteyen tarafa geçmesine yol açacak şekilde hedef şirket ile kontrolü ele geçirmek isteyen şirketin birleşmesine karar verebilirler. Dolayısıyla uzlaşmalı yönetim kontrol değişikliğinde, yeterli çoğunluğa sahip olunması durumunda çağrı veya vekalet toplanmasına gerek olmaksızın yönetim kontrolünün değişmesi ve hedef şirketin başka bir şirket bünyesinde birleştirilmesi mümkün olmaktadır. Eğer yönetim kontrol değişikliği uzlaşmalı olmasına karşın hedef şirket hakim ortağının birleşme kararı almaya yetecek oy gücü yoksa bu kez hedef şirket yönetiminin de desteğiyle ilk önce çağrı ve/veya vekalet toplama suretiyle yeterli oy gücünün elde edilmesi ve birleşme kararının bundan sonra alınması gerekecektir. Öte yandan ABD’de uzlaşmasız olarak gerçekleşen yönetim kontrol değişikliğinden sonra da genel olarak hedef şirket, ortaklıktan çıkarma yoluyla ele geçiren şirketin bir iştiraki ile birleştirilmektedir. Söz konusu birleşme neticesinde hedef şirket hissedarlarına, sahip oldukları hissenin bedeli olarak bir ödeme yapılmaktadır. Türk ve İngiliz hukukunda böyle bir durumda yönetim kontrolünün değişmiş olması sebebiyle zorunlu çağrı yükümlülüğü doğarken ABD hukukunda zorunlu çağrı federal düzeyde düzenlenmemiş olduğundan şirket hissedarları için zorunlu çağrı yapılması ancak ilgili eyaletin şirketler hukukunu düzenlemelerinde böyle bir zorunluluk varsa mümkün olmaktadır. Ancak genel olarak söylenirse ortaklıktan çıkma yoluyla birleşmede hissedarların talepleri hisse bedelinin adil olarak belirlenmesini talep etmek ile sınırlı olmaktadır.¹⁶³ Söz konusu hakka,

¹⁶³ ABD Eyaletlerinin bazılarında kabul edilen Yönetim Kontrol Değişikliği Karşıtı Yasalarında (“Anti-Takeover Statutes”), kontrol ele geçirilmesi bağımsız hissedarların onayına tabi

hisselerin değerlendirilmesini isteme (“appraisal right”) denilmektedir. Eyaletten eyalete geçişle birlikte söz konusu değerlendirme talep etme hakkı, yalnızca ortaklıktan çıkarma yolu ile birleşmede değil aynı zamanda şirket varlıklarının tamamının veya önemli bir kısmının satışı, şirket ana sözleşmesinin önemli ölçüde değiştirilmesinde de uygulanabilmektedir.¹⁶⁴

Hisse değerlendirme yöntemi olarak yine eyaletten eyalete geçişle birlikte, esas olarak üç yöntemden biri veya bu yöntemlerin her birine göre hesaplanan değerlerin ağırlıklı ortalaması kullanılmaktadır. Değerlemede kullanılan yöntemler gelecekte ödenecek temettülerin bugünkü değeri (the present value of future dividends), şirketin aktiflerinden, yükümlülüklerinin düşülmesi ile hesaplanan şirketin defter değeri (book value) ve hisselerin piyasa (market value) değeridir.¹⁶⁵

B. Ortaklıktan Çıkarma Yoluyla Birleşme (Freeze Out Merger)

ABD’de uzlaşmalı veya uzlaşmasız çağrı veya başka bir yöntemle hedef şirketin yönetim hakimiyetinin ele geçirilmesinden sonra genel olarak geri kalan azınlık hisselerini elimine etmek amacıyla ortaklıktan çıkarma yoluyla birleşme “freeze out merger” yöntemine başvurulmaktadır. Sözü edilen yöntemde genellikle kontrolü ele geçiren şirketin %100’üne sahip olduğu bir iştiraki ile hedef şirket birleştirilmektedir. Birleşme iştirakin bünyesinde gerçekleştiğinden birleşme sonrasında hedef şirketin tüzel kişiliği sona ermektedir. Hedef şirketin hissedarlarına, sahip oldukları hedef şirket hisseleri karşılığında, bünyesinde birleşilen şirketin hisseleri değil, nakit verilmektedir. Böylece hedef şirketin teklifi kabul etmemiş ya da kendilerine teklif götürülmemiş olan kontrol dışı hissedarlarının ortaklığı iradeleri dışında sona erdirilmiş olmaktadır. Söz konusu birleşme neticesinde hedef şirket, kontrolü ele geçiren şirketin %100’üne sahip olduğu bir iştirakinin bir parçası haline gelmektedir. Genel olarak ABD’de bu yöntemin tercih edilmesindeki amacın, hedef şirketin halka kapanmasına böylece

tutulabilmekte veya belirli bir süre için hedef şirketin başka bir şirketle birleşmesi engellenebilmektedir. Bazı eyaletlerde ise zorunlu çağrıya benzer düzenlemeler bulunmaktadır.

¹⁶⁴ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, 2nd. Edition, Foundation Press, New York, 2009, s. 87.

¹⁶⁵ Delaware’de Delaware block method olarak adlandırılan bu değerlendirme yöntemi kullanılmaktadır. ABD’de birleşmede hisse değerlendirilmesini talep etme hakkı konusu için bkz. Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 92; Kenyon-Slade, s. 73 vd.

halka açık şirketlere ilişkin kural, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve denetime tabi olmadan sürdürülmesi olduğu söylenebilir.¹⁶⁶

ABD’de bazı eyaletlerde yönetim kontrolü değişikliğinden sonra ortaklıktan çıkarma yoluyla birleşmeye gidilmesine ilişkin sınırlamalar getirilmektedir. Örneğin New York ve Delaware yasaları, hedef şirketin sermayesinin belirli bir yüzdesinin (New York %10 Delaware’de %15) ele geçirilmesi halinde, hedef şirketin belirli bir süreyle birleşme veya benzeri bir yeniden yapılandırmaya gitmesini engellemektedir.¹⁶⁷ Ayrıca şirket ana sözleşmesinde bu tür durumlar için, ağırlaştırılmış karar ve toplantı yeter sayısı aranarak bu yöntemin uygulanması ana sözleşme hükümleriyle de engellenebilmektedir.

ABD’de kontrolü ele geçiren şirketin hedef şirketin sermayesinin %90 veya daha fazlasını ele geçirmesi durumunda birleşme basit usulle (short form) yapılabilmektedir. Buna göre, hedef şirketin oy haklarının % veya daha fazlasının ele geçirilmesi durumunda, geriye kalan hissedarların paylarını satın alma hakkı kazanılmaktadır. Basit usulle yapılan birleşmenin diğer birleşme yöntemlerinden en önemli farkı, bu yöntemde birleşmeye katılacak olan hedef şirketin genel kurulunun karar almasına gerek olmamasıdır. Şirketin kontrol dışı hissedarlarının, ortaklığının sona ermesine sebep olacak birleşme kararı için %90 veya daha fazla oy hakkına sahip olan tarafın karar alması yeterli olmaktadır. Kısa birleşme yönteminin, diğer birleşmelerden bir farkı da, bu birleşme yasa ile tanınmış bir hak olduğundan, söz konusu birleşme kararına yönelik olarak, dürüstlük kuralına ya da azınlığa karşı olan özen ve sadakat yükümlülüklerine aykırı davranıldığı gerekçesiyle karşı çıkılmasının hukuken mümkün olmamasıdır. Bu durumda kısa usulle yapılan birleşmede birleşmeye karşı çıkan kontrol dışı hissedarların başvurabilecekleri tek yol hisselerin değerlemesini istemek olmaktadır. Hisselerin değerlemesini talep etme hakkı (appraisal right) birleşme bedelinin nasıl ödendiğinden bağımsız olarak tüm kısa form birleşmelerde hissedarlar tarafından kullanılabilen bir haktır.¹⁶⁸

¹⁶⁶ Kenyon-Slade, s. 59.

¹⁶⁷ Kenyon-Slade, s. 60.

¹⁶⁸ Delaware General Corporation Law Sec. 253(d) 262; bkz. Kenyon-Slade, s. 62.

Eyaletten eyalete göre değişmekle birlikte hissedarların değerleme talep etme hakkını kullanmaları bazı şartlara tabi tutulmuştur. ABD’de Delaware şirketler hukukuna göre bir ortağın bu hakkı kullanması için; (1) hissedarın birleşmenin gerçekleşme tarihine kadar hissesini kesintisiz olarak elde tutması (2) hissedarın birleşme işlemi lehine oy kullanmamış veya bu işleme yazılı olarak rıza göstermemiş olması ve (3) söz konusu hakkı kullanacağını birleşmenin oylanmasından önce şirkete bildirmiş olması gerekmektedir.¹⁶⁹

ABD’de Delaware Yüksek Mahkemesi tarafından verilen kararlar ile geliştirilen uygun ticari amaç (“proper business purpose”) prensibi ortaklıktan çıkarma suretiyle birleşme uygulamaları için önem taşımaktadır.¹⁷⁰ Delaware Yüksek Mahkemesi tarafından bu konuda verilen ilk karar,¹⁷¹ ortaklıktan çıkarma suretiyle birleşme işlemi oldukça sınırlayıcı nitelikte olmuştur. Sözü edilen mahkeme kararına göre, eğer ortaklıktan çıkarma yoluyla birleşme, yalnız kontrol dışında kalan hissedarları ortaklıktan çıkarma amacıyla yapılmışsa, bu birleşme geçersizdir. Birleşme neticesinde hissedarlara ödenen hisse bedelin adil olup olmadığına da bu bakımdan önemi yoktur. Belirlenen fiyat adil olsa dahi uygun bir ticari amaç yoksa birleşme geçersizdir. Dolayısıyla birleşmenin geçerli olması için birleşmenin hissedarları elimine etme dışında başka ve geçerli bir ticari sebebinin olması gerekmektedir. Bu karara göre, aynı mahkeme 1983 yılında, uygun ticari amaç prensibinden farklı yönde bir karar almıştır.¹⁷² Buna göre, birleşme yasalarda belirlenmiş hükümlere uygun yapılmaktadır. Yasalar çoğunluğa, bu yönde karar alma (kontrol dışı hissedarları ortaklıktan çıkarma) yetkisi vermektedir. Dolayısıyla yasanın verdiği bu yetki, mevzuat hükümlerine uygun olarak kullanıldığı; birleşme işlemi, hile veya hukuka aykırılık ve tarafların özen ve sadakat yükümlülüklerine (fiduciary duties) aykırılık nedenleriyle sakatlanmadığı sürece hukuken geçerli bir şekilde kullanılabilir. Birleşme işlemi mevzuata ve hukuka uygun olduğu sürece kontrol dışı hissedarlar, birleşmeye engel olma hakkına sahip değildir. Eğer birleşme neticesinde ödenen hisse bedeli

¹⁶⁹ Bainbridge, *Mergers and Acquisitions*, s. 88.

¹⁷⁰ Yeni TTK’da buna benzer bir hak tanınmıştır. TTK’da bu hakkın kullanılması için genel kurulda olumsuz oy kullanılması gibi bir şart öngörülmemiştir. Bu konuda bkz. §9 IV F.

¹⁷¹ Delaware Yüksek Mahkemesi’nin 1977 yılında aldığı *Singer v. Magnavox Co.* kararı için bkz. *Kenyon-Slade*, s. 64.

¹⁷² *Weinberger v. UOP Inc.* kararı için bkz. *Bainbridge, Mergers and Acquisitions*, s. 121 vd.

adil değilse bu durumda hissedarların yapabilecekleri tek şey, adil hisse fiyatının yargı kararlarıyla belirlenmesini talep etmek, yani değerlendirme talep etme (appraisal right) hakkını kullanmaktadır.¹⁷³ Buna karşın, birleşme işlemi hile veya benzeri bir hukuka aykırılık ile sakatlanmışsa, bu durumda hissedarların, değerlendirme talep etmenin dışında birleşmenin iptalini talep etme hakları söz konusu olabilecektir.¹⁷⁴ Delaware Yüksek Mahkemesi, Weinberger davasında Amerika kontrol değişikliği hukukunda merkezi rol oynayan bir kuram geliştirmiştir. Söz konusu mahkeme kararında adillığın, adil işlem ve diğerleri ve adil fiyat olmak üzere iki cephesi bulunmakta olduğu ifade edilmiştir.¹⁷⁵ Adil işlem, işlemin ne zaman planlandığı, nasıl başladığı, planlandığı ve görüşüldüğü, yönetim kuruluna nasıl açıklandığı ve yönetim kurulu üyeleri ve genel kurulun onayının nasıl alındığı sorularının irdelenmesini gerektirir. Adil fiyat ise birleşmenin ekonomik ve finansal sonuçları, hedef şirket fiyatını etkileyecek piyasa fiyatı, aktiflerinin değeri gibi faktörlerin irdelenmesini gerektirir.¹⁷⁶ Mahkemeye göre içinde hile olmayan bir işlemde hisse fiyatı öncelikli olarak dikkate alınması gereken faktör olmalıdır. Mahkeme ayrıca, dürüstlüğün ortaya konması bakımından, birleşme görüşmelerinde bir tarafın dışarıdan atanan bağımsız üyeler ile temsil edilmesinin ve birleşmenin bağımsız azınlık hissedarlar tarafından onaylanmış olmasının önemli göstergeler olduğunu ifade etmiştir.¹⁷⁷

ABD’de Delaware mahkemeleri, hedef şirketin hissedarlarının özen ve sadakat borcuna aykırılık, yetersiz kamuyu aydınlatma, nitelikli dolandırıcılık gibi sebeplerle açtığı davalarda ispat yükü bakımından birleşen iki şirketin birbirleriyle ilişkili olup olmadığına göre ayırım yapmaktadır. Delaware mahkemeleri, birbirleriyle ilişkili olmayan iki tarafın birleşmesinde yönetim kurullarının aldığı kararları, ABD hukukunda genel olarak yönetim kurulu üyelerinin kararlarına uygulanan kararların ticari kararların yerinde olduğu (business judgment rule) karinesinden faydalandırmaktadır.¹⁷⁸ Bu durumda ispat yükü davacıya ait olmaktadır. Davacı yönetim kurulu üyelerinin iyi niyetli olmadıklarını veya özen

¹⁷³ Kenyon-Slade, s. 64.

¹⁷⁴ Kenyon-Slade, s. 66.

¹⁷⁵ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 101.

¹⁷⁶ Kenyon-Slade, s. 84.

¹⁷⁷ Kenyon-Slade, s. 84.

¹⁷⁸ Business judgment rule için bkz. §3 V C.

yükümlülüğüne aykırı davrandığını ispat etmekle yükümlü olmaktadır. Buna karşı her iki tarafı da şirket kontrolünü ele geçiren tarafın temsil ettiği bir birleşmede ise kontrolü ele geçiren ve onun belirlediği yönetim kurulu üyeleri, işlemin tümüyle adil (entire fairness) olduğunu ispat etmekle yükümlü olmaktadır.¹⁷⁹ Yukarıda belirtildiği gibi, bu durumda kontrolü ele geçiren hem işlemin hem de belirlenen fiyatın adil olduğunun ispatlaması gerekecektir.

ABD’de Weinberger kararından sonra birçok şirket, hissedarları ortaklıktan çıkarma suretiyle yapılan birleşmelerde kontrol dışı hissedarlarının çıkarlarını gözetme işlevini görmeleri bakımından bağımsız yönetim kurulu üyesi atama yoluna gitmişlerdir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin atanması, ispat yükünün karşı tarafa geçmesi neticesini doğurmaktadır. Bununla birlikte sadece bağımsız yönetim kurulu üyelerinin atanmış olması, azınlık hissedarlarına karşı her yönüyle adil (entire fairness) davranıldığını göstermeye yeterli olmamaktadır.¹⁸⁰ Mahkeme kararlarına göre, aynı zamanda çoğunluğa sahip olan tarafın anlaşma hükümlerini tek başına dikte etmiyor olması ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğa sahip hissedara karşı gerçek bir karşı koyma gücüne sahip olması aranmaktadır.¹⁸¹ Khan v. Lynch Communication System Inc. davasında mahkeme, çoğunluk hissedarın azınlığa sözleşme hükümlerini dayatıyor olması nedeniyle, bağımsız komite atanmış olmasını ispat yükünün yer değiştirmesi için yeterli görmemiştir.¹⁸²

¹⁷⁹ Azınlığı ortaklıktan çıkararak yapılan birleşmede kontrolü ele geçiren, birleşme kararının alınması sırasında her iki şirkette de çoğunluğa sahip olduğundan kendi kendine işlem yapıyor konumunda kabul edilmekte bu yüzden de ABD hukuku, söz konusu birleşme işleminin tamamıyla adil (entirely fair) olduğunun ispat yükünü kontrolü ele geçirene yüklemektedir. Bu konuda bkz. Kenyon-Slade, s. 83.

¹⁸⁰ Kenyon-Slade, s. 96.

¹⁸¹ Khan v. Lynch Communication System Inc. davası için bkz. Kenyon-Slade, s. 86.

¹⁸² Khan v. Lynch Communication System Inc. davası için bkz. Kenyon-Slade, s. 86.

III. William Act Hükümleri

A. Çağrı (Tender Offer) Tanımı

William Act, çağrıyı düzenliyor olmasına karşın yasa içinde çağrının tanımı yapılmamıştır. Uygulamaya esneklik sağlaması için yasa içinde bir tanıma bilinçli olarak yer verilmediği, böylece hangi işlemlerin çağrı kapsamına girdiğinin belirlenmesinin, yargı kararlarına bırakıldığı belirtilmektedir.¹⁸³ Buradaki amacın, katı bir tanımlama yapılması durumunda bu tanıma giren işlemlerden kaçınmanın, bu tanıma girmeyen ancak aynı sonuca çıkan işlemlere başvurulmasına engel olunması olduğu ifade edilmektedir.¹⁸⁴ 1979 yılında SEC, Kural 14 (d)-1(b) (1)'de yapacağı değişiklik sırasında çağrı tanımına mevzuatın içinde yer vermek konusunda bir çalışma başlatmıştır. Ancak SEC'nin taslak olarak kamuya sunduğu tanıma gelen eleştiriler neticesinde SEC mevzuat içinde bir çağrı tanımı yapmaktan vazgeçmiştir.¹⁸⁵

William Act'te çağrı tanımının yapılmamış ve bir yerde yargıya bırakılmış olmasına rağmen, bir işlemin çağrı olarak kabul edilmesi ile kabul edilmemesi arasındaki fark oldukça önemlidir. İşlem "çağrı"/tender offer olarak kabul edildiğinde, inter alia, (1) ayrıntılı kamuyu aydınlatma yükümlülükleri doğmakta, (2) çağrı döneminde eşit fiyat ve oransallık prensibinin uygulaması söz konusu olmakta, (3) çağrı sahibine çağrı döneminde çağrı prosedürü dışında işlem yapma yasağı uygulanmakta, (4) çağrının 20 iş günü süre ile açık kalması gibi kurallar uygulanmakta, (5) çağrı öncesi dönemde çağrı yapılacağı kamuya duyurulmadan bu bilgiye sahip olanların hisse alımları yasadışı kapsamına girmekte ve yasadışı belirlenen kurallara aykırılık özel sahtekarlık suçlarına tabi olabilmektedir. Buna karşı söz konusu işlem çağrı değil de borsa dışı özel anlaşma veya borsada yapılan bir alım işlemi olarak kabul edildiğinde söz konusu işlem ve işlemi yapan kişi, hisselerin elde edilmesinden sonra yapılması gereken kamuyu aydınlatma yükümlülüğü (post-acquisition disclosure) dışında yukarıda sayılan yükümlülük

¹⁸³ Kenyon-Slade, s. 135.

¹⁸⁴ Bainbridge, Corporate Law, s. 369; Kenyon-Slade, s. 135.

¹⁸⁵ Kenyon-Slade, s. 142.

ve kuralların hiçbirine tabi olmamaktadır. William Act'de çağrı tanımının yer almaması sebebiyle bir işlemin çağrı olup olmadığına ilk karar verecek kişi bu işlemi yapan kişinin kendisi olmaktadır. Eğer kişi, giriştiği hisse satın alma işleminin çağrı olmadığını düşünüyorsa SEC'ye 14 (d) kapsamında bir başvuru yapmadan ve William Act kurallarına uymadan hisseleri toplamaya devam edecektir. Ancak söz konusu işlemin daha sonra çağrı olarak kabul edilmesi halinde kurallara uymaması sebebiyle bazı müeyyidelere tabi olabilecektir.

Bazı işlemlerin, örneğin William Act'e uygun olarak SEC'ye kayıt başvurusu yapılarak ya da başvuru olmasa bile bir gazetede ilan verilerek başlatılan alım fiyatı ve süresi belirli klasik bir çağrının "çağrı" niteliğinde olduğundan kuşku duyulmaz.¹⁸⁶ Ancak ABD'de William Act'e uygun olarak yapılan çağrının yanı sıra "street sweep" olarak adlandırılan, çok kısa sürede yüksek tutarlarda borsa dışında yapılan alımlarla kontrol ele geçirme girişimlerine rastlanılmaktadır. Borsa dışı alımlar, ele geçiren kişiye, şirketin kontrolünü ele geçirmek için ödemesi beklenen fiyata yaklaşmadan hedef şirket hisselerinin bir kısmını ele geçirerek belirli bir mevzi kazandırmaktadır. Bundan sonra da genellikle William Act'e uygun resmi çağrı yapılmaktadır. Sık sık bu tür borsa dışı alımlar başlamadan önce, alım yapacak kişinin, şirkette önemli bir tutarda pay alacağı açıklaması yapılmaktadır. Söz konusu borsa dışı ve kısa süre içinde gerçekleşen agresif alımların çağrı teşkil edip etmediği, yani William Act hükümlerine uyulmadan yapılıp yapılamayacağı ABD'de tartışılan konulardan biridir. **Paine Webber Jackson & Curtis Inc**, davasında ABD mahkemesi yasal bir çağrının varlığı halinde yapılan agresif borsa dışı alımların "çağrı" olarak kabul edilmesi gerektiğine hükmetmiştir. Fakat **Hanson Trust PLC v. SCM Corp.** davasında ise mahkeme yasaların, kontrol savaşlarının yaşandığı durumlarda bu tür taktikleri yasaklamadığını belirterek önceki mahkeme kararlarının aksi yönünde karar vermiştir.¹⁸⁷ Başka bir olayda da bir yatırımcı borsa dışı alımlarla ilk önce bir şirkette payını %9,4'ten %19,6'ya çıkarmış sonra da William Act'e uygun bir çağrı başlatmıştır. Bu çağrıya karşı yapılan savunma taktikleri üzerine yatırımcı resmi çağrıya son vererek, borsa dışı alımlarla şirketin %52'sini ele geçirmiştir.

¹⁸⁶ Bainbridge, Corporate Law, s. 369.

¹⁸⁷ Kenyon-Slade, s. 135.

¹⁸⁸ 1980'li yılların sonlarında kontrol ele geçirmeyi zorlaştıran yasaların (anti takeover statutes) yaygınlaşması ve poison pill (zehirli ilaç) gibi savunma taktiklerin uygulanmasına mahkemeler tarafından izin verilmesi borsa dışı agresif alımlarla kontrolün ele geçirilmesine ilişkin işlem sayısında azalma meydana gelmesine sebep olmuştur. Buna karşın, William Act'e uygun yapılan çağrıya karşı savunma amacıyla yapılan borsa dışı alımlar, aynı engellerle karşılaşmadığından yapılabilmektedir. ¹⁸⁹

Bir işlemin çağrı olarak kabul edilip edilmeyeceğinin, dolayısıyla William Act'e tabi olup olmayacağıın tespitinde en çok kullanılan yöntem "Wellman Testi" veya "8 Faktör Testi" olarak adlandırılan testtir. Söz konusu testte kullanılan sekiz faktör, önce SEC tarafından 1979 yılında belirlenmiş, daha sonra da Wellman v. Dickinson davasında mahkeme tarafından da aynen benimsenerek bir yargı içtihadı niteliğini kazanmıştır. ¹⁹⁰

Wellman testine göre, bir işlemin çağrı/tender offer olarak kabul edilip edilmemesinde dikkate alınması gereken sekiz faktör şöyledir:

- (i) Hisselerini satın almak için aktif ve yaygın olarak ilişkiye geçilen hedef şirket ortaklarının sayısının fazlalığı,
- (ii) Satın alma talebinin şirket hisselerinin önemli bir yüzdesi için yapılmış olması,
- (iii) Önerilen fiyat teklifinin piyasa fiyatının üzerinde olması,
- (iv) Alım teklifine dair hükümlerin, üzerinde müzakere edilebilir olmaktan uzak, karşı tarafa dikte ettirme şeklinde olması,
- (v) Teklifin, belirli sayıda hissenin teklifi kabul etmesi şartına bağlı olarak yapılması,
- (vi) Teklifin sadece limitli bir zaman dilimi için açık olması,
- (vii) Hisse sahiplerinin hisselerini satma baskısı altında kalmış olmaları,

¹⁸⁸ Crown Zellerbach Corp v. Goldsmith davası için bkz. Kenyon-Slade, s. 137.

¹⁸⁹ Kenyon-Slade, s. 138.

¹⁹⁰ Söz konusu dava için bkz. Kenyon-Slade, s. 136-231.

(viii) Satın almaya ilişkin yapılan kamuya açıklamanın ardından veya bu açıklama ile birlikte hızlı bir şekilde önemli tutarda hisse alımına geçilmesi.

Mahkeme kararlarına göre, bu sekiz faktörün hepsinin bir arada gerçekleşmesi şart değildir. Sekiz faktörün her birinin ağırlığı da aynı değildir. Her bir faktörün olay bazında değerlendirilmesi gerekli görülmektedir.¹⁹¹ Sekizinci faktör olan, yapılan duyurudan sonra hızlı bir şekilde alıma geçilmesi, mahkemelerce bir işlemin çağrı olup olmadığının belirlenmesinde diğer faktörlere göre daha önemsiz bulunmuştur.¹⁹² Borsa dışı hisse toplanmasının amacının hedef şirketin kontrolünü ele geçirmek olması, mutlaka işlemin çağrı olarak nitelendirilmesini gerektirmemektedir. *Brascan, Ltd. v. Edper Equities, Ltd.* davasında mahkeme iki günlük bir süre içinde %25'lik hissenin önceden anlaşma yapılan satıcılardan borsada blok satış yöntemi ile satın alınmasını çağrı olarak kabul etmemiştir.¹⁹³ Wellman testinin uygulandığı bazı mahkeme kararlarında, bir işlemin çağrı olarak kabul edilmesinde en belirleyici unsurun işlemde hissedarların baskı altına alınıp alınmadığı olduğu kabul etmektedirler.¹⁹⁴

B. %5 veya Daha Fazla Hisse Edinimine İlişkin Bildirim ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü

Exchange Act 13 (d) ve SEC'nin 13 D'ye ilişkin 13 (d)-1(a) kuralı, bir kişinin, bu maddeye tabi bir şirketin¹⁹⁵ sermayesinin %5 veya daha fazlasını temsil eden hisseleri üzerinde dolaylı veya dolaysız olarak mülkiyet haklarını sağlayan bir hakka (beneficial ownership) sahip olması durumunda, bu kişiye, edinim tarihini izleyen 10 iş günü içinde SEC'nin 13.D kamuyu aydınlatma formunu doldurmak ve durumu SEC, ilgili şirket ve hisselerin işlem gördüğü borsaya bildirmek suretiyle kamuya açıklamada bulunma yükümlülüğü getirmiştir. Bu yükümlülük altında olan kişi, %5'in hesabında dikkate alınacak sermaye tutarı olarak, bilgilerin yanlış olduğu hususunda bir bilgiye sahip olmadığı sürece şirket

¹⁹¹ Bainbridge, *Corporate Law*, s. 371.

¹⁹² Kenyon-Slade, s. 139.

¹⁹³ Karar için bkz. Dale A. Oesterle, *The Rise and Fall of Street Sweep Takeovers*, 1989 Duke L.J. 202, 223 (1989), Thomas J. Andre, *Unconventional Offers under The Williams Act: The Case for Judicial Restraint*, 11 J. Corp L. 499, 535, (1986).

¹⁹⁴ Bainbridge, *Corporate Law*, s. 371; *Crane Co.-Harsco Corp.* davası için bkz. Kenyon-Slade, s. 140.

¹⁹⁵ Exchange Act'a göre raporlama yükümlülüklerine tabi olan şirketlerdir.

tarafından SEC'ye gönderilmiş olan şirkete ait son çeyrek veya yıllık faaliyet raporu veya daha sonra yayınlanmış raporlarda yer alan sermaye rakamlarına dayanabilmektedir. Eğer bir kişinin edinim amacı, şirket kontrolünü ele geçirmek değilse bu kişi pasif hissedar olarak kabul edilmektedir. Pasif hissedar olarak kabul edilen kişilerin 13 D yerine bundan daha az bilgi vermelerini gerektiren 13 G formu ile bildirim yapmaları mümkün olmaktadır.

Bölüm 13 (d) uyarınca yapılacak bildirim esas amacı, muhtemel kontrol değişikliği girişimi hakkında hissedarları ve hedef şirket yönetimini haberdar etmektir. ¹⁹⁶ Bildirim %5'i elde etmeyi izleyen on iş gün içinde yapılabileceğinden %5'i edinim tarihi ile bildirim yapma yükümlülüğünün son günü arasında geçecek 10 iş günlük süre içinde hisse alımı yapmaya devam etmesini kısıtlayan bir hüküm bulunmamaktadır. Bu da bir kişinin kamuya açıklama yapmadan önce alabileceği hisse tutarının aslında %5 ile sınırlı olmadığını ortaya koymaktadır. Açık pencere ("open window") olarak adlandırılan 10 günlük süre içinde bu oranın aşılması mümkündür. Kontrol değişikliği girişimine karşı erken uyarı sisteminin bu açığı eleştirilmiş ve yapılan mevzuat değişiklikleri ile bu açık kapatılmaya çalışılmış olsa da 10 günlük açık pencere süresi içinde alım yapılması halen mümkündür. ¹⁹⁷

Bölüm 13 (d)'deki bildirim yükümlülüğü, hem borsadan hem de özel anlaşma ile borsa dışından yapılan alımlarla %5'e ulaşılması veya bu oranın aşılması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu bakımdan işlemin borsa içi ve borsa dışında gerçekleşmesinin bir önemi bulunmamaktadır. Yükümlülüğün doğması için hisseler üzerinde mutlaka mülkiyet sahibi olunması gerekmemektedir. Hisseler üzerinde mülkiyetin bahsettiği hakları sağlayan başka bir hakka sahip olunması yeterli görülmektedir. Kural 13 (d)-3 (a)'ya göre hisselerle ilişkin oy hakkını veya oyun hangi yönde kullanılacağını belirleme hakkını sağlayan hisseleri satın alma hakkına sahip olunması bu kapsama giren bir hak olarak kabul edilmektedir.

Kural 13 (d)-3 (d) (2) (3) ve (4)'de bildirim yükümlülüğünden istisna edilmiş hisse edinim halleri sayılmıştır. İstisna uygulanacak hisseler arasında; (1) bir borsa üyesinin borsa kuralları çerçevesinde başkası adına elinde tuttuğu hisseler,

¹⁹⁶ Hazen, s. 267.

¹⁹⁷ Hazen, s. 269, Kenyon-Slade, s. 92.

(2) temerrüt hali olmadıkça hisseyi elden çıkarma ve oy kullanma yetkisi vermeyen bir rehin sözleşmesine dayanılarak elde tutulan rehinli hisseler ve (3) aracılık yüklenimi (underwriting commitment) nedeniyle edinilmiş ve bu şekilde edinilmesinden itibaren elde bulundurma süresi henüz kırk günü geçmemiş hisseler bulunmaktadır.

Aynı menkul kıymet üzerinde birden fazla kişinin bu madde kapsamına giren bir hakka sahip olmaları (örneğin aynı hisse üzerinde bir kişinin mülkiyet diğer kişinin opsiyon hakkına sahip olması) halinde her iki kişi de bildirim yükümlülüğüne tabi olmaktadır. Hisseyi edinmek, elde tutmak veya elden çıkarmak veya oy kullanmak üzere birlikte hareket etmek üzerinde anlaşmış kişiler, birlikte hareket eden kişiler olarak kabul edilmekte, bildirim yükümlülüğünün hesabında bu kişilerden her birinin hak sahibi olduğu hisseler toplanmaktadır.

Form 13 D'de kamuya açıklanması istenen bilgiler özetle; (1) hedef şirketin unvanı, (2) hisseyi edinen kişinin kimliği ve geçmişi, (3) hisse ediniminde kullanılan fonun kaynağı ve tutarı, (4) hisse ediniminin amacı, (5) üzerinde hak edinilen hissenin tutarı ve sermayeye oranı ve (6) hedef şirket ile varolan ilişki ve anlaşmalardır. Kısa Form 13 G'de ise hedef şirketin unvanı, formu dolduranın ve yatırımcının kimliği hakkında açıklama yapılması yeterli olmaktadır.

C. Çağrı (Tender Offer) İşleminin İcrası

1. Genel Olarak

ABD'de, çağrı bedeli olarak hem nakdin hem de çağrı yapan şirketin hissesinin (share exchange offers) önerildiği çağrılar William Act'in 14 (d) ve (e) maddesi hükümlerine tabi olarak yapılabilmektedir. Söz konusu çağrılarda ayrıca SEC'in sözü edilen kanun maddelerine dayanarak yapmış olduğu 14 D ve E düzenlemelerine de uyulması gerekmektedir. Söz konusu düzenlemelerin esas amacı yatırımcılara yeterli bilgi verilmesini ve işlemlerin güvenli bir şekilde

yürümesini sağlayarak yatırımcıları, çağrı durumunda yüz yüze gelebilecekleri baskılardan korumaktır.¹⁹⁸

William Act'in 14 (d) ve bu maddeye ilişkin SEC düzenlemesi 14 D, bir kişinin bu maddeye tabi bir şirketin¹⁹⁹ hisselerinin %5 veya daha fazlasını almak için çağrı yapabilmesi için SEC'nin "TO" çağrı beyan formunu (Tender Offer Statement Schedule TO) SEC'ye kaydettirmesini zorunlu tutmaktadır. Ayrıca bu kişi söz konusu formu ilgili şirket merkezine ve aynı zaman diliminde çağrı yapmak üzere SEC'ye başvurmuş başka bir kişi varsa bu kişiye ve hisselerin işlem gördüğü borsa veya borsalara göndermekle yükümlüdür.

Çağrı için SEC'ye resmi başvurunun, "çağrının başlama" tarihinde yapılması gerekmektedir. Çağrının başlama tarihi, çağrı prosedürü açısından birçok yönden önemlidir. Çağrının açık kalması gereken minimum 20 iş günlük süre bu tarihte işlemeye başlamakta ve çağrı yapan kişi bu tarihte SEC'ye başvuruda bulunmakla yükümlü olmaktadır. Ayrıca hedef şirketin yönetiminin çağrıya yanıt vermesi gibi yükümlülüklerde çağrının başlaması ile birlikte ortaya çıkmaktadır. SEC'nin 24 Ocak 2000 tarihinde 14 (d) 2'de yaptığı değişiklik öncesinde, planlanan çağrıya ilişkin sınırlı bir bilginin kamuya açıklanması ile birlikte çağrı başlamış kabul ediliyor ve böylece yukarıda sözü edilen yükümlülükler doğmuş oluyordu. Örneğin basında çıkan bir beyanat veya başka bir şekilde çağrı haberinin kamuya yansması ile birlikte çağrı başlamış kabul ediliyor ve sözü edilen yükümlülükler doğmuş oluyordu. SEC bu düzenlemesini medyada çıkan haberler ile birlikte piyasanın bundan etkileneceği, bu tür haberlerin yanıltıcı ve manipülatif nitelikte olabileceği, dolayısıyla çağrının hemen başlaması ve ayrıntılı bilgiler içeren resmi başvurunun derhal yapılarak kamunun doğru yönlendirilmesinin daha yerine olacağı görüşü ile savunmaktaydı.²⁰⁰ Ancak daha sonra SEC, konu hakkındaki görüşünü değiştirerek 2000 yılında Kural 14 (d) 2'de bir değişikliğe gitmiştir. Söz konusu değişiklik sonrasında resmi olarak Kural 14 (d) 2, çağrı girişiminde bulunan kişiye "çağrının başlaması" sonucunu doğurmayacak şekilde çağrıya ilişkin kamuya açıklama yapma imkânı tanımaktadır. Sözü edilen düzenleme sonrasında, çağrıya ilişkin bir duyurunun yayınlandığı veya hissedarlara

¹⁹⁸ Kenyon-Slade, s. 104.

¹⁹⁹ Söz konusu şirketler de Exchange Act'a göre raporlama yükümlülüklerine tabi olan şirketlerdir.

²⁰⁰ SEC Release No. 34-16384 (29 Kasım 1979) (Naklen: Kenyon-Slade, s.108).

gönderildiği gün “çağrı başlangıç” tarihi olarak kabul edilmektedir.²⁰¹ Bu değişiklikle getirilmiş olan esas fark, çağrı sürecinin resmen başlaması için, hissedarlarının yapılan teklife karşı hisselerini satabilir konumda olması şartı aranmaya başlanmış olmasıdır.²⁰²

SEC'nin bu yeni kuralına göre, bir kişinin çağrının başlamasından önce hedef şirket hissedarları ile ilişkiye geçmesi ve çağrı ile ilgili açıklamalarda bulunması mümkün olmaktadır. Hissedarlarla kurulan ilişki ve yapılan açıklamanın çağrı sürecini başlatması için satın alma teklifinin hissedarlara iletilmiş olması gerekmektedir. Bu yeni kuralın getirdiği önemli bir risk ise, çağrının başlamasından önce çağrı haberlerinin yayılmasıyla birlikte hedef şirket hisseleri üzerinde manipülatif hareketlerin olma olasılığının artmasıdır.²⁰³ Bu tür gerçek dışı haberlerle hisse üzerinde manipülatif hareketlerin önlenmesi için Kural 14 (e) 8, yeterli finansal kaynağa, sahip olmadan kontrolü ele geçirme girişiminden bulunmayı yasaklamaktadır.²⁰⁴

2. Çağrı Dokümanları (Tender Offer Materials)

Yukarıda ifade edildiği gibi çağrının resmen başladığının kabul edildiği gün TO formunun SEC'ye, hedef şirkete kontrol değişikliği girişiminde bulunan başka kişiler varsa bunlara ve hisselerin işlem gördüğü borsalara gönderilmesi gerekmektedir. Bu formun ekinde, çağrının koşulları ve çağrıya ilişkin akdedilen anlaşmalar gibi birçok önemli dokümana yer verilmesi gerekmektedir. Bunlar içinde en önemli belge çağrıyı kabul eden hissedar tarafından imzalanıp, geri gönderilecek olan çağrı kabul formudur. Kabul formunun gönderilmesi veya kabul formunun nasıl temin edileceğinin bildirilmesi çağrının resmen başladığının kabulüne sebep olmaktadır.

²⁰¹ Kural 14 (d) 2 (a).

²⁰² Bainbridge, Corporate Law, s. 373.

²⁰³ Kenyon-Slade, s. 110.

²⁰⁴ SPK Seri: IV No. 44 Tebliği'nde böyle bir kurala yer verilmemiştir.

3. Çağrıda Hissedarları Korumaya Yönelik Kurallar

William Act'ta kamuyu aydınlatma hükümlerinin yanı sıra çağrı sürecinde hedef şirket hissedarlarına doğrudan kullanabilecekleri haklar sağlayan bazı kurallar da içermektedir.

a. Çağrı Süresi ve Bedelin Ödenmesi

SEC Düzenlemesi 14 (e) 1 (a) , Exchange Act. (e)'de tanımlanan, yanıltıcı ve manipülatif hareketlerden kaçınmak için uygun bir yöntem olarak çağrının en az 20 iş günü açık olması gerektiğini ifade etmektedir. Sürenin uzunluğu yatırımcıları hisselerini satma baskısından kurtarmak için önemli görülmektedir. Sürenin uzun olmasına bu kadar önem verilmesinin sebebi William Act'in kabulü öncesinde bir düzenlemeye tabi olmadan yapılan çağrılarda hissedarlara bir iki gün süre verilerek, satma baskısı altına alınmış olmasıdır.²⁰⁵SEC düzenlemesi md. 14 (e), satın alınacak hisse miktarında azalma veya çoğalma ya da teklif edilen fiyatta veya aracı kurumun ücretinde değişiklik yapılması durumunda çağrı sürecinin en az 10 iş günü uzatılmasını öngörmektedir. SEC, bir olayda, çağrıya ilişkin konulmuş bir koşulun değiştirilmesi durumunda da sürenin uzatılmasının gerektiğine karar vermiştir.²⁰⁶

SEC düzenlemesi 14 (e) 1, çağrı bedelinin derhal ödenmesini ve çağrının geri alınması veya iptal edilmesi halinde de teslim edilmiş hisselerin derhal iade edilmesini öngörmektedir.

Kural 14 (e) 1 (c)'ye göre çağrıyı yapan, çağrı fiyatını ödeyemez veya çağrıdan vazgeçerse hissedarların depo ettikleri menkul kıymetleri derhal geri teslim etmekle yükümlüdür. Kural 14 (e) 1 (d)'ye göre çağrı yapan çağrı müddetini uzatabilmek için bu konuda kamuya bir açıklama yapmakla yükümlüdür.

b. Vazgeçme Hakkı

²⁰⁵ Buna karşılık Türkiye'de benzer bir olay ile karşılaşılma olmamasından dolayı SPK'nın konuya ilişkin ilk düzenlemesi olan Seri: IV No. 8 Tebliği'nin 14. maddesine göre azami gün sayısı hüküm altına alınmış olup asgari süre belirtilmemiştir. Bu doğrultuda çağrı süresi, bir gün olarak dahi belirlenebilmektedir.

²⁰⁶ SEC Release No 34-24, s. 296 (Naklen: Kenyon-Slade, s. 127).

SEC düzenlemesi 14 (d) 5, teklifi kabul eden hissedarlara, çağrının başlamasını izleyen 7 gün içinde ve çağrının başlamasından itibaren 60 gün geçmiş olmamasına rağmen çağrının kapanmamış olması halinde 60 günlük sürenin bitiminden itibaren herhangi bir zamanda kabul ettikleri tekliften vazgeçme hakkı tanımaktadır.

Vazgeçme hakkı, özellikle, ikinci bir çağrının yapılması durumunda hissedarlara önceki kabullerinden vazgeçip daha iyi şartlarla yapılan ikinci çağrı teklifini kabul etme imkanı sağlaması bakımından önemlidir.²⁰⁷

c. Oransallık (Pro-rata) ve En İyi Fiyat (Best Price Rule) Kuralı

SEC düzenlemesi 14 (d) 8'e göre bir kısmi teklif içeren çağrıda satın alınması teklif edilen hisse tutarından fazla kabulün gelmesi halinde alımı gerçekleştirecek hisseler, teklifi kabul edenler arasında pro-rata olarak dağıtılacaktır. Pro-rata dağılım hem normal hem de uzatılmış çağrı döneminde gelen kabullere uygulanmaktadır.

Ayrıca çağrıda "en iyi fiyat" (best price rule) kuralı da uygulanmaktadır. Bu kural, hem çağrının farklı gruptaki tüm hissedarlara yapılmasını, hem de çağrı sürecinde ödenen en yüksek fiyatın herkese eşit olarak uygulanmasını içermektedir. Bu bakımdan kural, çağrı süreci içinde daha yüksek fiyattan alım yapılması durumunda bu yüksek fiyatın daha düşük fiyattan çağrıyı kabul eden hissedarlara da uygulanmasını gerektirir. En iyi fiyat kuralı, sadece çağrının resmi olarak başladığı değil, aynı zamanda çağrıya ilişkin duyuruların yapılmaya başladığı andan itibaren uygulanmaya başlamaktadır.

d. Hedef Şirket Yönetim Kurulunun Yükümlülükleri

Kural 14 (e) 2 (a), hedef şirketi, çağrının ilk kez ilan edildiği günden itibaren 10 iş gününü geçmeyen bir süre içinde çağrıya ilişkin görüşünü açıklamakla yükümlü tutmaktadır.

Hedef şirketin, çağrıya ilişkin olarak bu madde uyarınca yapacağı görüş açıklamasında üç alternatiften birine yer vermesi gerekmektedir. Yönetim kuruluna tanınan alternatifler; (i) yapılan teklifin kabul edilmesini veya

²⁰⁷ Bainbridge, Corporate Law, s. 373.

reddedilmesini tavsiye etmek. (ii) görüş bildirmek ve teklife karşı tarafsız kalmaya devam edeceğini bildirmek veya (iii) çağrıya karşı bir pozisyon almaya muktedir olmadığını beyan etmektir.

D. Hileli, Aldatıcı ve Manipülatif İşlemlerin Önlenmesine İlişkin Kurallar

1. Genel Olarak

Exchange Act'in 14 (e) maddesi çağrı işlemine özgü dürüstlük kuralına aykırı eylemlere ilişkin yasakları düzenlemektedir. Genel olarak söylenirse söz konusu madde çağrı veya çağrıya karşı yapılan işlemlerle ilgili olarak yanıltıcı, gerçek dışı beyan vermeyi, hileli, yanıltıcı ve manipülatif hareketler içinde bulunmayı yasaklamaktadır.

Yukarıda açıklanan, %5 veya daha fazla edinime ilişkin kayıt yükümlülüğü [William Act 13 (e) ve çağrıya ilişkin kural ve prosedürler William Act 13 (e)] sadece Exchange Act uyarınca kayıt altına alınan ve raporlama yükümlülüklerine tabi şirketlere uygulanırken, William Act 14 (e) halka açık olsun veya olmasın tüm şirketlerin hisselerine ilişkin yapılan tüm çağrılara uygulanmaktadır.²⁰⁸

William Act'in 14 (e) maddesi manipülatif, hileli ve yanıltıcı işlemlerin önlenmesini sağlama konusunda SEC'ye düzenleme yapma yetkisi de vermiştir. SEC bu yetkiye istinaden Kural 14 (e) 1'den 14 (e) 8'e kadar olan düzenlemeleri yapmıştır. SEC, söz konusu düzenlemelerinde Bölüm 14 (e)'ye aykırılık oluşturan durumları sıralamıştır.

2. Hileli, Aldatıcı ve Manipülatif İşlemler

Kural 14 (e) 1, çağrı yapanın, hileli, aldatıcı ve manipülatif işlem ve hareketlerden kaçınması için uyması gereken kuralları belirlemektedir.

Kural 14 (e) 1 (a)'ya göre çağrı, çağrı duyurusunun ilk yapıldığı veya ortaklara gönderildiği tarihten itibaren en az 20 iş günü açık tutulması zorunludur. 1986 yılı öncesinde hedef şirketin kendi şirketi hisselerine yaptığı çağrılarda uygulanmayan bu kural artık şirketin kendi hisselerine yaptığı çağrı için de uygulanmaktadır.

²⁰⁸ Hazen, s. 300.

Kuralın amacı William Act öncesinde özellikle iki aşamalı çağrılarda karşılaşılan, çok kısa süre verilmesi suretiyle hissedarların baskı altına alınmasının önlenmesidir. Yirmi günlük süre içinde hissedarların, SEC kurallarına uygun yapılan çağrı ile ilgili ayrıntılı açıklamaları incelenmelerini ve böylece bir baskı altında kalmadan, bilgiye dayanarak karar almalarını sağlamayı hedeflenmektedir.

ABD mahkemelerinin bazı kararlarına ²⁰⁹ göre 14 (e)'ye aykırılık oluşması için, bu kuralın ihlal edilmesi yeterli değildir, aldatma fiilinin de mevcudiyeti gerekmektedir. Schreiber davasında, hedef şirketin çağrı hükümlerini tekrar tartışmaya açmasının manipülatif olduğu ve bu yüzden de 14 (e)'nin ihlali olduğu ileri sürülmüştür. Mahkeme ise yanıltıcı işlemin açıklanması gereken bir hususun açıklanmaması durumu söz konusu olmadan manipülatif olsa bile 14 (e)'ye aykırılık teşkil etmeyeceğine karar vermiştir.

E. Çağrıda İşlem Yasakları

Kural 14 (e) 3, çağrı sırasındaki işlem yasaklarını düzenlemekte ve çağrı ile bilgi sahibi olanların içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) faaliyetine girmelerini yasaklamıştır. Kural 14 (e) 3 (a)'ya göre bir kişinin çağrıya veya çağrıyı başlatmaya ilişkin önemli bir adım atması veya çağrıyı başlatması durumunda, bu kişi dışında kalan ve çağrı ile ilgili önemli bilgilere sahip olan kişilerin hedef şirket hisseleri üzerinde alım veya satım ya da bu hisse senetlerine ilişkin haklar veren opsiyon ve benzeri işlemler yapmaları Exchange Act md. (14) anlamında hileli, yanıltıcı ve manipülatif işlem olarak kabul edilmektedir. Görüldüğü gibi SEC düzenlemeleri açık olarak, çağrı yapacak olan kişiye, çağrı öncesi dönemde, çağrı yapacağı kararı vermesinden sonra ama çağrı kararını kamuya duyurmadan önce hisse satın almasına izin vermektedir. Böyle bir açık iznin verilmemiş olması halinde, kamuya açıklanmamış çağrı yapacağı bilgisini kullanması içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu oluşturması bakımından çağrı sahibi ile üçüncü kişiler arasında bir fark bulunmayacaktır.

İşlemin bu madde kapsamında kabul edilmesi için bilginin, doğrudan veya dolaylı olarak, çağrı yapanın veya hedef şirketin kendisinden veya bunların yöneticileri,

²⁰⁹ Schreiber v. Burlington Northern kararı için bkz. Hazen, s. 301 vd.

ortakları ya da çalışanlarından veya bunlar adına hareket eden kişilerden temin edilmiş olması ve bu bilginin kamuya açıklanmamış bir bilgi olması gerekir. Eğer bu bilgi önceden kaynağı ile birlikte basında veya başka şekilde açıklanmış bir bilgiyse yapılan işlem yasak kapsamına girmemektedir.

Kural 14 (e) 3 (b), tüzel kişilerin bu maddeye aykırılıktan kurtulmalarına ilişkin kuralları belirlemektedir. Buna göre şu şartların varlığı halinde tüzel kişi sorumlu olmamaktadır: (1) Tüzel kişi adına menkul kıymeti alma veya satma kararı veren kişi kamuya duyurulmamış bilgiyi bilmiyor olması (2) Tüzel kişinin yatırım kararı veren kişinin işlem yasağını ihlal etmemesini sağlamak üzere bir prosedür hazırlamış ve bu prosedürde bu hisselerin alım ve satımının yasaklanmış olması (3) Söz konusu prosedürde alım ve satım kararı verenlerin bu bilgileri edinmelerinin önlenmesine ilişkin hükümlerin yer alması.

Kural 14 (e) 3 (c), çağrı sahibine hisse satan kişileri yasak kapsamı dışında bırakmıştır. Çağrı yapma kararı almış olsa bile çağrı yapacak kişi için çağrı öncesi dönemde hisse alımı yasak kapsamında değildir. Bu nedenle çağrı yapacak kişi borsada veya borsa dışında hisse alımı yapmak üzere hisse sahipleri ile görüşme yapabilecektir. Kendisiyle yapılan görüşmeler neticesinde çağrı yapılacağından haberdar olan hissedarların normal olarak Kural 14 (e) 3 (a) uyarınca hisselerini satmalarının yasak kapsamına girmesi gerekmektedir. Kural 14 (e) 3 (c) bu şekilde çağrı yapılacağını çağrı yapan kişiden öğrenenlerin, çağrı yapana hisse satmalarını yasak kapsamından çıkarmaktadır. Ancak bu kişiler, söz konusu satış ile birlikte 14 (e) 3 (a) anlamında gizli bilgiyi elinde bulunduran yasak kapsamında bir kişi haline geleceğinden bundan sonra çağrı yapan dışında üçüncü kişilere hisse satması yasağın ihlali anlamına gelecektir. Ayrıca çağrı yapan adına hisse alımı yapan aracı kurumlar da yasak kapsamı dışında bırakılmıştır.

Kural 14 (e) 3 (d), kamuya açıklanmamış bilgiye sahip olanlara, bilgilerin aktarılması halinde içeriden öğrenenlerin ticareti yasağının ihlal edilme olasılığının olduğu durumlarda bilgiyi üçüncü kişilere aktarmama yükümlülüğü getirmektedir. Ancak söz konusu bilgilerin, çağrı ile yakından ilgisi olan kişilere iyi niyetli bir şekilde aktarılması halinde bir ihlalin söz konusu olamayacağı kabul edilmektedir. Ayrıca aynı madde hükmünde kendilerine çağrı ile ilgili kamuya

açıklanmamış bilgi aktarılması yasak kapsamında olmayan kişiler sayılmıştır. Buna göre şu kişilere kamuya açıklanmamış bilginin aktarılması yasak kapsamında değerlendirilmeyecektir: (i) Çağrı yapanın yönetim kurulu üyeleri, ortakları, yöneticileri ve çalışanları ve çağrının planlanması, finansmanı, hazırlanması ve gerçekleştirilmesi ile ilgili olarak projeye dahil olanlar. (ii) Hedef şirketin yönetim kurulu üyeleri, ortakları, yöneticileri ve çalışanları ve çağrının planlanması, finansmanı, hazırlanması ve gerçekleştirilmesi ile ilgili olarak projeye dahil olanlar. (iii) Kanun veya ilgili düzenlemeler uyarınca kendilerine açıklama yapılması zorunlu olan kişiler.

Kural 14 (e) 3 (d) (ii)'de ise üçüncü kişilere bilgi aktarması yasak olan kişiler sıralanmıştır: Buna göre çağrıya ilişkin kamuya açıklanmamış bir bilgiyi üçüncü kişilere aktarması yasak olan kişiler; (i) Çağrı yapan veya çağrı yapanın yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri ortakları, çalışanları ve danışmanları. (ii) Hedef şirket veya hedef şirketin yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri ortakları, çalışanları ve danışmanları. (iii) Çağrı yapan dışında yukarıda (i) ve (ii)'de belirtilen kişiler adına hareket eden kişiler. (iv) Söz konusu bilgileri yukarıdaki kişilerden almış diğer kişiler.

Yukarıda belirtildiği gibi, Kural 14 (e) 3 (a), çağrı öncesi dönemde çağrıyı yapacak kişiye hisse alması için izin verirken Kural 14 (e) 5 (a) ise çağrıyı yapacak olan kişiye, çağrı işlemi sırasında, çağrı dışında hisse almasına yasak getirmektedir. Çağrı başlamadan önce borsa dışı veya borsada hisse satın alması serbest olan çağrı sahibi çağrı başladıktan sonra artık ne borsada ne de borsa dışında hedef şirket hisselerini satın alamayacak, sadece çağrı prosedürüne uygun olarak hisse satın alabilecektir.

Kural 14 (e) 5 (b)'de ise çağrı yapan kişiye getirilmiş hisse alım yasağına ilişkin istisnalara yer verilmiştir. Buna göre, çağrının kamuya duyurulmasından önce alınan bir menkul kıymete ilişkin hakların kullanılması suretiyle hedef şirket hisselerinin alınması istisna kapsamındadır. Bunun dışında hisse alımı, bir kısa pozisyon veya açığa satıştan doğan yükümlülüğü yerine getirmek için yapılmış ise sözü edilen istisna yine geçerlidir. Ancak bu istisnanın geçerli olması için söz konusu açığa satış veya opsiyon işleminin çağrıyı kolaylaştırmak için

gerçekleştirilmemiş olması gerekmektedir. Ayrıca işlem açığa satış ise istisna kapsamına girmesi için pozisyonun, çağrının kamuya duyurulmasından önce alınmış olması gerekmektedir. Yine içinde hedef şirket hissesinin de yer aldığı birden fazla menkul kıymete ilişkin hakların yer aldığı menkul kıymet sepetinin alınabilmesi için hedef şirket hissesinin sepet içindeki yüzdesinin %5'i geçmemesi gerekmektedir. İstisnadan yararlanabilmesi için söz konusu menkul kıymet alımının da çağrıyı kolaylaştırmak için değil normal faaliyetler çerçevesinde gerçekleştirilmiş olması lazımdır. Ayrıca, çağrının kamuya duyurulmasından önce akdedilen ve sözleşmenin her iki tarafı için de bağlayıcı olan bir sözleşmeye dayanarak yapılan hisse alımları da istisna kapsamındadır.

F. Şirketin Kendi Hisselerini Satın Alması, Halka Kapanması, Kendi Hisselerine Çağrı Yapması

ABD'de Exchange Act kapsamındaki şirketlerin kendi hisse senetlerini satın almasında Exchange Act 13 (d) (sermayenin %5 veya daha fazlasını satın almada bildirim yükümlülüğü) ve Exchange Act 14 (d) (çağrının SEC kaydına alınarak yapılması) düzenlemelerine tabi değildir. Buna karşı bir şirketin kendi hisselerini satın almasında Kural 13 (e) 1 hükümlerine uyulması gerekmektedir. Kural 13 (e) 1 hükmü şirket hisselerine ilişkin bir çağrı yapıldıktan sonra şirketin kendi hisselerini satın almasında uygulanır. Üçüncü bir kişi, hedef şirket hisselerine bir çağrı yaptığında, hedef şirket SEC'ye bir bildirimde bulunmadan kendi hisselerini satın almaya başlayamaz. Söz konusu bildirimde şu bilgilerin bulunması zorunlu tutulmuştur: (1) satın alınacak hisse senetlerinin tanımı, (2) hisseleri satın alınacak hissedarların kimlikleri ve sahip oldukları hisselerin grupları, (3) satın alma amacı, (4) satın almada kullanılacak kaynaklar.

Kural 13 (e) 3 ise üçüncü kişinin yaptığı bir çağrı söz konusu olmaksızın halka kapanma (going private) amacıyla olarak şirketlerin kendi hisselerini satın alınmasına ilişkin kuralları düzenlemektedir.²¹⁰ SEC'nin buradaki düzenlemesi de temel olarak kamuyu aydınlatmayı sağlama amacı taşıdığından Exchange Act 13

²¹⁰ SEC'nin halka kapanmaya ilişkin kuralları, federe devletlerin ortaklıktan çıkarma, halka kapanma ve özen ve sadakat borcuna ilişkin kurallarına ek olarak uygulanır. (Hazen, s. 312).

(e)'ye veya diğerk bir maddeye aykırılık teşkil etmesi için yeterli olmayacaktır.²¹¹ Ancak yöneticilerin davranışında yanlış yönetimi de aşan hususlar varsa bu kez Exchange Act'in sahtekarlık/hileye ilişkin 13 (e) maddesine aykırılık söz konusu edilebilecektir. Örneğın, Homing Co. v. Nationwide Corp. davasında önemli derecede ihmalin (material omission) Exchange Act 13 (e)'ye aykırılık oluşturduğu kabul edilmiştir.

Kural 13 (e) 3, Exchange Act'in 12. maddesine göre kayıtlı bulunan şirketler ve Exchange Act'e göre raporlama yükümlülüğü altında olan şirketlere uygulanmaktadır. Kural 13 (e) 3'ün uygulanacağı işlemler ise 13 (e) 3 (a) 3'te şöyle belirlenmiştir.

(i) hisselerin ihraççı şirket veya bu şirkete bağılı bir şirket tarafından çağrı yoluyla veya çağrı dışında satın alınması veya

(ii) birleşme, tasfiye, yeniden yapılandırma, bölünme veya benzeri işlemler ile ilgili olarak bu işlemin tarafı olan ihraççı şirket veya bu şirkete bağılı şirketler tarafından (proxy) vekalet toplama girişimlerinde bulunulmasıdır.

Exchange Act'e göre bir şirketin hissedar sayısının 300'ün altına düşmesi durumunda bu şirketin SEC'ye karşı olan raporlama yükümlülüğü sona ermektedir. Buna göre söz konusu işlemler neticesinde şirket hissedar sayısı 300'ün altına düşmüş veya düşeceği tahmin ediliyorsa bu durumda Kural 13 (e)'ye uygun olarak hareket edilmesi kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmesi gerekmektedir.

Bir şirketin kendi hisselerini satın alma süreci iyi bir şekilde yönetilemez ise hisseler üzerinde manipülasyon yapılmasına müsait bir ortam ortaya çıkmaktadır.

²¹² Kural 13 (e) 3'ün amacı da halka kapanma ile ilgili işlemlerin hileli, yanıltıcı ve manipülatif tarzda yapılmasına engel olmaktır. ²¹³ SEC kamuyu aydınlatma temelli felsefesine uygun olarak, böyle bir durumda ihraççının kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini içeren Form 13 E-3'ü SEC'ye kaydettirmesi gerekmektedir. Form 13 E-3'te yer verilmesi gereken bilgilerin önemli derecede

²¹¹ Hazen, s. 312.

²¹² Hazen, s. 317.

²¹³ Kenyon-Slade, s. 150.

yanlış veya eksik olması hem maddi tazminat hem de cezai sorumluluğu doğabilmektedir. ²¹⁴ Kural 13 (e) 3 sadece şirketin kendisi tarafından hisse toplanmasına değil, şirketi kontrol eden kişilerce şirketi halka kapatmak amacıyla yapılan hisse alımlarına da uygulanmaktadır. ²¹⁵

1986 yılında yapılan değişiklik sonrası ihraççının kendi hisse senetlerine yaptığı çağrının da 20 iş günü açık kalması zorunluluğu getirilmiştir. ²¹⁶ Üçüncü kişilerce yapılan çağrıda olduğu gibi çağrı fiyatı veya çağrı hükümlerinin değişmesi durumunda çağrının 10 iş günü süreyle açık kalma zorunluluğu burada da bulunmaktadır.

Yine, üçüncü kişilerce yapılan çağrıda uygulanan en iyi fiyat pro-rotada dağıtım, hissedarların kabullerini geri çekme hakkı, hissedarlar arasında ayrımcılık yapılmaması kuralları bir şirketin kendi hisseleri için yaptığı çağrılarda da uygulanmaktadır.

G. SEC Kurallarına Aykırılıklara İlişkin Yaptırımlar

1. İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

Henüz kamuya açıklaması yapılmamış olan çağrı yapılacağı bilgisine sahip bir kişinin çağrının açıklanmasından önceki düşük fiyattan hedef şirket hissesini satın alıp, açıklama sonrasındaki yüksek fiyattan satarak kâr elde etmesi mümkündür. Ancak bu şekilde çağrı yapılacağı bilgisini kullanarak elde edilen kazancın içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu oluşturup oluşturmayacağı hususu oldukça tartışmalıdır.

ABD’de içeriden öğrenenlerin ticaretine (insider trading) ilişkin yasak ilk olarak 1969 yılında SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. davasında verilen mahkeme kararı ile söz konusu olmuştur. Texas Gulf Sulphur Co. davası ve bu davayı izleyen birçok dava esas olarak şu temele dayanır: Eğer bir kişi kamuya açıklanmamış önemli bir bilgiye sahipse bu kişi ya hisse üzerinde bir işlem yapmadan önce bilgiyi kamuya açıklamalı ya da işlem yapmaktan kaçınmalıdır. ²¹⁷ Eğer bu kişi

²¹⁴ Hazen, s. 315.

²¹⁵ Hazen, s. 315.

²¹⁶ Hazen, s. 320.

²¹⁷ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 184-185.

bilgiyi açıklamama yükümlülüğünde olan bir kişiyse bu durumda, bu kişinin sahip olacağı tek seçenek hisse üzerinde işlem yapmaktan kaçınmak olacaktır.²¹⁸

Acaba, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin bu genel kural, çağrı yapılacağı bilgisine sahip olan kişi bakımından da her zaman geçerli olacak mıdır? ABD Yüksek Mahkemesi 1980’li yılların başında Chiarella v. United States ve Dirks v. SEC davalarında vermiş olduğu kararlarda, bilgiyi açıklama veya işlem yapmama yükümlülüğünün sadece ilgili mevzuata göre bilgiyi açıklama yükümlülüğü altında olan kişiler için geçerli olacağına hükmetmiştir.²¹⁹ ABD Yüksek Mahkemesi’nin söz konusu kararları sonrasında, çağrı yapılacağı bilgisini açıklama yükümlülüğü altında olmayanların, çağrı bilgisinin açıklanmasından önce yaptıkları işlemler içeriden öğrenenlerin ticareti yasağı kapsamı dışında kalmıştır.

SEC, söz konusu davalarla ortaya çıkan boşluğu, 14 (e) 3 Kuralı ile kapatılmaya çalışmıştır.

Kural 14 (e) 3, çağrı sırasındaki işlem yasaklarını düzenlemekte ve çağrı ile bilgi sahibi olanların içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) faaliyetine girmelerini yasaklamıştır. Kural 14 (e) 3 (a)’ya göre bir kişinin çağrıya veya çağrıyı başlatmaya ilişkin önemli bir adım atması veya çağrıyı başlatması durumunda, bu kişi dışında kalan ve çağrı ile ilgili önemli bilgilere sahip olan kişilerin hedef şirket hisseleri üzerinde alım veya satım ya da bu hisse senetlerine ilişkin haklar veren opsiyon ve benzeri işlemler yapmaları Exchange Act md. (14) anlamında hileli, yanıltıcı ve manipülatif işlem olarak kabul edilmektedir.

SEC’in 14 (e) 3 düzenlemesinden sonra, böylece bilgiyi açıklama yükümlülüğü altında olmayan kişilerin de kamuoyuna açıklanmamış bilgileri kullanmaları yasak kapsamına alınmış olmaktadır. SEC, çağrıya ilişkin kamuya açıklanmamış bilgilerin kullanılması durumunda 14 (e) 3 Kuralı’na aykırılığın yanı sıra güvenin kötüye kullanılması (misappropriation) teorisine dayanarak da dava açma yoluna gidebilmektedir. Güvenin kötüye kullanılması teorisinde, Chiarella ve Dirks

²¹⁸ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 185.

²¹⁹ Söz konusu kararlar için bkz. Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 185; Söz konusu kararlar için ayrıca bkz. Asuman Turanboy, İnsider Muameleleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1990, s. 42 ve 52.

davalarının aksine, bilgiyi kullananın özen ve sadakat borcunun işleme konu olan şirkete karşı değil, bilgiyi sağlayan kaynağa karşı olması yeterli görülmektedir.²²⁰

O'Hagan davasında, bir hukuk bürosunun ortağı olan James O'Hagan, hukuk bürosunun müşterilerinden Grand Metropolitan PLC'nin Pillsbury Company'nin hisselerini çağrı suretiyle toplayacağı haberini kullanarak 4.3 milyon ABD Doları kâr elde eder. James O'Hagan, işlem yaptığı kişilere bilgi açıklama yükümlülüğü altında değildir. Bu bakımdan Chiarella ve Dirks davalarında olduğu gibi, kamuya açıklama yükümlülüğü bulunmayan ve çağrıyı yapan kişi lehine çalışan bir kişi olduğundan O'Hagan'ın normal olarak içeriden öğrenenlerin ticaretine aykırılıktan sorumlu tutulması mümkün değildi. Ancak ABD Yüksek Mahkemesi, güvenin kötüye kullanılması teorisini kullanarak O'Hagan'ı Kural 10 (b) 5'e aykırılıktan sorumlu tutmuştur. ABD Yüksek Mahkemesi'nin görüşüne göre, bir kişi, kendisine karşı özen ve sadakat borcu ile yükümlü olduğu²²¹ kişiye bir açıklama yapmadan bu kişiden aldığı bilgiyi kişisel çıkarı için kullanması hisse senedi alım ve satımında sahtekarlık (fraud) oluşturur ve bu nedenle de Kural 10 (b) 5'e aykırılık teşkil eder.²²²

2. Çağrıya İlişkin Kurallara Aykırılık Halinde Hukuki Sorumluluk

William Act 14 (e)'deki hileli/yanıltıcı manipülatif işlem yasaklarının tazminat hukukuna konu olabilecek bir tazminat talep etme hakkı sağlayıp sağlamayacağı ABD hukukunda tartışma konusu olan meselelerinden biridir.²²³ ABD'de William Act içinde düzenlenen kuralların ihlali nedeniyle çok sayıda dava açılmaktadır. ABD mahkemeleri istikrarlı bir şekilde, sınırlı olsa da dava edilebilecek bir hakkın mevcut olduğu yönünde kararlar almaktadırlar. Exchange Act'in 18 (a) maddesinde, çağrı ile ilgili olarak SEC'ye kaydedtirilen 13 D, 13 E, 14 D1 veya 14 D9 formlarında yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgiler dolayısıyla uğranılan zararın tazmini konusunda açık bir hüküm yer almaktadır. Ancak bu hükme göre tazminat ödenebilmesi için zararın kaydedtirilen dokümandaki

²²⁰ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 187 vd.

²²¹ United States v. O'Hagan 521 U.S. 642 (1997) (Naklen: Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 191).

²²² Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 191.

²²³ Hazen, s. 321.

bilgilere dayanılması neticesinde ortaya çıkmış olması şartı aranmaktadır.²²⁴ Bu kapsamda SEC'ye yapılması gereken kayıt başvurularının gecikmesi, cezai ve idari yaptırımlara sebep olsa da sırf gecikme nedeniyle maddi tazminat ödenmesi söz konusu olmamaktadır.²²⁵ ABD mahkemelerince verilen bir kararda çağrı için SEC'ye yapılacak kayıt başvurusunda gecikme olması halinde, zararın gecikme nedeniyle doğduğunun ispat edilmesi gerektiğine hükmetmiştir.²²⁶ Mahkemelerce bu şartın aranması, William Act hükümlerine dayalı tazminat talepleri bakımından önemli bir sınırlama anlamına gelmektedir.

Mahkemelerin tazminat taleplerini kabul etmemeleri üzerine ihtiyati tedbir kararı ile zararın giderilmesidir.²²⁷

Hedef şirketlerin başvuruları üzerine çağrı yapan tarafından SEC'ye kayıt yapılmadan hisse toplanması halinde mahkemelerce hisse satın alımının durdurulmasına ilişkin ihtiyati tedbir kararı verebilmektedir.²²⁸ Ancak mahkemeler ihtiyati tedbir kararını her türlü ihlal için vermemektedirler. Örneğin 13 (d)'deki kayıt yükümlülüğünün ihlaliyle ilişkin davada mahkeme tedbir kararı verilmesi için, yatırımcıların zarar görüp görmediğinin dikkate alınması gerektiğine hükmetmiştir.

Çağrıya ilişkin hükümlerin ihlali durumunda tazminat ödenmesine ilişkin mahkeme kararlarının seyrek olmasına karşın SEC, sözü edilen hükümlerin ihlali nedeniyle tazminat istenmesinin mümkün olduğu görüşünü savunmaktadır.²²⁹

13 (e)'ye aykırılığın ise genel olarak tazminat yükümlülüğünü doğuracağı kabul edilmektedir.²³⁰ 13 (d) 13 (e) ve 14 (d)'ye ilişkin olarak düzenli olmasa da varolan zımni müeyyidenin varlığına ilişkin mahkeme kararlarının ABD yüksek

²²⁴ Hazen, s. 321.

²²⁵ Hazen, s. 321.

²²⁶ Rondeau v. Mosinee Paper Corp. davası için bkz. Hazen, s. 322.

²²⁷ International Broadcasting Corp. v. Turner, Conagra Inc. v. Tyson Foods, Morrison Knudsen Corp. v. Heil, Schnell v. Schnail, Berman v. Metzger, Stronfeld v. Great Atlantic Pasific Tea Co., Field-Trump, Sanders v. Thrall Cer Manufacturing, Dan River v. Unite&Limited, Chromalloy American Corp. v. Sun Chemical.Corp., General Aircraft Corp. v. Lampert, GAF Corp. v. Milstein, Liberty National Insurance Holding Co. v. Charter, American Bakeries Co. v. ProMet Trading Co., Gateway Industries Inc. v. Agency Rent a Car davaları için bkz. Hazen, s. 328.

²²⁸ CNW Corp. v. Japonica Partners, Florida Commercial Banks v. Culverhouse, Partsmouth Square v. Shareholders Protective Committee, Cardiff Acquisitions v. Hatch, Dan River v. Unitex Ltd. davaları için bkz. Hazen, s. 322.

²²⁹ Söz konusu SEC'nin görüşü için bkz. Hazen, s. 325.

²³⁰ Howing Co. v. Nationwide Corp. kararı için bkz. Hazen, s. 325, dn.35.

mahkemesinin zımni müeyyideyi sınırlayan kararları karşısındaki konumu oldukça tartışmalıdır. William Act'a ilişkin tazminat yükümlülüklerinin varlığını savunanlara karşı ciddi itirazlar mevcuttur.²³¹

William Act'ın çağrıya ilişkin hükümlerinde söz konusu hükümlerin ihlali neticesinde zarar gören kişiler lehine tazminat ödenmesine ilişkin açık bir hükme yer verilmemiştir. Ancak SEC'ye kaydettirilen çağrı dokümanlarında yanıltıcı bir beyana dayanmak suretiyle zarar gören yatırımcılar, Exchange Act 18 (a)'daki açık bir tazminat hükmüne dayanarak zararlarını tazmin ettirebilirler. Özellikle zımni tazminata ilişkin kısıtlamaların varlığı altında William Act'ın bir tazminat yükümlülüğü sağlayıp sağlamadığı tartışmalıdır.²³²

Bununla birlikte Exchange Act 14 (e) maddesi, hükümlere aykırılık durumunda hedef şirket ve hedef şirket hissedarları lehine tazminat ödenmesi gerektiğini düzenlemekte ve bu düzenleme, çok sayıda mahkeme kararında kabul görmektedir.²³³ Örneğin, çağrıda kendilerine hisse satma fırsatı verilmeyen hissedarların hem hedef şirket hem de çağrıyı yapana karşı dava hakkının mevcut olduğu kabul görmektedir.²³⁴

Pier-Chris-Craft Industries Inc. davasında mahkeme hedef şirket ve hedef şirket hissedarlarının tazminat isteyebileceğine, çağrı yapanın bunu isteyemeyeceğine karar vermiştir. Zira mahkemeye göre, William Act hedef şirket ve hedef şirketin

²³¹ Thomas Hazen, Implied Private Remedies under Federal Statutes, Neither a Death Knell Nor a Moratorium v. Civil Rights, Securities Regulation and Beyond 33 Vand L. Rev. 1333 (1980); Thomas Hazen, The Supreme Court and the Securities Laws: Has The Pendulum Slowed? 30 Emoly L.J. 5 (1981) bkz. Hazen, s. 325, dn. 37.

²³² Hazen, s. 326.

²³³ Sclesinger Investment Partnership v Flour Corp, Osofsky v. Zipf, Seaboard World Airlines v. Tiger International, Smallwood v. Pearl Brewing Co., Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., Electronic Specialty Co. v. International Controls Corp., Caleb&Co v. E.I DuPont de Nemours&Co, Schmidt v. Enertec Corp., Ewstern District Council of Lumber Production and Industrial, Workers v. Louisiana Pacific Corp., Daly v. Newworld Bank for Saving, Poloroid Corp. v. Disney, Scientific Computers v. Edudata Corp., Mobil Corp. v. Marathon Oil Co., Southdown Inc v. Moore McCormack Resources, Grumman Corp.LTV Corp., Weeks Dredging and Contracting Inc v. American Dredging Co. Humana v. American Medicorp, Gray Drug Stores v. Simmons, Crane Co. v. Hurses Corp. v. E.H.I of Florida v. Insurance Co. of Nourth America, Piper v. Chris- Craft Industries, Whittaker Corp. v. Edger, Burlington Industries v. Edelman, United States v. Chestman kararları.

²³⁴ Plane v. Mc Cabe davası için bkz Hazen, s. 327, dn. 6.

hissedarlarını korumayı amaçlamaktadır, çağrı yapanı korumayı hedeflememektedir.²³⁵

Yanlış veya eksik beyanlar nedeniyle 14 (e)'ye göre açılan davada davacının 18.1.(a)'nın aksine bilgiye dayanmasından kaynaklandığı, zarar ile sebep arasında genel bir ilişkinin olmasının yeterli olduğu kabul edilmiştir.²³⁶ Bu durumda kendi hisselerini çağrıda satmayan bir kişinin de çağrı dokümanlarının yanlışlığı/eksikliği nedeniyle dava açabileceği kabul edilmektedir.²³⁷

14 (e) hükmüne aykırılık nedeniyle ayrıca hedef şirket ihtiyati tedbir kararı verilmesini de talep edebilecektir.

²³⁵ Hazen, s. 327.

²³⁶ Western District Council of Lumber Production and Industrial Workers v. Louisiana Pacific Corp., Sandberg v. Virginia Bankshares Inc., Daly v. Newworld Bank for Savings davaları.

²³⁷ Polaroid Corp. v. Disney, Florida Commercial Banks v. Culverhouse, Prudent Real Estate Trust v. Johncamp Realty Hazen, s. 328.

IV. ABD’de Kontrol Değişikliği Karşıtı Düzenlemeler (Anti-Takeover Statutes)

A. İlk Nesil Eyalet Kanunları

1968’de William Act’in kabulünden önceki dönemde ABD’de hem federal hem de eyaletler düzeyinde çağrıya ilişkin özel bir düzenleme bulunmamaktaydı. 1960’lı yılların sonlarında ortakları baskı altına alan iki aşamalı kısmı teklif olarak yapılan ve kabul için hissedarlara kısa bir süre verilen çağrılarının artışı karşısında çıkartılan William Act’in kabulü ile eş zamanlı olarak ABD’de birçok eyalet kendi bölgelerinde kurulu şirketleri kontrol ele geçirmelerine karşı korumak üzere yasalar kabul etmeye başlamışlardır. 1980 yılına kadar otuz yedi eyalette, yönetim kontrol değişikliği karşıtı düzenlemeler kabul edilmiştir. Söz konusu ilk nesil kontrol değişikliğine karşı yasaların esas amacı, mevcut şirket yöneticilerini uzlaşmasız çağrılardan korumak olmuştur.²³⁸ Söz konusu yasaların yürürlüğe girmesi, bu eyaletlerde kurulu olan ya da bu eyaletlerde önemli ekonomik menfaati bulunan büyük grupların desteğinin de önemli rolü olmuştur.²³⁹ İlk nesil yasaların ortak özelliğı çağrı sürecini yavaşlatmaya ve şirketi ele geçirmek isteyenlere engeller çıkartmaya yönelik olmasıdır.²⁴⁰

İlk nesil yasaları, belirli bir eyalette kurulu şirketlerin mevcut yönetimini korurken, federal yasalara müdahale etmesi ve federe devletler arası ticarete getirdiğı sınırlamalar (commerce clause) nedeniyle Anayasa’ya aykırılık sorunu gündeme gelmiştir.²⁴¹ Nihayetinde Edgar v. Mite Corp. davasında ABD Yüksek Mahkemesi, Illinois’de kontrol değişikliğine karşı çıkarılan yasanın, William Act hükümlerini ihlal ettiğı görüşüyle Anayasa’ya aykırı olduğuna hükmetmiştir. ABD Yüksek Mahkemesi, sözü edilen kararından sonra, başka eyaletlerin kontrol değişikliği karşıtı yasalarını da iptal etmiştir. Söz konusu mahkeme kararları neticesinde birçok eyalet mevcut yasalarını iptal ederek Anayasa mahkemesi kararı ile uyumlu ve William Act hükümleri ile çelişmeyen yeni yasalar çıkarmıştır.

²³⁸ Kenyon-Slade, s. 170.

²³⁹ Kenyon-Slade, s. 170.

²⁴⁰ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 252; Şehirali Çelik, s. 99.

²⁴¹ Kenyon-Slade, s. 170.

B. İkinci ve Üçüncü Nesil Kontrol Değişikliği Karşısı Eyalet Kanunları

İkinci nesil kontrol değişikliği karşıtı yasalar, ABD Yüksek Mahkemesi'nin Edgar v. Mite Corp. davasında vermiş olduğu karardaki görüşleri dikkate almak suretiyle, William Act hükümleriyle çelişmemek amacıyla, doğrudan yönetim kontrol değişikliğini düzenlememiş bunun yerine, eyaletlerin yetkisi dahilinde olan kurumsal yönetim (corporate governance) ilkeleri içinde kontrol değişikliğine ilişkin hükümlere yer verilmiştir. Söz konusu ikinci nesil yasaların esas olarak, iki aşamalı çağrılarda, şirket kontrolünü ele geçiren kişinin, diğer hissedarları hisselerini satmaları hususunda baskı altına almasına engel olmaya yönelik olduğu söylenebilir.

İkinci nesil yasalara tipik bir örnek şu şekilde verilebilir. Kontrolü ele geçirmek isteyen bir kişinin hedef şirket sermayesi içindeki hisse payının %20, %33, 1/3, %50'ye ulaşması halinde, bağımsız hissedarlarca söz konusu edinim onaylanıncaya kadar bu kişinin sahip olduğu oy haklarını kullanmasını engelleyen hüküm ikinci nesil yasalara örnek olarak verilebilir. Böyle bir durumda hisseleri ele geçiren kişinin, şirket yönetici ve çalışanlarının sahip oldukları oylar hesaba katılmamaktadır. Bununla birlikte kontrol ele geçirmek isteyen kişinin çağrısı üzerine toplanan genel kurulda, bağımsız hissedarların çoğunluğu ele geçirenin oy haklarını kullanmaması yönünde karar alması halinde, hedef şirketin, ele geçiren kişinin hisselerini adil bir fiyattan satın alması gerekmektedir. Buna karşın bağımsız hissedarlar ele geçirenin oy haklarını kullanması yönünde karar alırlarsa ve ele geçiren kişi şirket sermayesinin %50'sinden fazlasını elinde tutuyorsa bu kez azınlık hissedarlarının her birinin, hisselerini ele geçirme sırasında ödenen en yüksek fiyattan satma ("disenters") hakkı doğmaktadır. Böylece, ele geçiren kişinin kendisinin ele geçirirken ödediği fiyattan daha düşük fiyatla azınlıktaki hissedarların hisselerini alarak, azınlık hissedarları ortaklıktan çıkarması engellenmektedir.

Yukarıda tipik örneği verilen ikinci nesil yasalara karşı da Anayasa'ya aykırılık iddiasıyla davalar açılmıştır. İkinci nesil yasalara karşı açılmış olan CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America davasında ABD Yüksek Mahkemesi'nin almış olduğu kararda,²⁴² eyaletlerin hissedarları koruma neticesi doğurması şartıyla kontrol değişikliğini zorlaştırıcı yasalara sahip olmasının mümkün olduğu sonucuna varılmıştır. Söz konusu kararda Yargıç Schwartz, William Act'in amacının, çağrışı yapan ile hedef şirket arasında eşitlik kurulması olmadığı, hissedarları korumak olduğu ifade edilmiştir.²⁴³ CTS Corp. davasından sonra bazı eyaletler²⁴⁴ yönetim kuruluna, şirket çalışanları, müşterileri, şirkete mal tedarik edenler, kredi verenler gibi hissedarlar dışındaki çıkar gruplarının da menfaatlerini gözetme yetkisi veren yasaları kabul etmişlerdir.²⁴⁵ Bu tür üçüncü nesil kontrol değişikliği karşıtı yasalar hakkında da Anayasa'ya aykırılık iddiasında bulunulmuştur. Indiana eyaletinde yürürlükte olan bu doğrultudaki yasanın Anayasa'ya aykırı olup olmadığı CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America davasında görüşülmüştür. ABD Yüksek Mahkemesi 1987 yılında 6'ya 3 çoğunlukla verdiği kararı ile söz konusu Indiana yasası hükümlerinin Anayasa'ya aykırı olmadığına hükmetmiştir.²⁴⁶

ABD Yüksek Mahkemesi'nin söz konusu kararından sonra uygulanmaya devam olunan başlıca kontrol değişikliği karşıtı yasalar hakkında bilgi aşağıda verilmiştir.

1. Ağırlaştırılmış Oy Nisabı ile Onay ve Adil Fiyat Hükümü İçeren Yasalar (Super Majority and Fair Price Statutes)

Bu yasa hükümleri, şirket ana sözleşmesinde yer alan yönetim kontrol değişikliğini zorlaştırıcı hükümlere oldukça benzerdir. Bu yasalar içinde en eskilerinden biri olan Maryland eyaletinde²⁴⁷ var olan yasa, bir şirketin %10 veya

²⁴² Adı geçen kararlar için bkz. Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 256 vd.

²⁴³ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 261.

²⁴⁴ Üçüncü nesil olarak adlandırılan yasaları kabul eden eyaletler içinde Indiana, Pennsylvania ve Ohio örnek olarak gösterilebilir.

²⁴⁵ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 264.

²⁴⁶ Söz konusu karar için bkz. Kenyon-Slade, s. 177-182.

²⁴⁷ Connecticut, Indiana, Mississippi, Virginia, Washington ve Wisconsin eyaletlerinde de benzer kanunlar yürürlükte. Bu konu hakkındaki açıklamalar için bkz. Şehirli Çelik, s. 101.

%20'sini ele geçiren kişinin ortaklıktan çıkarma yolu ile birleşme ve benzeri bir işlem yapmasına ancak belirli şartlarla izin vermektedir. Sözü edilen yasaya göre böyle bir birleşme kararının alınması için (i) hissedarlara ödenen fiyatın, adil fiyatı yansıttığı kabul edilen bir formüle göre hesaplanan fiyata eşit veya daha yüksek olması, (ii) ortaklıktan çıkarma yoluyla birleşmeye ilişkin kararın bağımsız hissedarların ağırlaştırılmış bir nisabı (genellikle oylamaya katılan bağımsız ortakların 2/3'ü) ile onaylanmış olması, (iii) birleşmeye ilişkin kararın hedef şirketin mevcut yönetim kurulu üyeleri tarafından onaylanması gerekmektedir.²⁴⁸

2. Hedef Şirket Hissedarlarına Satma Hakkı Sağlayan Düzenlemeler (Control Share Cash-Out Statutes)

Bu hüküm, bir şirketin hisselerinin belirli bir oranının (genellikle %20 veya %30) bir kişinin eline geçmesi durumunda, diğer hissedarlara hisselerini piyasa fiyatından ve bedeli nakit olarak satma hakkı vermektedir. Amerika'da Pennsylvania ve Utah'da kabul edilmiş bu hükmün mantığı İngiltere City Code, AB Direktifi ve Türkiye'de Seri: IV No. 44 Tebliği'ndeki düzenlemelerdeki zorunlu çağrı (Mandatory bid) ile aynıdır. Ancak aralarındaki fark söz konusu eyalet yasalarında çağrıdan muafiyet tanınmasının söz konusu olmamasıdır.²⁴⁹

3. Kârın İadesi (Disgorgement and Anti- Greenmail Statutes)

Pennsylvania ve Ohio'da kabul edilen yasaya göre, bir kişi bir şirketin %20 veya daha fazlasına sahip ise veya %20 veya daha fazlasına sahip olacağına ilişkin bir duyuru yaparsa alımları 24 ay önceden yapmış olmak şartıyla %20'ye sahip olmasından önceki 18 ay içinde veya %20'sine sahip olmasını izleyen 18 ay içinde sattığı hisselerden elde ettiği kârı şirkete iade etmekle yükümlü tutulmuştur.²⁵⁰

²⁴⁸ Söz konusu yasa hükümleriyle şirket yönetim kontrolünü ele geçiren kişinin, kontrolü sağlayan hisseler dışındaki hisseleri düşük fiyatla satın almasına engel olunmak istenmektedir.

²⁴⁹ Kenyon-Slade, s.186.

²⁵⁰ Kenyon-Slade, s. 187.

C. Hissedarlar Dışındaki Grupların Çıkarlarının Gözetilmesine Yönelik Üçüncü Nesil Yasalar

Çok sayıda eyalette kontrol değişikliği durumunda, yönetim kuruluna çağrıya ilişkin vereceği yanıt sırasında gözetmesi gereken kişi ve menfaat grupları sayılmaktadır. Bu yasaların bazılarında çağrıya ilişkin tavrını ortaya koyarken yönetim kurulundan açık olarak hissedarlar ve şirket dışında kalan geniş bir grubun çıkarlarını gözetmesi talep edilmektedir. Doktrinde de şirket çalışanları, alacaklılar, müşteriler, mal ve hizmet sunanlar ve daha geniş anlamda topluluğun çıkarlarını savunması gerektiği hususunda eleştiriler de yer almaktadır.

Ohio şirketler hukukuna göre, yönetim kurulu üyelerinin en başta hissedarlar olmak üzere kendi takdir yetkisine göre şirket çalışanlarını, mal ve hizmet sunanları, alacaklılarını ve müşterilerini, devlet ve ülke ekonomisini, toplumsal ve sosyal faktörleri, kısa dönemde olduğu gibi şirketin ve hissedarların uzun dönemdeki çıkarlarını da gözetmesi gerekmektedir. New York ve Pennsylvania'nın ilgili kanunları da benzer hükümler taşımaktadır. Delaware kanunlarında bu yönde bir hüküm olmamasına karşın Delaware mahkemeleri, kontrol ele geçirme girişimlerine karşı yönetimin vereceği tepkide hissedarlar dışındaki menfaat sahiplerinin durumunun da göz önüne alınması gerektiği yönünde kararlar vermektedir.²⁵¹

New York ve Delaware'da kabul edilen yasalar, şirket sermayesi içinde önemli bir pay edinilmesi halinde belirli bir süre ile şirketin bir başka şirket ile birleşmesini veya şirket aktiflerinin tümünün veya büyük bir kısmının satılmasını, kiraya verilmesi veya aktifler üzerinde benzeri işlemler yapılmasını engellenmektedir. Söz konusu düzenlemelerdeki esas amaç, şirket yönetim kontrolünün, şirket aktiflerini kullanmak suretiyle finanse edilmesine engel olmaktır.²⁵²

²⁵¹ Kenyon-Slade, s. 90.

²⁵² Bu konuda bkz. Şehirli Çelik, s. 103.

V. Hedef Şirket Yönetim Kurulunun Yönetim Kontrol Değişikliği Girişimine Karşı Savunmaları ve Hukuki Sorumluluğu

A. Genel Olarak

Önceki bölümde ABD’de uygulanan savunma önlemleri hakkında bilgi verilmişti. Burada söz konusu savunma önlemlerinin yol açtığı hukuki sorumluluklar ele alınacaktır.

ABD’de, uzlaşmasız çağrıya karşı yönetim kurulu üyeleri tarafından yapılan savunma önlemleri, hem Federal Kanunlar hem de her eyaletin kurumsal yönetim ilkelerini düzenleyen kanunları çerçevesinde tartışılmaktadır. Yapılan her savunma mevcut yönetimin, kontrol değişikliği girişimine kendi yerlerini korumak amacıyla karşı çıkmalarının, şirket kaynaklarını bu nedenle harcamalarının, yönetim hakkının kötüye kullanılmasının söz konusu olup olmadığı hususunda şüpheler uyandırmaktadır.²⁵³ ABD mahkemeleri, amacın kişisel koltuk kavgası değil de farklı yönetim anlayışlarının mücadelesi olduğu, mevcut yönetimin kendi politikasını savunmak için makul ölçülerde olduğu sürece şirket kaynaklarını kullanabileceği görüşündedir.²⁵⁴ Örneğin, hedef şirketin kontrolü ele geçirecek kişi tarafından gerçekleştirilecek bir tasfiye tehdidi altında olduğu zaman, hedef şirketin kendi fonları kullanılarak kontrolü ele geçirmek isteyen şirketten kendi hisselerini satın alması, yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat borcuna aykırı bulunmamıştır.²⁵⁵ Hedef şirketin kendi hisselerini satın alması da amacının yönetim kurulunun yerini koruması olmaması şartıyla geçerli olarak kabul edilebilmektedir.²⁵⁶ Başvurulan diğer bir savunma önlemi ise “poison pill” olarak adlandırılan kontrolü ele geçirenin haricindeki diğer hissedarlara, şirket hisselerinin belirli bir yüzdesinin (genellikle %10 veya %20) bir kişinin eline geçmesi halinde kullanılabilen yeni pay alma hakkının tanınmasıdır. Söz konusu hakkın kullanım fiyatı hissenin piyasa fiyatından daha

²⁵³ Hazen, s. 331.

²⁵⁴ Hazen, s. 332, dn.4.

²⁵⁵ Bu şekilde hedef şirket tarafından, kontrolü ele geçirmek isteyen şirketin hisse senetlerinin satın alınması “green mail” olarak adlandırılmaktadır.

²⁵⁶ Hazen, s. 332, dn.8.

düşük bir fiyatla belirlenmiş olması nedeniyle bu hak, kontrolü ele geçirmek isteyen dışında diğer ortaklarca kullanıldığından artan sermaye içinde kontrolü ele geçirmek isteyen payı azaltmakta ve böylece kontrol ele geçirme tehdidi ortadan kaldırmaktadır. ABD mahkemeleri sadece ele geçirmeyi önleme amacıyla yapılmayıp geçerli bir ticari amaç bulunması durumunda, kontrol ele geçirmek isteyen aleyhine eşitsizlik yaratan bu savunmayı kabul etmektedirler.²⁵⁷ Bir kontrol değişikliği girişimi ile karşı karşıya kalan hedef şirket yönetiminin sıklıkla başvurduğu başka bir yöntem de “white knight” (beyaz şövalye) adı verilen bir kişiyle beraber hareket edilmesi, mesela bu kişinin sağladığı fonla mevcut yönetimin hedef şirket üzerindeki kontrolünün sağlamlaştırılmasıdır. Kullanılan başka bir yöntem ise hedef şirketin en önemli ve değerli varlıklarının (crown jewel) satılması, böylece şirketin, yönetim kontrolünün ele geçirilmesi bakımından çekici olmaktan çıkarılmasıdır.

Aşağıda ABD hukukunda yönetim kurulu tarafından geliştirilen savunma yöntemlerine karşı ABD mahkemeleri tarafından geliştirilen mahkeme içtihatları ve bu çerçevede yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluklarının gelişmeleri incelenecektir.

B. Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen ve Sadakat Yükümlülükleri (Fiduciary Duties)

Berle & Means’in belirttiği gibi, büyük halka açık şirketler sermaye içinde oldukça düşük paya sahip yöneticiler tarafından yönetilmeye başlanması mülkiyet ve kontrolün ayrışmasına yol açmıştır. Mülkiyet ve kontrolün ayrışmasının yol açtığı boşluk, kontrolü elinde bulunduran yöneticilerin şirketi, şirket ve hissedarlar yerine kendi çıkarları doğrultusunda yönetme tehlikesini ortaya çıkarmıştır. Bu ayrışma neticesinde hissedarlar, yönetim ve kontrol işlevini yerine getiremediğinden hukukun devreye girmesi ve şirket ve şirket hissedarlarının hukuk yolu ile korunması gereği doğmuştur. Anglosakson Trust hukukunda, başkasının malını bir üçüncü kişi (beneficiary) lehine yöneten “trustee”nin sorumluluğu “fiduciary duty” (güvene dayalı ilişkide sorumluluk) olarak adlandırılmaktadır. Yönetim ve kontrolün ayrıştığı halka açık anonim şirketlerde

²⁵⁷ Hazen, s. 332, dn.7.

de yönetim kontrolüne sahip olan hissedarların belirlediği yönetim kurulu, kontrol dışı hissedarların koyduğu sermayeyi (başkasının parasını) yöneten kişi konumunda olduğundan, ABD ve İngiliz hukukunda yönetim kurulu üyelerinin trust hukukundaki “fiduciary” sorumluluklarının var olduğu kabul edilmektedir.²⁵⁸

ABD hukukunda, İngiliz hukukunda olduğu gibi yönetim kurulu üyelerinin, ana sözleşme ve ilgili kanunlarla belirlenmiş ve sorumluluklarına ek olarak “equity law”dan²⁵⁹ kaynaklanan, görevlerini gerekli özeni (duty of care) ve sadakati göstermek suretiyle yerine getirmeleri yükümlülüğü altında oldukları kabul edilmektedir.

Özen borcu, yönetim kurulu üyelerinin, görevlerini yerine getirirken sıradan dikkatli ve tedbirli bir kişinin benzer bir durumda göstereceği özeni göstermelerini gerektirmektedir.²⁶⁰ Sadakat borcunun ise biri olumlu diğeri olumsuz olmak üzere iki çehesi bulunmaktadır. Olumlu çehesi, yönetim kurulu üyesinin şirket ve hissedarları çıkarı yönünde hareket etmesini, olumsuz çehesi ise yönetim kurulu üyelerinin şirket ve pay sahiplerine zarar verecek eylemlerden kaçınma yükümlülüğü gerektirir.²⁶¹

Söz konusu özen ve sadakat borcu, yönetim ve kontrol ayrışmasının neticesi olarak yöneticiler ile kontrol dışı hissedarlar arasında kaçınılmaz olarak çıkan çıkar çatışmasında, yöneticileri kendi çıkarlarını değil, şirket ve şirket hissedarlarının çıkarlarını korumaya yönlendirmek bakımından çok önemli bir rol oynar.²⁶² Böyle bir yükümlülüğün olmaması durumunda yönetim kontrolünü elinde bulunduran ve bu kişileri temsilen yönetim kuruluna seçilen yönetim kurulu üyelerinin, genel olarak şirketin ve hissedarların değil, kendi çıkarlarını gözeterek davranmalarını beklemek hatalı bir bekleyiş değildir. Yöneticilerin, birer insan olarak öncelikle kendi çıkarlarını gözetmeleri insan doğası gereğidir.

²⁵⁸ Kenyon-Slade, s. 216-217; Davies (Gower/Davies), Principles of Modern Company Law, Sweet and Maxwell, 2008, s. 495.

²⁵⁹“Equity” kelimesi, dürüstlük (fairness), tarafsızlık (impartiality) anlamına gelmektedir. “Equity law” ise İngiliz Yüksek Mahkemesi (English Court of Chancery) tarafından geliştirilen ve yazılı kurullarla çelişmesi halinde yazılı kurullara göre üstün tutulan içtihat hukukunu ifade etmektedir. Bkz. Black’s Law Dictionary, A. Garner, Bryan, 1999.

²⁶⁰ Bainbridge, Corporate Law, s. 96. Bu konuda örnek yargı kararı için bkz. Graham v. Allis-Cholmers Mfg. Co., 188 A. 2d 125,130 (Del.1963). Bu konuda ayrıca bkz. Şehirali Çelik, s. 106.

²⁶¹ Bu konuda bkz. Şehirali Çelik, s. 107.

²⁶² Berle/Means, s. 6.

Özen ve sadakat yükümlülüğü yöneticileri hukuken sorumlu tutarak, yönetim kuruluna üye seçilme amaçları olan şirket ve hissedarlar yararına hareket etmelerini sağlama işlevi görür.

Yönetim kurulu üyelerinin sadakat borcu sadece olumsuz yükümlülükler değil, şirketi kâra geçirme, piyasa değerini yükseltme ve genel olarak başarıya ulaştırma gibi olumlu yükümlülükler de içerir.²⁶³ Şirketi başarıya ulaştırma yükümlülüğü ise yönetim kurulu üyelerinin bazı riskli kararlar almasını gerektirir.²⁶⁴ Eğer yönetim kurulunun aldığı karar, özen borcuna (duty of care) aykırı olarak nitelendirildiği takdirde yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu doğar.

C. Ticari Kararların Yerindeliği Kuralı (“Business Judgment Rule”)

Yönetim kurulu üyelerinin aldıkları her karar nedeniyle hukuken sorumlu olma riski yöneticilerin almaları gereken riskleri almaktan alıkoyabilecektir. İşte bu noktada yöneticilerin riskli kararlar almalarına imkân sağlanması, sorumlulukları ile ticari hayatın gerekliliklerini dengelemek bakımından ABD mahkemeleri tarafından “business judgment rule” kuralı geliştirilmiştir.²⁶⁵

ABD Mahkemeleri tarafından geliştirilen “business judgment rule” kuralı şirket yönetim kurulu üyeleri aleyhine açılmış davalarda, yönetim kurulu üyeleri lehine aksi kanıtlanabilir bir karine sağlamaktadır. Bu karineye göre, aksi karşı tarafça ispatlanıncaya kadar, yönetim kurulu üyeleri görevlerini ifa ederken özen ve sadakat (fiduciary duty) yükümlülüklerine uygun davranmış olarak kabul edilmektedir.²⁶⁶ Bu kuralın, kişisel sorumluluk altına girme ve hissedarların sürekli dava açma tehdidi altında olmadan yönetim kurulu üyelerinin, etkin şirket politikaları geliştirmesine yardımcı olacağı savunulmaktadır.²⁶⁷ Business

²⁶³ “The duty to promote the success of the company is the modern version of the basic loyalty duty of directors.” Davies (Gower/Davies), s. 506 vd.

²⁶⁴ Kenyon-Slade, s. 219.

²⁶⁵ “Business Judgment Rule” doktrinde yönetim kurulu üyelerinin karar alma özgürlüğü ilkesi olarak Türkçe’ye çevrilmiştir. Bkz. Şehirlali Çelik, s. 108. Söz konusu ilke esas olarak, yönetim kurulu üyelerine özen ve sadakat borcunu gözetmeden serbestçe karar alma özgürlüğü vermemektedir. Söz konusu ilke ile yönetim kurulu üyeleri lehine, yükümlülüklerine uygun hareket ettiği yönünde, aksi ispatlanabilir bir karine yaratmaktadır. Bu nedenle biz Business Judgment Rule” ilkesini Türkçe’de “yönetim kurulu kararlarının yerindeliği kuralı” olarak kullanmayı daha uygun görmekteyiz.

²⁶⁶ Kenyon-Slade, s. 213.

²⁶⁷ Kenyon-Slade, s. 220.

judgment kuralı çerçevesinde yöneticiler, hatalı yönetsel kararları nedeniyle tazminat ödemekle sorumlu tutulamayacaklardır.²⁶⁸

Bu kuralın kabul edilmesindeki esas sebep özen ve sadakat yükümlülükleri ile yöneticilerin ticari risk almak zorunlulukları arasında bir denge oluşturmak olmuştur. Özen ve sadakat yükümlüğünün iş hayatının gerçekleri ile dengelenmesi gerekmektedir. Bu yüzden, söz konusu yükümlülüklerin daha az kısıtlayıcı olması, yöneticilerin ticari kararlarına daha çok saygı gösterilmesi gerekir. Business judgment kuralının ilk kez 1829'da Louisiana Yüksek Mahkemesi'nin Percy v. Millaudon davasında verilen kararda açık olarak ifade edilmiştir. Percy-Millaudon davasında mahkeme, yaratılışı gereği hata yapabilen insandan, mükemmeli beklemek yanlış olur, hiçbir insan bunun gibi ağır koşullar altında başka insanlara hizmet edemez görüşü ile bu prensibi savunmuştur. 1853 yılında alınan bir mahkeme kararında, iyi niyetle ve makul bir özen ve dikkatle hareket eden yönetim kurulunun verdiği hatalı kararın sonucundan sorumlu tutulmaması gerektiği ifade edilmiştir.²⁶⁹ Kuralın şu andaki hali de ilk ortaya çıktığı zamandan çok farklı değildir.²⁷⁰ Business judgment kuralının doğmasındaki temeli motif olan "insan isyan ile maluldür", halen geçerli olarak kabul edilen bir prensiptir.

Business judgment kuralının diğer gerekçesi ise mahkemelerin, bir ticari kararın uygunluğu konusunda karar vermede yeterli donanıma sahip olmayacaklarına ilişkin görüşler olmuştur.²⁷¹ Bu görüşe göre; şirket işleri ile ilgili karar verme

²⁶⁸ Krş. Manavgat, s. 183-184. Yazar, tam aksine, normal olarak yöneticilerin anonim ortaklıklar hukukundan doğan özen ve sadakat borcuna uygun davrandıklarını ispat yükünün kendilerine ait olduğunu aleni pay alım tekliflerinin (çağrının) yapılan bu sisteme uymadığını bu yüzden ABD'de "business judgment" kuralının aleni pay alım tekliflerinde ispat yükünün yer değiştirmek üzere doktrin ve yargı kararlarında bir çözüm olarak ortaya çıktığını savunmuştur. "*Bu alım hedef ortaklık yöneticilerini, aleni pay alım teklifi ile ilgili olarak verdiği kararı ticari bir karar olarak algulamaktadır*" (Çağlar Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifi, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997_s. 184). Oysa business judgment kuralı ABD'de 1829'dan bu yana tüm ticari kararlara ilişkin olarak uygulanan geleneksel bir kuraldır. Bu kuralın uygulanması yazarın ifadesinin tam tersine yöneticilerin kararlarının yerinde olduğuna ilişkin geleneksel karine (business judgment rule) yönetici ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları nedeniyle uzlaşmasız çağrılarda uygulanması sorun yaratmış ve mahkeme kararlarıyla (Unocal) bu geleneksel karinenin çağrıda uygulanmaması yeni yeni çağrıda yapılan savunmalarda özen ve sadakat yükümlülüğünün yerine getirildiğinin ispat yükü yöneticilere ait olması kabul edilmiştir. Business judgment kuralı ve bu kuralın yönetim kontrol değişikliği ile ilgili olarak sınırlandırılması konusunda Türkçe kaynak olarak ayrıca bkz. Şehirli Çelik, s. 108-122.

²⁶⁹ Kenyon-Slade, s. 219-220.

²⁷⁰ Kenyon-Slade, s. 219.

²⁷¹ "... courts are not business expert", McMullin v. Beran davası için bkz. Bainbridge Corporate Law, s. 163; Kenyon-Slade, s. 221.

yetkisi yöneticilere aittir; yargıç ya da davacı sıfatıyla şirket hissedarları, yöneticilerin yerine geçerek karar veremezler.²⁷² Bu nedenle yargıçlar şirket yöneticilerinin kararlarına müdahale etmemelidir.

Tüm ticari davalarda uygulanan geleneksel “Business judgment” kuralı, 1985 yılında alınan kontrol değişikliğine ilişkin birçok olayda da mahkemeler tarafından uygulanmıştır. Business judgment kuralının en iyi ifadelerinden biri Delaware Yüksek Mahkemesi’nin Aronson-Lewis davasında verdiği kararda yer almıştır. Söz konusu mahkeme kararına göre “business judgment” kuralı, yöneticilerin, bir karar alırken bu kararın şirket çıkarını en iyi şekilde koruduğu yönünde bilgilendirilmiş olduğunu, iyi niyetle ve dürüst bir şekilde hareket ettiklerini karine olarak kabul eder. Kötü niyet olmadıkça mahkemeler bu karara saygı duymalıdır.²⁷³ Business judgment kuralının geleneksel uygulamasında, yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülüklerine aykırı davrandığının ispat yükü davacı tarafa düşmektedir. Bu karineyi çürütmek için yöneticilerin görevlerini ifa ederken, iyi niyetle hareket etmediklerini, özen ve sadakat yükümlülüklerine aykırı davrandıklarının davacı tarafça ispatı gerekmektedir. Eğer davacılar bu karineyi çürütemezlerse yönetim kurulu kararının yerine olduğu kabul edilmekte ve yönetim kurulunun kararın ayrıntısı mahkeme tarafından incelenmemektedir. ABD mahkemelerinde bu karinenin çürütülmesi çok kolay olmamaktadır. Az ileride incelenecek olan Unocal davası öncesinde ABD mahkemelerinde görülen çok sayıda davada, ancak yöneticilerin kasten kötü niyetle davrandıkları ispat edilen az sayıda dava dışında karinenin çürütülmesi mümkün olmamıştır. Bu şekilde karinenin çürütülmesinde ortaya çıkan zorluklar, yönetim kontrolünü kaybetme tehdidi altında şirket yönetim kurulu üyelerinin kendi çıkarlarını koruma amacını taşıyan agresif savunma önlemlerine başvurmasına yol açmıştır.²⁷⁴

Karinenin çürütülmesindeki zorluklara karşın davacıların karineyi çürütmeleri durumunda ispat yükü şirket yöneticilerine düşmektedir. Bu kez şirket yöneticilerinin görevlerini ifa ederken “tamamıyla adil” (“entire fairness”)

²⁷² Franklin Balotti/Kevin Adams/Gilehrst Sparks, Directors' Fiduciary Duties in Corporate Control Contests, 18. Annual Institute on Securities Regulation, New York, 1986, s. 9 vd.

²⁷³ Kenyon-Slade, s. 220.

²⁷⁴ Kenyon-Slade, s. 223, dn. 33.

davrandıklarını göstermeleri gerekmektedir. Bu durumda yönetim kurulu tarafından alınmış olan kararın detaylı olarak incelenmesi ve buna göre karar oluşturulması mümkün olmaktadır.

Yöneticilerin kararlarının yerinde olduğu karinesinin iki önemli sonucu bulunmaktadır. Birinci sonuç, mahkemelerde karinenin aksinin ispatı zor olduğundan yöneticileri kişisel olarak sorumlu tutmak ve tazminat ödemekle yükümlü tutmak oldukça güç olmaktadır. İkinci sonuç ise bu kuralın yönetim kurulu işlemlerinin hukuki geçerliliğini/güvenilirliğini korumasıdır. Doktrinde birinci etkiye “business judgment rule” ikinci etkiye ise “business judgment doctrine” adı verilmektedir.²⁷⁵ Yöneticileri tazminat ödemekten kurtarması sebebiyle business judgment kuralının etkisi diğerine göre daha büyük olmaktadır. Yönetim kurulunun bir işlemi, ihtiyati tedbir kararı ile durdurulsa bile, yöneticilere bir tazminat ödenmesi söz konusu olmayabilmektedir.²⁷⁶

Ancak ABD mahkemeleri kararlarına göre, bir olayda “business judgment” kuralının uygulanması için bazı koşulların gerçekleşmiş olması gerekmektedir. Business judgment, kuralı yönetim kurulu üyelerine karar almada serbestiyet tanırken, yönetim kurulu üyelerinin kendi şahsi çıkarları doğrultusunda hareket etmesine de engel olmak istemektedir. Yani karar serbestiyetinin, şahsi çıkarları gözetme amacıyla kullanılmasına engel olmaya çalışarak bir yerde denge kurmayı amaçlamaktadır.²⁷⁷ ABD mahkemeleri tarafından “business judgment” kuralının uygulanması için aranan ön koşullar aşağıda açıklanmıştır.²⁷⁸

(i) Uygulanmış bir ticari karar bulunmalıdır:

Yönetim kurulu üyeleri sadece uygulamaya koydukları kararlar aleyhine açılmış davalarda bu karineden faydalanabilirler. Eğer yönetim kurulu üyelerinin almaları gereken bir karar olup da bu kararı almamaları halinde, bu karineden faydalanmazlar. Böyle bir durumda, karine uygulanmadan yönetim kurulu

²⁷⁵ Kenyon-Slade, s. 224, dn.38.

²⁷⁶ Robert Hingley, The Takeover Panel, A Practitioner's Guide 2008/2009; Gimbel v. Signal Cos. davasında mahkeme, davacıyı business judgment rule karinesini çürütmekte başarısız bulmasına karşın, hedef şirketin kontrol değişikliği tehdidine karşı savunma olarak yapılmış olan varlık (crown jewel) satışını yasaklamış, fakat yöneticileri kişisel olarak sorumlu tutmamıştır. Bahse konu karar için bkz. Kenyon-Slade, s. 224.

²⁷⁷ Bainbridge, Corporate Law, s. 110.

²⁷⁸ Bainbridge, Corporate Law, s. 110 -122; Kenyon-Slade, s. 225 vd.

üyelerinin, özenli davranma yükümlülüğüne (duty of care) aykırı davranıp davranmadığının incelemesi yapılmaktadır.²⁷⁹

(ii) Karar yönetim kurulu üyelerinin kişisel menfaatleri ile ilgi olmamalı ve yönetim kurulu üyeleri bağımsız olmalıdır:

Alınan karar doğrudan veya dolaylı olarak yönetim kurulu üyelerinin şahsi çıkarlarını ilgilendiriyorsa söz konusu karar hakkında “business judgment” karinesi bu karara karşı açılan davalarda uygulanmamaktadır. Kişisel menfaatin bulunmaması şartı, yönetim kurulu üyesinin işlemin bir tarafında yer almaması ve işlem neticesinde ortak sıfatıyla kazanacağı dışında bir menfaat temin etmemesi anlamına gelmektedir. Özellikle kontrol değişiklikleri ile ilgili olarak Delaware mahkemelerinin business judgment kuralını uyguladığı 1985 öncesi kararlarına göre kişisel menfaatin “business judgment” kuralının uygulanmamasına sebebiyet vermesi için şirket ve hissedarların menfaatleri ile çatışan veya yarışan, önemli ve mali bir menfaat olması gerekmektedir.²⁸⁰ Söz konusu mahkeme kararları özellikle kontrol ele geçirmelerine karşı başvuru savunma önemleri bakımından önem taşımaktadır. Zira uzlaşmasız olarak yapılan tüm yönetim kontrolünü ele geçirme girişimlerinde işin doğası gereği alınacak savunma önlemlerine ilişkin kararlarda yönetim kurulu üyelerinin kişisel menfaati olmaktadır. Eğer söz konusu savunma önlemi, şirket ve hissedar çıkarları ile uyuyor ve önemli kişisel bir mali çıkar da içermiyorsa bu menfaat “business judgment” karinesinin uygulanmamasına sebep olmayacaktır.²⁸¹ Sadakat (loyalty) kuralının ihlali söz konusu olmadıkça kişisel çıkarın bulunmasının tek başına, “business judgment” karinesinin uygulanmaması için yeterli olamayacağı kabule edilmektedir. Delaware mahkemelerinin, yönetim kurulu üyelerinin savunma önlemi olarak ücret ve işten ayrılma tazminatlarının belirlenmesine ilişkin kararlarının da tek başına karinenin uygulanmasına engel olmayacağı yönünde kararları da bulunmaktadır.²⁸²

Kişisel menfaat şartına ek olarak, “business judgment” karinesinin uygulanabilmesi için yönetim kurulunun bağımsız olması şartı da aranmaktadır.

²⁷⁹Bainbirdge Corporate Law, s. 110.

²⁸⁰ Kenyon-Slade, s. 225.

²⁸¹ Kenyon-Slade, s. 227.

²⁸² Kenyon-Slade, s. 228.

Yönetim kurulu üyesinin bağımsız olması, kararlarını, dışarıda gelen etki ve düşüncelere göre değil şirketin gereksinimlerini dikkate alarak vermesini gerektirir.²⁸³ Bir yönetim kurulu üyesi kararını, alınan kararda menfaati olan bir kişiden etkilenecek veriyor veya yönetim kurulu üyesi ile bir menfaat sahibi arasındaki ilişki yönetim kurulu üyesinin bu kişi lehine hareket etmesini gerektirecek nitelikte ise söz konusu yönetim kurulu üyesinin gerekli bağımsızlık koşulunu taşımadığı kabul edilmektedir.²⁸⁴

Eğer davaya konu olayda yönetim kurulu, kurul olarak hareket etmişse, bir kişinin bağımsız olmadığını veya işlemlerle ilgili kişisel menfaatinin olduğunu göstermek yeterli olmamakta, davacının yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun bağımsız olmadığını veya yapılan işlemlerle ilgili kişisel menfaatlerinin bulunduğunu göstermesi gerekmektedir.²⁸⁵

(iii) Yönetim Kurulu üyeleri iyi niyetle hareket etmiş olmalıdır.

Sadakat yükümlülüğü, bağımsız ve şahsi menfaat yerine şirket ve hissedarların menfaatine hareket etme yükümlülüğünü içerdiği gibi iyi niyetle hareket etme borcunu da içerir. Bu son yükümlülük sadakat yükümlülüğünün temelinde yer alır. Kontrol değişikliği işlemlerinde “iyi niyet ilkesi”, yönetim kurulu üyelerinin, şirket ve hissedarların çıkarına olduğuna dürüstçe inandıkları şekilde hareket etmesini gerektirir. Kontrol değişikliği tehdidine karşı yapılacak savunmalarda yerlerini korumak yöneticiler için tek ve öncelikli amaç olmaması gerekir²⁸⁶

(iv) Yönetim Kurulu üyeleri kararlarını yeterli bilgiye dayandırmalı ve özen (duty of care) borcuna uygun hareket etmiş olmalıdır.

Yönetim kurulu üyelerinin “business judgment” karinesinin korumasından faydalanabilmesi için diğer bir şart kararlarını yeterli bilgiye sahip olduktan sonra vermiş olmaları ve bu şekilde özen (duty of care) borcunu yerine getirmiş olmaları gerekmektedir. Delaware mahkemelerince verilen çok sayıda kararda, özen borcunun, yöneticilerin karar verme sürecinde, karar vermeleri için gerekli olan

²⁸³ *Seminaris v. Landa*, 662 A.2d 1350, 1354 (Del. 1993) kararı için bkz. Bainbirdge, *Corporate Law*, s. 110.

²⁸⁴ Bainbirdge, *Corporate Law*, s. 110.

²⁸⁵ Bainbirdge, *Corporate Law*, s. 111.

²⁸⁶ Kenyon-Slade, s. 229.

bilgileri edinmiş olmalarını gerektirdiği ifade etmiştir. ²⁸⁷ Mahkemeler, özen borcunun yerine getirilip getirmediğini saptarken, bilgi edinmenin maliyeti ve hızlı karar verme zorunluluğu gibi faktörleri dikkate almaktadır.

Yönetim kurulu üyelerinin kararlarını yeterli bilgiye dayandırma hususuna ilişkin olarak Delaware Yüksek Mahkemesi'nin 1985 yılında almış olduğu bir karar kilit rol oynamaktadır. Smith v. Van Gorkom davasında, "business judgment" kuralı uygulanmayarak yönetim kurulu üyelerinin sorumlu olduğuna karar verilmiştir. Karar konusu olayda Trans Union şirketinin yönetim kurulu başkanı ve CEO'su Van Gorkom, yüksek tutardaki vergi borçlarını ödeyebilmek için bir birleşme projesi başlatmıştır. Birleşme projesine göre Pritzker firması, Trans Union hissedarlarına hisse başına 55 ABD Doları ödemek suretiyle nakit karşılığı Trans Union şirketini birleşme suretiyle devralacaktır. Pritzker firması, bu teklifin kabul için Trans Union yönetim kuruluna üç gün süre vermiştir. Yönetim kurulu başkanı yönetim kurulunu, teklifin kabulü için verilen sürenin bitiminden bir gün önce yapılacak bir toplantıya davet etmiştir. İki saat süren yönetim kurulu toplantısında yönetim kurulu başkanının yirmi dakikalık sunumundan sonra birleşme teklifi, birleşme sözleşmesi okunmadan yönetim kurulu tarafından onaylanmıştır. Van Gorkom, sözleşmeyi Chicago Lyric Opera'da düzenlenen özel gecede imzalamıştır. ²⁸⁸ Delaware Yüksek Mahkemesi, Trans Union yönetim kurulu üyelerinin (i) yönetim kurulu başkanının yürüttüğü birleşme projesi ve satış fiyatının oluşturulmasındaki rolü hakkında yeterli bilgi temin etmemiş olmamaları, (ii) şirketin gerçek değeri hakkında bilgi sahibi olmamaları (iii) önceden konu hakkında bilgi sahibi olmamalarına rağmen yapılan iki saatlik toplantıda karar almış olmaları sebebiyle ağır ihmal içinde hareket ettikleri sonucuna varmış ve yönetim kurulu üyelerini tazminat ödemekle yükümlü kılmıştır. Bu kararın esas önemi ve önceki kararlardan farklı olan yönü, mahkemece, yönetim kurulu üyelerinin sahtekârlık, kötü niyet veya kendi menfaatlerine işlem yapma gibi bir durumlarının bulunmadığının kabul edilmiş olmasına karşın, yönetim kurulu üyelerinin hukuken sorumlu tutulmuş olmasıdır.

²⁸⁷ Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984), Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985) kararları için bkz. Kenyon-Slade, s. 234.

²⁸⁸ Kenyon-Slade, s. 236.

²⁸⁹ Karar oldukça fazla eleştiriye maruz kalmış ve söz konusu karar neticesinde “business judgment” kuralının zedelendiği ²⁹⁰ ve davadaki gerekçelerin yöneticilerin ağır ihmal içinde bulunduğunu göstermekte yetersiz olduğu ileri sürülmüştür. ²⁹¹ Buna karşın mahkemenin söz konusu kararını destekleyenler, kararın “business judgment” kuralını zedelediğini, tersine bu kuralı teyit eden karar olduğunu; yöneticilerin göstermeleri gereken özen borcunun önemine dikkat çeken iyi bir örnek olduğunu ileri sürmüşlerdir. ²⁹² Buna karşın, Simit v. Van Gorkom davası dışında özen borcunu ihlal ettikleri gerekçesiyle yönetim kurulu üyelerini sorumluluğuna hükmeden dava sayısı oldukça sınırlı kalmıştır. Doktrinde Simit v. Van Gorkom davasının bu konuda benzer bir sorumlulukla karşılaşmamak için iyi bir yol haritası sağladığı ²⁹³ ve bu anlamda Trans Union yönetim kurulunun böyle bir dersin alınması için kurban edildiği de savulmuştur. ²⁹⁴

D. Yönetim Kontrol Değişikliğinde Geleneksel “Business Judgment”

Kuralının Uygulanmasına Karşı Eleştiriler - Unocal Kararı

1980’li yıllarda ABD’deki kontrol değişikliği sayısındaki eşi benzeri görülmemiş artışlara karşı koymak amacıyla geliştirilen agresif savunma yöntemleri yoğun eleştirilere maruz kalmış ve “business judgment” kuralının kontrol değişikliği bağlamında uygulanmasının gözden geçirilmesi ihtiyacını doğmuştur. ²⁹⁵

“Business judgment” kuralının kontrol değişikliği bağlamında uygulanmasına karşı ileri sürülen başlıca itirazlar şöyle sıralanabilir. “Business judgment” kuralını amacı, sıradan ticari kararları yargı incelemesinden izole etmektir. Bu kuralın kontrol değişikliği bağlamında uygulanması bazı problemler yaratmaktadır.

²⁸⁹ Kenyon-Slade, s. 242.

²⁹⁰ Bkz. Daniel Fischel, The Business Judgment Rule and The Trans Union Case, 40 Bus. Law. 1437, 1455 (1985), (Naklen: Kenyon-Slade, s. 240).

²⁹¹ Jonathan Macey and Geoffrey Miller, Trans Union Reconsidered, 98 Yale L.J. 127, 128-30 (1988), (Naklen: Kenyon-Slade, s. 240).

²⁹² Schwartz, Barry F. / Wiles, James G, Business Judgment Rule Clarified by Delaware’s Trans Union Decision, Nat’l. L.J., Jule.8, 1985, at 42, col.3, (Naklen: Kenyon-Slade, s. 241).

²⁹³ Schwartz / Willes, (Naklen: Kenyon-Slade, s. 241).

²⁹⁴ Kenyon-Slade, s. 242.

²⁹⁵ Kenyon-Slade, s. 214.

Kontrol değişikliği tehdidi ile karşı karşıya kalan yönetim kurulu üyelerinin verebilecekleri en doğal tepki yerlerini korumaya çalışmak olacaktır. Zira hiç kimse kendi isteği dışında, başkaları tarafından bir işten bir makamdan atılmak istemez. Oysa uzlaşmasız kontrol değişikliğinde, kontrolü ele geçiren kişinin ilk yapacağı iş, yönetim kurulu üyeleri ve şirket yöneticilerini değiştirmek, bunların yerlerine kendisinin belirleyeceği kişileri atamak olacaktır. Bu nedenle hedef şirket yönetim kurulu üyelerinin menfaati yerlerini koruyabilmek için savunma önlemlerine başvurmakken, yönetim kontrolü dışında kalan hissedarların çıkarı hisselerini yüksek primli bir fiyattan satma imkânına kovuşmak için yönetim kontrol değişikliğinin girişiminin gerçekleşmesinde olabilecektir. Bu durumda kontrol değişikliğine karşı savunma yapılması, kontrol dışı hissedarların çıkarına aykırı olacak ve şirket yönetim kurulu üyeleri ile kontrol dışı hissedarlar arasında bu hususta bir çıkar çatışması söz konusu olacaktır.²⁹⁶ Haklı bir sebep olmaksızın savunmaya başvurulması hissedarların, kontrol değişikliğinde ortaya çıkması muhtemel olan kontrol değişikliği primini (takeover premium) almalarına engel olur.²⁹⁷ Bu nedenle de “business judgment” kuralının uygulanması için gerekli olan “kişisel menfaat çatışmasının olmaması ” şartının kontrol değişikliği, bağlamında olmasını beklemek işin doğasına aykırı düşmektedir. Buna rağmen kontrol değişikliği durumunda “business judgment” kuralını uygulamak, aslında menfaat çatışması içinde olması doğal olan yönetim kurulu üyelerinin menfaat çatışması içinde olmadığını varsayarak, ispatı karşı tarafa yüklemek hakkaniyete uygun düşmez.²⁹⁸ ABD mahkemelerinin Unocal davasından önceki dönemde “business judgment” kuralı kapsamında vermiş olduğu kararlar, yönetim kurulu üyelerinin savunma önlemlerini fiilen yargı denetiminden muaf hale getirmiştir. Unocal öncesinde Panter v. Marshall Field & Co. davasında verilen mahkeme kararı “business judgment” kuralının bu şekilde uygulanmasına bir örnek teşkil edecek niteliktedir. Karara konu olayda Panter tarafından piyasa fiyatından %91 primli bir fiyat olan hisse başına 42 ABD Doları fiyat teklif edilerek yapılan çağrıya karşı Marshall Field yönetim kurulu, Panter’in söz konusu devralamaya

²⁹⁶ Kenyon-Slade, s. 243.

²⁹⁷ Gary Kreider, Corporate Takeovers and The Business Judgment Rule: An Update, 11 J. Corp. L. 633, 649 (1986), (Naklen: Kenyon-Slade, s. 243).

²⁹⁸ Marc Steinberg, Tender Offer Regulation: The Need for Reform, 23 Wake Forest L. Rev. 1, 10 (1988), (Naklen: Kenyon-Slade, s. 243).

ilişkin olarak Rekabet Kurulundan izin almasını engellemek amacıyla 410 milyon ABD Doları tutarında yeni bir varlık satın alma yatırımı yapma kararı almıştır. Yatırım için 40 Milyon Doların şirketten çıkmış olması aynı zamanda Marshall Field'i hedef olarak daha az çekici bir hale getirmiştir.²⁹⁹ Söz konusu savunma önlemi neticesinde Marshall Field hisse fiyatı 19 ABD Dolarına kadar düşmüştür. Gerçekleştirilen savunma önlemi hissedarların açıkça aleyhine sonuç doğurmuş olmasına karşın mahkeme, “business judgment” kuralını uygulanması neticesinde yönetim kurulu üyeleri aleyhine açılan sorumluluk davasını reddetmiştir.³⁰⁰ Yönetim kurulu üyeleri tarafından geliştirilen savunma önlemlerine karşı mahkemelerce “business judgment” kuralı çerçevesinde gösterilen koşulsuz saygıya yöneltilen ve git gide çoğalan eleştiriler neticesinde, ticari yerindelik kuralının şirket kontrol değişikliği gerçekleri ile uyuşmadığı, ABD mahkemelerince de kabul edilmiştir.

Delaware Yüksek Mahkemesi'nin 1985 yılında Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co. davasında³⁰¹ (Unocal davası) aldığı karar Amerikan şirket kontrol değişikliği hukukuna ilişkin önemli kararlardan biri olup yönetim kurulu üyeleri kararları hakkındaki yargısal şüphecilik ve yönetim kurulu üyelerinin takdir yetkisi üzerindeki sınırlamaların başlangıcı olarak tarihi bir öneme sahip bulunmaktadır.

³⁰²

Unocal kararı, iki yönden önem taşımaktadır. Birinci olarak “business judgment” kuralında geçerli olan ispat yükünün yerini değiştirmiştir. İkinci olarak ise yönetim kurulu üyelerinin hangi durumlarda ve hangi savunma önlemlerine başvurabileceği hususunda ilkeleri belirlemiştir. Unocal kararına göre yönetim kontrol değişikliği durumunda ispat yükü yönetim kurulu üyelerine ait olur ve yönetim kurulu üyelerinin iki hususu ispat etmeleri gerekmektedir. Bunlardan birincisi, yönetim kontrolünün el değiştirmesi halinde, savunmanın haklı görülmesi için şirketin yönetim ve etkinliği konusunda bir tehlikenin (danger to corporate policy and effectiveness) var olduğunun kabulünü gerektirecek makul

²⁹⁹ Kenyon-Slade, s. 244.

³⁰⁰ Panter Marshall Field Co. kararı için bkz. Kenyon-Slade, s. 244.

³⁰¹ 493 A. 2d 946 (Del. 1985) Unocal davası için bkz. Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 211 vd.; Kenyon-Slade, s. 255 vd.; Şehirli Çelik, s. 210 vd.

³⁰² Kenyon-Slade, s. 248.

sebeplerin bulunduğunu gösterilmelidir. Yönetim kurulu üyeleri ikinci olarak başvuru savunanın tehdit ile orantılı olduğunu kanıtlamak zorundadır.³⁰³

Unocal kararı, yönetim kurulu üyeleri ile yönetim dışındaki ortaklar arasındaki doğal menfaat çatışmasının varlığını göz önüne alarak, uygulanacak savunma önlemine karşı iki aşamalı bir analizini öngörmektedir. Unocal ispat yükünü öncelikli olarak yönetim kurulu üyelerine yüklemektedir. İlk aşamadaki incelemeyi geçebilmek için yöneticiler iyi niyetle hareket etmiş olmalı ve makul bir soruşturma yapmış olmalı, kararlarını yeterli düzeyde bilgiye dayalı olarak vermiş olmalıdır.³⁰⁴ İkinci aşamada ise tehdit ile savunma arasındaki dengeye, yapılan savunmanın tehditle orantılı olup olmadığına bakılmaktadır. Yönetim kurulunun savunma önlemine başvurmadan önce teklifin niteliğine ve şirket üzerindeki etkilerini analiz etmesi gerekmektedir. Savunma önleminin, şirket ve ortakların çıkarını gözeterek ve iyi niyetle alınmış, her koşulda hileli ve diğer yanıltıcı işlemlerden uzak bir işlem olması gerekmektedir.³⁰⁵

Yukarıda belirtildiği gibi Unocal kararının, “business judgment” kuralından ayrıldığı en önemli nokta, ispat yükünün yer değiştirmesi, ispat yükünün öncelikle yönetim kurulu üyelerine ait olmasıdır. Yönetim kurulu üyeleri ancak, kendilerine düşen ispat yükünü yerine getirmeleri durumunda “business judgment” kuralının korunmasından faydalanmaya başlayacaklar ve ispat yükü tekrar davacı tarafa geçecektir. Davacı taraf bu kez, yönetim kurulunun, savunma önlemlerini almadaki amacının kişisel menfaatleri olduğunu veya yöneticilerin hile ya da kötü niyetle hareket ettiklerini veya yeteri kadar bilgilendirilmeden karar verdiklerini, özen ve sadakat borcuna aykırı davrandıklarını ispatlamaya çalışacaklardır. Davacı taraf bunu başardığı takdirde ise ispat yükü bu kez tekrar hedef şirket yönetim kuruluna geçecek ve yönetim kurulu kararının geçerli olabilmesi için kararın “entire fairness” prensibine uygun olduğunu ispatlamaya çalışacaktır.

Unocal kararının diğer bir önemi ise hedef şirketin yönetim kurulu üyelerinin yalnız kendi yerleri koruma amacıyla savunma yapmalarını önlemeyi amaçlıyor olmasıdır. Ancak Unocal kararında savunma önlemi almayı haklı gösterebilecek

³⁰³ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 213; Şehirli Çelik, s. 121.

³⁰⁴ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 213.

³⁰⁵ Kenyon-Slade, s. 250.

tehdit türlerinin neler olduğunun tam olarak anlaşılmasını sağlayacak şekilde ayrıntılı bir tanıma yer verilmemiştir. Mahkeme kararında tehdit konusunda örnekler verilmekle yetinilmiştir. Unocal davasında yönetim kurulunu savunma önlemlerine başvurmasını haklı gösterecek örnek olaylar arasında şunlar sayılmıştır: Önerilen fiyatın düşük olması, çağrının şekli ve zamanlaması, hissedarlar dışındaki kişilere etkileri (kredi verenler, müşteriler, çalışanlar ve genel olarak toplum) kontrol değişikliğinin tamamlanamama riski, önerilen menkul kıymetin kalitesi bunlara dâhildir. Unocal davasında Mesa, iki aşamalı (“two tier”) bir teklif sunarak, hissedarları ikinci aşamada teklif ettiği riskli tahvilleri (“Junk Bonds”) almak zorunda kalmayıp, birinci teklifte teklif ettiği düşük fiyatı kabul etmeleri için hissedarları baskı altına almıştır. Mahkeme bu şekilde yetersiz fiyat önerilerek hissedarların baskı altına alınmasını, önlem alınmasını gerektiren bir tehdit olarak kabul etmiştir.³⁰⁶

E. Yönetim Kurulunun Hisselerin Maksimum Değerle Satılmasını Sağlama Yükümlülüğü - Revlon Kararı

“Delaware Yüksek Mahkemesi’nin 1985 yılında verdiği Revlon³⁰⁷ kararında, hedef şirketinin kontrol değişikliği durumunda ortakların alacağı hisse bedelini maksimize etmek üzere yönetim kuruluna özel yükümlülükler getirilmiştir.”³⁰⁸

Revlon kararına göre, şirketin kontrol değişikliğine uğraması kaçınılmaz olduğunda yönetim kurulunun görevi artık şirketin devamlılığını korumaktan, hissedarların menfaati için hisselerin maksimum değerle devrinin sağlanmasına dönüşür.³⁰⁹

Bir uzlaşmasız ele geçirmede şirket kontrolü ele geçirilme durumu söz konusu olduğunda Revlon kararına göre yönetim kurulu, hisse değerinin yükselmesi için başka alternatifler arayışına geçmekle yükümlüdür. Yönetim kurulu uzlaşmasız kontrol değişikliğine karşı başka alıcılar (white knight) bulmak için harekete

³⁰⁶ Kenyon-Slade, s. 256.

³⁰⁷ Revlon v. Mac Andrews & Furber Holding davası için bkz. Lipton, Takeover Law and Practice, 2010, s. 44 vd.; Kenyon-Slade, s. 281 vd; Bainbirdge, Mergers and Acquisitions, s. 214. vd.; Şehirali Çelik, s. 123 vd.

³⁰⁸ Lipton, Takeover Law and Practice, 2010, s. 44; Kenyon-Slade, s. 281.

³⁰⁹ Slade, s. 281.

geçmek başka bir deyişle ilk teklife karşı bu şekilde savunma yapmakla yükümlü olmaktadır.³¹⁰

Revlon olayında, Pantry Pride isimli şirket, Revlon'un kontrolünü ele geçirme girişiminde bulunmuş ve söz konusu uzlaşmasız kontrol değişikliğine karşı Revlon yönetim kurulu savunma olarak başka alternatif bir alıcı bulunmasına karar vermiştir. Revlon, Pantry Pride'in ilk teklifine göre daha yüksek bir teklif veren Forstman Little & Co. (white knight) ile hükümleri arasında "lock-up"³¹¹ bulunan bir birleşme ("merger") anlaşması akdetmiştir. Mahkeme, Pantry Pride'in ilk teklifine karşı yönetim kurulunun başka bir alıcı arama kararını olumlu bulmuştur. Ancak, birleşme anlaşmasındaki lock-up hükmünün, hisse fiyatının daha da yükseltilmesine engel olduğu görüşüyle geçersiz olduğuna karar vermiştir.³¹² Mahkemeye göre, yönetim kurulunun bu noktadan sonraki görevi, hisselerin satış değerinin maksimize etmek olduğundan, yönetim kurulunun bir açık artırmada (auction) olduğu gibi tekrar ilk teklif sahibine dönmesi ve fiyatı yükseltip yükseltmeyeceğini sorması gerekirdi. Yönetim kurulunun, kontrol değişikliği sırasında en yüksek fiyatı elde edecek şekilde hareket etme yükümlülüğüne "Revlon Auction Duty" denilmektedir. Revlon kararından sonra da ABD mahkemeleri yönetim kurulu üyelerinin Revlon kararındaki açık artırma yükümlülüğünü destekler doğrultuda kararlar vermişlerdir. Revlon kararından sonra verilmiş bir mahkeme kararında, şirket kontrolünün satışında, ("sale of corporate control"), yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunun makul bir şekilde elde edilebilir en iyi fiyatı bulmak olduğu belirtilmiştir.³¹³ Başka bir kararda yönetim kurulu üyelerinin hissedarlar için mümkün olan en yüksek fiyatı bulma amacıyla hareket etmesi gerektiği ifade edilmiştir.³¹⁴ Diğer bir kararda ise yönetim kontrolünün satışında yönetim kurulu üyelerinin, öncelikli amacının hissedarlar için en iyi değeri sağlayan teklifin gerçekleşmesini sağlamak olduğu ve özen ve sadakat borçlarını bu hususta göstermeleri gerektiği belirtilmiştir.³¹⁵ Delaware mahkemelerinin Barkan, QVC, Macmillan davalarında yönetim kurulu

³¹⁰ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 214.

³¹¹ Lock-up anlaşması için bkz. §.2 IV E 3.

³¹² Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 214-215.

³¹³ Macmillian, 559 A. 2d. at 182, (Naklen: Lipton, Takeover Law and Practice, s.44).

³¹⁴ Barkan, 567 A. 2d. at 1286, (Naklen: Lipton, Takeover Law and Practice, s. 44).

³¹⁵ QVC, 637 A. 2d. at 44 (Naklen: Lipton, Takeover Law and Practice, s. 44).

üyelerinin izleyeceği tek bir yol haritası olmadığı yönetim kurulu üyelerinin, ödenen hisse bedeli, teklif edilen bedelin ödenebilirliği gibi birçok faktörü göz önüne alması gerektiği yönüne görüş oluşmuştur.

§ 4. Avrupa Birliği Hukuku Bakımından

I. Çağrı Yoluyla Yönetim Kontrol Değişikliğine İlişkin Avrupa Birliği Direktifi (2004/25/EC)

A. Genel Olarak

1. Tarihsel Gelişimi

Avrupa Birliği'nin 21 Nisan 2004 tarihli 2004/25/EC Direktifi ("AB Direktifi" veya "Direktif")³¹⁶ orijinal olarak Avrupa Birliği'nin şirketler hukukunun uyumlaştırılması bağlamında hazırlanmaya başlanmıştır. 1989 yılında Komisyon konuya ilişkin ilk teklifini 13. Şirketler Hukuku Direktifi olarak sunmuştur.³¹⁷ Komisyon 1990 yılında değişiklikler içeren teklifi kabul etmiş³¹⁸ ancak bu teklif üye ülkeler tarafından reddedilmiştir.

1996 yılında Komisyon, Konsey ve Avrupa Parlamentosu'na yeni bir direktif önerisi sunmuştur. 1996 yılında sunulan teklifte, İngiliz City Code düzenlemelerinin temelini teşkil eden hükümlerden zorunlu çağrı (mandatory offering) ve hedef şirket yönetim kurulu üyelerinin tarafsızlığı kuralları dahil edilmiştir. Ancak İngiliz Telekomünikasyon şirketi Vodafone'un Alman Mannesman AG'yi ele geçirme girişimi politikacıların konuya dahil olmalarına ve görüşmelerin uzamasına yol açmıştır.³¹⁹ 19 Temmuz 2001'de Konsey, direktif teklifine ilişkin ortak görüşünü vermiştir.³²⁰ Konseyin görüşüne karşı Avrupa Parlamentosu'nda oldukça yoğun itirazlarda bulunulmuştur. Avrupa Parlamentosu'nda ileri sürülen itirazların giderilmesi için uzlaşma komitesi oluşturulmuştur. Avrupa Parlamentosu 4 Temmuz 2001 tarihinde uzlaşma önerisini reddetmiş, böylece teklif kabul edilmemiştir. Teklifin red ile

³¹⁶ Directive 2004/25/EC of European Parliament and Council 21.04.2004 on Takeover Bids OJ 30.04.2004.

³¹⁷ OJ C 64, 14.03.1989, s. 8.

³¹⁸ OJ C 240, 26.09.1990, s. 7.

³¹⁹ Bu konuda bkz. Marco Ventoruzzo, Europe's 13th Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends, Texas International Law Journal (Tex. Int'l L.J.) 2006, W. 41: 171-221, s. 204; Şehirali Çelik, s. 135.

³²⁰ OJ C 23, 24.01.2001, s. 1.

sonuçlanmasında etkili olan Almanya'nın itirazı, özellikle savunma önlemlerinin genel kurulun onayına bağlanması noktasında yoğunlaşmıştır.³²¹ Bu şartın kabulü için üye ülkeler arasında eşit şartlar (level playing field) oluşması gerektiği ileri sürülmüştür. Teklifin reddine ilişkin ileri sürülen ikinci sebep Direktif teklifinde çalışanların haklarının yeteri kadar korunmamış olması olmuştur.

Şirketlerin yönetim kontrol değişikliğinin konusu Avrupa Birliği Finansal Hizmetler Hareket Planı (Financial Services Action Plan)³²² için anahtar bir rol oynadığından teklifin reddine rağmen Komisyon, Parlamento tarafından ileri sürülen itirazların çözümlenebilmesi için Prof. Dr. Jaap Winter başkanlığında bir şirketler hukuku uzmanları grubu (High Level Company Law Experts) oluşturmuştur.³²³ Grup, "Winter Raporu" olarak adlandırılan raporu 2002 yılının ocak ayında yayınlamıştır. Raporu,³²⁴ genel olarak şirket yönetim kontrollerinin ele geçirilmesine yönelik yapılan çağrılarını destekleyen bir mekanizmanın kurulmasının yararlı olacağı savunulmuştur. Şirket yönetim kontrolünün devredilmesinin hedef şirket yönetimini disiplin altına alacak bir etkisinin olacağı, şirket hissedarlarına yüksek fiyatla hisselerini satma imkânı sağlanacağı ileri sürülmüştür. Winter Raporu'nda Avrupa Parlamentosu'nda teklifin reddi sırasında ileri sürülen itirazlar arasında yer alan üye devletlerarasında eşit şartların bulunmadığı (lack of level playing field) hususunda bu farklılıkların kaldırılması için iki temel ilke belirlenmiştir. Bu ilkelerden birincisi, çağrının ve önerilen fiyatın kabulü hususunda karar verme yetkisinin şirket hissedarlarına ait olmasıdır. Oransallık olarak adlandırılan ikinci ilke ise risk, yani sahip olunan sermaye ile yönetim kontrolü hakkı arasında bir dengenin kurulmasıdır. Oransallık ilkesi, imtiyazlı paylar veya diğer yöntemlerle az bir sermaye ile kontrolün elde tutulmasının engellenmesini gerektirmektedir. Winter Raporu'nun ilkeler arasındaki eşitsizliğin giderilmesi için önermiş olduğu model ise, hem çağrı öncesi hem de çağrının ilanından sonra yapılan savunmaları etkisizleştirecek

³²¹ Şehirli Çelik, s. 135.

³²² Bkz. Komisyon, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan (<http://ec.europa.eu/internal-market/finances/docs/actionplan/index/action-en.pdf>).

³²³ Jan Wouters/Paul Van Hooghten/Mattias Bruynell, The European Takeover Directive: A Commentary, The European Takeover Directive and Its Implementation, Ed. Paul Van Hooghten, s. 4.

³²⁴ Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids Brussels, 10 January 2002 (Report of Company Law Expert) (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf).

olan “breakthrough” (“etkisizleştirme”) kuralı olmuştur. Breakthrough kuralı, oransallık ilkesini zedeleyen, oyda imtiyaz, yönetim kurulu üyesi seçiminde imtiyaz ve oydan yoksun hisse senetleri ve hisse senetlerinin devrinin engellenmesi gibi az bir sermaye payı ile şirket kontrolünü elde tutmayı sağlayan mekanizmaların etkisizleştirilmesini amaçlamaktadır. Winter Raporu’nda çağrı yoluyla şirket sermayesinin %75’inin elde edilmesinden sonra, Breakthrough kuralının uygulanması öngörülmüştür. Rapor’da Etkisizleştirme kuralının sadece özel mülkiyete konu değil, aynı zamanda devletlerin şirketlerde sahip oldukları altın hisselerle de uygulanması önerilmiştir.

Komisyon, Winter Raporu’ndaki önerilerin de dikkate alındığı yeni bir teklifi 2003 yılında sunmuştur.³²⁵ Nihayet uzun bir süreçten sonra Konsey ve Parlamento 21.04.2004’te Direktifi kabul etmiştir.³²⁶

2. Direktifin Niteliği ve Amacı

1989 ve 1990 direktif taslakları³²⁷ çok daha fazla detaylı hükümler içermesine karşın 2004/25/EC Direktifi üye ülkelerin kendi iç hukuklarına göre ayrıntılandırabilecekleri genel prensip ve sınırlı sayıda yükümlülükler içeren bir çerçeve düzenleme olmuştur.

Direktif, üye ülkelerin uymakla yükümlü oldukları minimum yükümlülükleri belirlemekte ve üye ülkeleri daha sıkı kurallar belirleme konusunda serbest bırakmaktadır.³²⁸ Aynı şekilde genel prensiplere uymak şartıyla üye ülkelere kurallara ilişkin muafiyet tanıma imkânı verilmesi Direktif hükümlerinin oldukça esnek uygulanmasına yol açabilecek bir özelliği olarak kabul edilebilir.

Direktif’in söz konusu özellikleri nedeniyle üye ülkeler arasında uyum sağlanmasında problemler ortaya çıkacağı savunulmaktadır.³²⁹ Komisyonun

³²⁵ OJ C 45 E, 25.02.2003, s. 1.

³²⁶ AB 2004/25/EC Direktifi konusunda bkz. Şehirli Çelik, s. 132-185; Salih Önder Yeşiltepe, AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2009, s.38-113. Direktif tasarısı hakkında bkz. Sibel Hacımahmutoglu, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme, Batıder, C XXI, S.1, 2001.

³²⁷ Söz konusu direktif taslakları için bkz. K. Hopt, European Takeover Regulation: Barriers to and Problems of Harmonizing Takeover Law in The European Community, European Takeovers, Ed. K. Hopt and E. Wymeersch, Butterworths, London 1992.

³²⁸ AB Direktifi md. 3.2(a) ve (b).

³²⁹ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 6.

Direktifin uygulanmasına dair 2007 Raporunda ³³⁰ belirtildiği üzere Direktif, Avrupa'daki rekabeti güçlendirecek ekonomik reformun önemli bir parçası olarak görülmektedir. Sözü edilen Rapora göre Direktif, çağrının şirketlere, yatırımcılara ve bütün olarak Avrupa ekonomisine çok sayıda yarar sağlayacağı varsayımı altında hazırlanmıştır. Direktifin amacı, üye ülkelerin iç hukuklarında şirket kontrolünün değişmesine ilişkin engelleri kaldırarak, kontrol devralmalarının daha verimli bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlamak olarak ifade edilmektedir. Böylece üye ülkeler arasındaki farklılıkların da sona ermesi sağlanmış olacaktır.

331

B. Avrupa Birliği Direktifi Hükümleri

1. Kapsamı

Direktif'in 1. maddesine göre, Direktif, üye ülkelerden biri veya bir kaçındaki AB Direktifi 93/22/EEC anlamında düzenlenmiş piyasalarda işlem görmeye kabul edilmiş ve üye ülkelerden birinin hukukuna tabi bir şirketin çıkarmış olduğu menkul kıymetlere ilişkin olarak yapılacak çağrılara (take over bid) uygulanacak kuralları düzenlemektedir. Direktif'in 2.1.a maddesinde "take over bid" (çağrı), bir şirketin menkul kıymetlerinin tamamının veya bir kısmının elde edilmesi için menkul kıymet sahiplerine yapılmış ve çağrının yapılması sırasında veya çağrı sonrasında ilgili hedef şirketin kontrolünü elde etme amacı taşıyan halka açık olarak yapılmış bir teklif olarak tanımlanmıştır. Menkul kıymet ise, Direktif'te oy hakları sağlayan menkul kıymetler olarak tanımlanmıştır. Bu tanımdan sadece oy hakkı tanıyan hisselerin değil oy hakkı sağlayan, yani şirket kontrolünü elde etmeye elverişli diğer menkul kıymetlerin satın alınması için çağrı yapılmasının da kapsama girdiğinin kabul edilmesi gerekir. Oy hakkının elde edilmesini dolaylı olarak sağlayacak opsiyon veya varantların da bu kapsamda değerlendirilmesi gerekir. Buna karşılık oy hakkı sağlamayan tahvil, oydan yoksun hisse senetleri

³³⁰ Report on The Implementation of The Directive on Takeover Bids, February 21, 2007, SEC (2007, 268).

³³¹ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 7.

gibi menkul kıymetlerin satın alınması için çağrı yapılması bu kapsama girmeyecektir.³³²

Bir pay alım teklifinin Direktif kapsamında bir işlem olduğunun kabulü için, sadece belirli kişilere değil, halka açık olarak yapılması gerekmektedir. Bir şirketin kendi hisseleri için yaptığı çağrı ise Direktif kapsamında bir çağrı olarak kabul edilmemektedir.³³³ Buna karşın bir şirketin, bir çağrı girişimine engel olmak için yaptığı savunma amaçlı çağrı ise Direktif kapsamına girmektedir.³³⁴

Direktif, risk dağıtım esaslarına göre, yatırımcılardan toplanan paralarla toplu yatırım yapma amacı taşıyan şirketler tarafından çıkarılan ve menkul kıymet sahibinin talebi üzerine şirketin varlıklarından geri ödenmesi veya geri satın alınması söz konusu olan menkul kıymetlere ilişkin yapılan çağrılara da uygulanmamaktadır. Bu kapsamda yatırım fonları katılma belgelerinin³³⁵ satın alınması için çağrı yapılması Direktif kapsamı dışında kalmaktadır. Direktif yine üye ülkelerin Merkez Bankaları'nın menkul kıymetlerine yapılan çağrıları da kapsam dışında tutmuştur.

Direktif kuralları hem isteğe bağlı (voluntary offering) hem de zorunlu çağrılar da (mandatory offering) uygulanacaktır. Bir çağrının Direktif kapsamına girmesi için, şirket hisselerinin tamamı için yapılması zorunluluğu bulunmamaktadır. Bir şirketin hisselerinin bir kısmı için yapılan kısmi çağrı da (partial offer) Direktif kapsamına girmektedir.

2. Çağrıya İlişkin Genel Prensipler

AB Direktifi, İngiliz Code kurallarına benzer bir şekilde Direktif'in uygulanmasında uyulması gereken altı adet Genel Prensip belirlemiştir.³³⁶ İngiltere'nin AB Direktifi'ni kendi iç hukukuna tatbik etmesi neticesinde 2006

³³² Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 10.

³³³ Bkz. AB Direktifi 2004/25/EC md. 2.1 (a). (<http://eurlex.europa.eu / Lex UriServ / LexUriServ.do?uri = OJ:L:2004:142:0012:0023:EN: PDF>).

³³⁴ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 12.

³³⁵ Türk hukukundaki yatırım fonu katılma belgelerine karşılık gelmektedir.

³³⁶ AB Direktifi 2004/25/EC md. 3.

yılından itibaren “Code Genel Prensipleri” ile “AB Genel Prensipleri” aynı olmuştur.

Üye ülkeler, çağrı yöntemiyle yönetim kontrolünün değiştirilmesine ilişkin düzenlemelerini yaparken, söz konusu genel prensiplere uygun hareket etmekle yükümlü tutulmuşlardır. Söz konusu genel prensiplerden eşitlik prensibi³³⁷ gibi bazıları gerçekten bir temel ilke olup bu temel ilkelere dayanılarak çok sayıda kural konulabilir. Buna karşı manipülatif işlem yasağı³³⁸ gibi bazıları temel bir ilke değil uyulması gereken kuralın kendisini oluşturmaktadır.

Direktif’te belirlenen genel prensipler şöyledir:

a. Eşit İşlem Prensipleri

Prensip Direktif’te şu şekilde ifade edilmiştir: Hedef şirketin aynı grup hisselerine sahip hissedarlarına eşit davranılması zorunludur. Bir kişi tarafından bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesi durumunda o şirketin diğer hissedarları korunmalıdır. AB Direktifi’nin en önemli kurallarından biri olan zorunlu çağrının,³³⁹ eşit işlem prensibinden ortaya çıkmış bir kural olduğu kabul edilmektedir.³⁴⁰ Söz konusu eşit işlem prensibinin, ticaret hukukundaki, şirketin ortaklara karşı eşit davranma yükümlülüğü ile karıştırılmaması gerekir. Burada bir ortağın, hisse satın almak için yaptığı çağrıda tüm hissedarlara eşit davranması ve bir şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmesi durumunda diğer hissedarların paylarını, kontrolü ele geçirmede ödediği en yüksek fiyattan satın alma yükümlülüğü söz konusudur. Bu anlamda, Direktif’teki “eşitlik prensibi” ticaret hukukundaki ortakların sınırlı

³³⁷ AB Direktifi 2004/25/EC md. 3.1.a.

³³⁸ AB Direktifi 2004/25/EC md. 3.1.d.

³³⁹ AB Direktifi 2004/25/EC md. 5.

³⁴⁰ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 14; İngiliz Hukuku bakımından aynı görüş için bkz. Hingley, s. 11.

sorumluluğu prensibine bir istisna oluşturan, şirkete değil kontrolü ele geçiren ortağa borç yükleyen özel bir sorumluluk halidir. Bu anlamda ticaret hukukunda geçerli olan eşitlik prensibinden farklıdır. Ticaret hukukundaki eşitlik prensibi, genel ilkelerden ³⁴¹ doğmuş şirketin hissedarlara eşit davranmasına ilişkin yazılı olmayan bir prensiptir. ³⁴²

b. Hissedarlara Yeterli Zaman ve Bilgi Verilmesi Yükümlülüğü

Hedef şirketin hissedarlarına, çağrı teklifi hakkında sağlıklı karar almalarını sağlayacak şekilde yeterli bilgi ve zaman verilmesi gerekmektedir. Yönetim kurulu, kontrol değişikliğine ilişkin olarak hissedarlara tavsiye verdiğinde, çağrıda verilmiş olan teklifinin, çalışanlar, çalışma koşulları ve şirketin iş yerinin yerleşimi üzerindeki etkileri hakkındaki görüşlerini de içermesi gerekmektedir.

c. Yönetim Kurulunun Şirket Menfaatine Hareket Etme Yükümlülüğü

Hedef şirketin yönetim kurulu, şirketin bütünsel çıkarımı düşünerek hareket etmeli ve hissedarlarının teklifi kabul etme olasılıklarını yok etmemelidir.

Söz konusu ilkenin bir yansıması yönetim kurulunun tarafsızlığını düzenleyen Direktif'in 9. maddesi olmasına karşın bu maddeye uymak 12. madde ile üye ülkelerin seçimine bırakılmıştır.

d. Çağrının Dürüst ve Düzgün İşleyen Bir Piyasada Yapılmasını Sağlama Yükümlülüğü

Söz konusu prensip ile hedef şirket, çağrı sahibi veya çağrı ile ilgili diğer şirketlerin hisselerinin değerinde yapay artış veya azalış meydana getirecek ve

³⁴¹ Eşit işlem prensibinin dayanakları için bkz. Merih Kemal Omağ, Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi, Hukuk Araştırmaları Dergisi, C.1, S.1, 1986, s. 2-3.

³⁴² Krş. Yeşiltepe, s.45: “2004/25 AT sayılı Direktif’in 3. maddesinde, çağrı yoluyla ortaklı paylarının toplanmasında hedef şirket ortaklarına fırsat eşitliği tanınması gerektiği vurgulanarak şirketler hukuku alanındaki eşit işlem ilkesinin altı bir kez daha çizilmiştir.” Aynı şekilde Şükrü Yıldız, Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2004 adlı kitabı s. 210’da çağrıda eşit davranılması ticaret hukukundaki eşitlik prensibinin bir yansıması olarak gösterilmiştir. Oysa ticaret hukukunda yazılı olmayan kural olan eşit işlem ilkesinin, ticaret hukukunun en temel ilkesi olan sınırlı sorumluluk ilkesini ortadan kaldıracak bir sonucu olduğunu kabul etmek mümkün değildir.

piyasanın normal fonksiyonunu yerine getiremez hale getirecek şekilde yapay bir piyasa oluşturulması yasaklanmıştır.

e. Teklif Sahibinin Çağrısı Tamamlama Yükümlülüğü

Çağrı yapacak kişi, teklifini veya teklifindeki değişikliği mutlaka, çağrı bedelinin tamamını karşılamayı eğer nakit teklif yapıyorsa tamamını nakit olarak ödemeyi garanti ettikten sonra kamuya duyurmalıdır.

f. Hedef Şirketin İşlerinin Aksatılmaması Yükümlülüğü

Hedef şirketin işlerinin yürütülmesi, çağrı nedeniyle makul bir süreden daha uzun bir süreyle aksatılmamalıdır.

3. Direktif Hükümlerinin Üye Ülkeler Tarafından Uygulanması

Direktif üye ülkelerin Direktif'te yer alan yükümlülükleri yerine getirmelerini zorunlu kılmakta ancak Direktif'teki yükümlülüklerden daha sıkı ek koşul ve hükümler getirmeleri konusunda üye ülkeleri serbest bırakmaktadır.³⁴³

AB Direktifi'nin 12. maddesi üye ülkeleri, AB Direktifi ile getirilmiş önemli kurallardan ikisinin uygulanıp uygulanmaması hususunda serbest bırakmıştır: Bunlardan birincisi, İngiliz hukukunun ABD hukukundan farklı gelişmesinde ve İngiltere'deki taktiksel davanın savunma önlemi olarak kullanılmasının önüne geçilmesinde önemli bir etken olan, hedef şirketin yönetim kuruluna, çağrıya karşı savunma yapılabilmesi için hissedarların onayını alması şartını getiren Direktifin 9.2. maddesidir. Üye ülkelerin uymayı veya uymamayı seçebilecekleri ikinci kural ise "breakthrough" kuralıdır.

4. Denetleyici Otorite ve Uygulanacak Hukuk

Üye ülkeler, çağrılarını denetlemekle yetkili otorite veya otoriteler oluşturmakla yükümlü tutulmuştur. Söz konusu otoritenin yasa ile yetkilendirilmiş bir kamu

³⁴³ AB Direktifi 2004/25/EC md. 3.2.(b).

veya özel hukuk tüzel kişisi olması mümkündür. Üye ülkelerin, çağrıyı denetlemekle görevli otoritenin görevlerini bağımsız ve tarafsız bir şekilde yerine getirmesini sağlamaları gerekmektedir.³⁴⁴

Yetkili otoritelerin, tarafların çağrıya ilişkin kurallara uymasını ve kendisine verilen diğer görevleri yerine getirmesini sağlamak üzere gerekli olan güçle donatılmış olmaları gerekmektedir.³⁴⁵

AB Direktifi md. 3'te belirlenmiş Genel Prensiplere aykırılık teşkil etmemek koşuluyla üye ülkeler Direktif uyarınca kabul edilmiş kurallara istisna tanıyabileceklerdir. Direktif'e göre, istisna uygulanmasına ilişkin karar alma yetkisinin yetkili otoriteye bırakılması mümkündür. Bu durumda yetkili otoritenin, kurallar ve istisnaları dikkate almak suretiyle karar vermesi ve kararlarının gerekçeli olması gerekmektedir.³⁴⁶

Direktif'in 4.b maddesi üye ülkeleri, çağrı ile ilgili uyuşmazlıkları çözmeye yetkili makamı belirlemede serbest bırakmıştır. Ancak söz konusu serbestliğin Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi (European Convention on Human Rights) ile tanınmış haklar ile sınırlı olması gerekir. Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesinin 6. maddesine göre her kişi (şirketler dahil), kanunla kurulmuş bağımsız ve tarafsız bir mahkeme tarafından makul bir süre içinde adil ve açık bir yargılanma hakkına sahiptir. Üye ülkelerin, uyuşmazlıkların hızlı çözümlenmesini amaçlarken, adil yargılanma hakkını zedelemekten kaçınmaları, iki husus arasında denge kurmaları gerekmektedir.³⁴⁷

AB Direktifi'nin 4.6. maddesinde Direktif hükümlerinin üye ülkelerin, çağrı sırasında ortaya çıkan anlaşmazlıkların çözümü ve kural ihlallerinin yargı aşamasında yetkili olacak adli ve diğer otoriteleri belirlemesi hususundaki yetkilerini etkilemeyeceği belirtilmiştir. Söz konusu hüküm İngiltere'nin isteğiyle Direktif'e girmiştir. İngiltere, var olan mevcut düzenin bozulmaması ve savunma önlemi amacıyla yapılan taktiksel davalara yol açmaması için böyle bir hüküm konulmasında ısrarcı olmuştur. İngiltere'de Temyiz Mahkemesinin Takeover

³⁴⁴ AB Direktifi 2004/25/EC md. 4.1.

³⁴⁵ AB Direktifi 2004/25/EC md. 4.5.

³⁴⁶ AB Direktifi 2004/25/EC md. 4.5 f.2.

³⁴⁷ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 24-25.

Panel v. Detefin kararından sonra savunma amaçlı davaların yolu tıkanmıştır. İngiltere’de mahkemeler bu konudaki uzman kuruluş olan Panel’in kararlarına müdahale etmeme anlayışı ile hareket etmektedir. İngiltere bu durumun bozulmaması amacıyla bu hükmün getirilmesinde ısrarcı olmuştur.³⁴⁸

Çağrıya ilişkin kararları alacak yetkili otoritenin ve uygulanacak hukukun belirlenmesinde aşağıdaki kuralların uygulanması gerekmektedir.

(i) Eğer bir şirketin menkul kıymetleri, şirketin kayıtlı bulunduğu üye ülkede kurulu bulunan düzenlenmiş bir piyasada (regulated market) işlem görmeye kabul edilmişse bu şirketin hisselerine yönelik çağrıyı denetlemeye yetkili otorite, şirketin kayıtlı bulunduğu ülkenin yetkili kıldığı yerdeki otorite olacaktır.³⁴⁹

(ii) Eğer bir şirketin menkul kıymetleri, o şirketin kayıtlı bulunduğu üye ülkede kurulu bulunan düzenlenmiş bir piyasada (regulated market) işlem görmüyorsa, bu şirketin menkul kıymetlerine ilişkin çağrıda yetkili otorite, şirketin menkul kıymetlerinin işlem görmeye kabul edildiği düzenlenmiş piyasanın bulunduğu üye ülkedeki otorite olacaktır.³⁵⁰

Eğer bir şirketin menkul kıymetleri, birden fazla üye ülkede kurulu bulunan düzenlenmiş piyasalarda (regulated market) işlem görmeye kabul edilmişse, bu şirketin menkul kıymetlerine ilişkin yapılan çağrıda yetkili otorite, şirketin menkul kıymetlerinin işlem görmeye ilk olarak kabul edildiği düzenlenmiş piyasanın bulunduğu üye ülkedeki otorite olacaktır.³⁵¹

(iii) Eğer bir şirketin menkul kıymetleri, birden fazla üye ülkede kurulu bulunan bir düzenlenmiş piyasada işlem görmeye aynı anda kabul edilmişse, bu şirketin menkul kıymetlerine ilişkin yapılan çağrıda yetkili otorite, söz konusu şirketin, menkul kıymetlerinin işlem görmeye kabul edildiği ilk gün ilgili düzenlenmiş piyasa ve denetleyici otoriteye yapmış olduğu bildirimle seçtiği ülkedeki yetkili

³⁴⁸ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 24.

³⁴⁹ AB Direktifi 2004/25/EC md. 4.2(a).

³⁵⁰ AB Direktifi 2004/25/EC md. 4.2(b).

³⁵¹ AB Direktifi md. 4.2 (b) f.2.

otorite olacaktır.³⁵² Üye ülkelerin, bu şekilde şirketler tarafından yapılan yetkili otorite seçiminin kamuya duyurulmasını sağlaması gerekmektedir.³⁵³

Yukarıda (ii) ve (iii)'deki durumlarda, özellikle çağrının fiyatı, çağrı prosedürü ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile ilgili konular yetkili kamu otoritesinin bulunduğu üye ülkenin kurallarına tabi olacaktır. Örneğin Fransa'da Kurulu bir şirket, Paris Borsası'nda değil Londra Borsası'nda işlem görüyorsa bu şirketin menkul kıymetlerine yapılan çağrıda yetkili otorite İngiltere'de bu konuda yetkili otorite olan Takeover Panel olacak ve çağrıya Code kuralları uygulanacaktır. Buna karşılık hedef şirketin çalışanlarına verilecek bilgi, şirketler hukuku ile ilgili hususlar (özellikle kontrolü sağlayacak oy hakkı yüzdesi, zorunlu çağrıyı yapmaya ilişkin istisnalar ve hedef şirketin yönetim kurulunun çağrıya karşı yapacağı, çağrının başarıya ulaşmasının engellenmesine neden olacak, savunma yapabileceği durumlar) hakkında hedef şirketin kayıtlı bulunduğu ülkedeki kamu otoritesi yetkili olacak ve bu ülkenin hukuku uygulanacaktır.³⁵⁴

5. Zorunlu Çağrı

a. Çağrı Zorunluluğunun Doğması

AB Direktifi'nin 5. maddesi ile zorunlu çağrı, AB üye ülkelerinin tümü için uyulması zorunlu bir kural haline getirilmiştir. Maddeye göre üye ülkeler, bir kişi veya birlikte hareket eden kişilerin, yaptıkları menkul kıymet edinimleri neticesinde, elinde önceden bulunan hisseler ile birlikte, Direktif'in 1. maddesinde tanımlanan bir şirketin (üye ülkelerin kanunlarına tabi olan ve menkul kıymetleri üye ülkelere birinde kurulu bir düzenlenmiş piyasada işlem gören şirketler) kontrolünü sağlayacak belirli bir oy yüzdesine sahip olması halinde, o şirketteki azınlık hissedarlarını koruma amacıyla bu kişi veya kişileri diğer hissedarların hisselerini satın almak üzere çağrı yapmakla zorunlu kılacak düzenlemeler yapmakla yükümlü kılmalıdır. Direktif'e göre yönetim kontrolünü sağlayacak yüzdenin ne olacağını hedef şirketin kayıtlı bulunduğu üye ülkenin kendisi belirleyecektir.

³⁵² AB Direktifi md. 4.2 (c).

³⁵³ AB Direktifi 2004/25/EC md. 4.2(d).

³⁵⁴ AB Direktifi 2004/25/EC md. 4.2(e).

Direktif'in uygulanması için çağrıya konu şirketin, hem menkul kıymetlerinin Avrupa Birliği'ne üye ülkelerden birinde işlem görmesi hem de üye ülkelerden birinde kayıtlı olması gerektiği anlaşılmaktadır. Bu şartlardan birinin mevcut olmaması halinde (üye ülkelerden birinde kurulu olması ama üye ülkeler dışında bir borsada işlem görmesi ya da üye ülkelerden birinde işlem görmekle birlikte üye ülkelerde kurulmuş olmaması) çağrı zorunluluğu bulunmayacaktır.

AB Direktifi'ndeki madde hükmünden, çağrı zorunluluğunun doğması için oy haklarının belirli bir yüzdesinin ele geçmesine sebep olacak şekilde menkul kıymet edinilmesinin gerekli olduğu anlaşılmaktadır. Şirket yönetim kontrolünün başka bir yolla temin edilmesinde çağrı uygulanacağına dair bir hüküm bulunmaktadır. Bu durumda oy sözleşmeleri gibi bir sözleşme vasıtasıyla oy çoğunluğuna sahip olunması neticesinde hâkimiyetin elde edilmesinde zorunlu çağrı yükümlülüğünün uygulanmayacağı sonucunu çıkarmak mümkündür. Ancak üye ülkelerin daha sıkı kurallar getirerek her türlü kontrol değişikliğinde çağrı zorunluluğu getirmeleri mümkündür.

Direktif hükümlerine göre şirket kontrolü, hisselerin tamamı için tüm hissedarlara yapılmış isteğe bağlı bir çağrıdan sonra ele geçirilmiş ise zorunlu çağrı kuralı uygulanmaz. Zorunlu çağrının doğmaması için isteğe bağlı olarak yapılan çağrının tüm hisseleri kapsar şekilde yapılması gerekmektedir. Eğer kontrol, tüm hisseleri kapsamayan bir kısmi çağrıdan sonra elde edilmişse çağrı yükümlülüğünün doğması gerekmektedir.

Zorunlu çağrının oy hakları taşımayan menkul kıymet sahiplerine yöneltilme zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu kapsamda oydan yoksun hisselerin, varant, opsiyon, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil gibi hisse alım hakkı veren menkul kıymetlerin sahiplerinin çağrıdan yararlanma hakları bulunmaktadır.

Direktif'te zorunlu çağrı doğuracak oranın belirtilmemiş olması nedeniyle üye ülkelerin, çok yüksek bir oran belirleyerek söz konusu yükümlülüğü uygulanamaz hale getirmelerinin mümkün olduğu belirtilmektedir.³⁵⁵ Zorunlu çağrı yükümlülüğünü iç hukuklarına uygulayan ülkelerde genel olarak zorunlu çağrıyı doğuran olay oy haklarının %30 ile %50 arasında bir oran olarak belirlendiği

³⁵⁵ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 27.

görülmektedir. Bir şirketin kontrolü, şirket hisselerinin doğrudan ele geçirilmesi suretiyle elde edilebileceği gibi, şirketin yönetim kontrolüne sahip olan bir şirketin hisselerinin elde edilmesi suretiyle dolaylı olarak da ele geçirilebilir. Ancak Direktif md. 5.1. hükmünün yazılı haliyle dolaylı yönetim kontrolünün kapsam dışında olduğu sonucuna varmak mümkündür.³⁵⁶ Bununla birlikte üye ülkeler içinde çok sayıda ülke, dolaylı kontrol değişikliğini de zorunlu çağrı yükümlülüğünü doğuran bir durum olarak kendi iç hukuklarında düzenlemiştir.³⁵⁷ Üye ülkeler içinde oy haklarının belirli bir oranına sahip olma dışında kalan başka sebeplerle çağrı zorunluluğu getirenler de bulunmaktadır.³⁵⁸

³⁵⁶ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 28.

³⁵⁷ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 86-87.

³⁵⁸ Avusturya: - Oy haklarının %30'undan fazlasının ele geçirilmesi yoluyla doğrudan veya dolaylı kontrol, - Hedef şirkette önemli etkiler veren başkaca haklar üzerinden dolaylı kontrol, - Yavaş yavaş kontrol edici hisse yaratılması: Eğer çağrı yapan oy haklarının çoğunluğuna sahip değilse, 12 ay içinde kontrol hakkına sahip hisselerin oy haklarının %2'sinden fazlasının ele geçirilmesi; Belçika: - Oy haklarına sahip menkul kıymetlerin %30'undan fazlasının doğrudan veya dolaylı olarak ele geçirilmesi, - Hedef şirketteki oy haklarına sahip menkul kıymetlerin %30'undan fazlasına sahip bir şirketin kontrolünün doğrudan veya dolaylı olarak ele geçirilmesi (bazı ek şartlara tabidir); Bulgaristan: - Halka açık bir şirketin genel kurulunda imtiyazlı oy haklarının %50'sinden fazlasının doğrudan veya dolaylı olarak ele geçirilmesi. Zorunlu devralma çağrı prosedürü, oyda imtiyazlı hisselerin %50'sinden fazlasını birlikte elinde bulunduran ve şirket yönetimiyle ilgili ortak politikalarına ilişkin anlaşmaya varmış ve sahip oldukları oy haklarını bu doğrultuda kullanan kişiler hakkında uygulanacağı gibi diğer şahısları oy hakkına sahip hisseler alıcı hesabına sahip oldukları ve bir araya getirilmiş oyların sayısı genel kuruldaki bütün oyların %50'sinden fazla olduğu zaman da uygulanmalıdır. - Yine zorunlu devralma çağrı prosedürü, doğrudan, ilgili kişiler vasıtasıyla ya da yukarıda açıklandığı şekilde dolaylı olarak genel kuruldaki oyların 2/3'ünden fazlasını elinde bulunduran kişi için de ortaya çıkmalıdır; Danimarka: - Şirketteki oy haklarının çoğunluğuna sahip olunması, - Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu atamaya ya da görevden almaya yetkili hale gelmesi, - Ana sözleşme ya da genel olarak şirketin taraf olduğu başkaca bir anlaşma bazında şirketi kontrol etme yetkisi kazanılması, - Diğer pay sahipleri ile yapılmış bir sözleşme uyarınca oy haklarının çoğunluğunun kontrol edilmesi, - Şirket üzerinde yetkisini kullanabilir halde ve oy haklarının 1/3'ünden fazlasına sahip olunması; Estonya: Eğer bir kimse hedef şirket üzerinde baskın bir etki elde ederse ve böylece, - Şirketteki oy haklarının çoğunluğuna sahip olursa, ya da - Yönetim kurulu ve denetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu atamaya ya da görevden almaya yetkili hale gelirse, ya da - Diğer pay sahipleri ile yapılmış bir sözleşme uyarınca oy haklarının çoğunluğunu yalnız başına kontrol ederse; Finlandiya: Pay sahipliğinin, oy haklarının %30'u ya da %50'sinin üzerine çıkması (Dolaylı kontrol de çağrı yükümlülüğüne neden olur); Fransa: - Oy haklarının ya da sermayenin %33,33'ünden fazlasının ele geçirilmesi, - Oy haklarının ya da sermayenin %33,33 ile %50 oranları arasındaki bir miktarını elinde bulunduran kimsenin 1 yıldan az bir süre içinde en az %2 veya daha fazla oy hakkı ya da sermaye ele geçirmesi, - Kote edilmiş bir şirketin oy haklarının ya da sermayenin 1/3'ünden fazlasına sahip bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesi (eğer bu sahiplik sahip olunan şirketin varlıklarının esaslı bir kısmını oluşturuyorsa); Almanya: Hedef şirketin oy haklarının %30'u olarak tanımlanan dolaylı ya da doğrudan kontrolü ele geçirme. Hedef şirketteki sahiplikleri hesaplarken sahip olunan oy hakları ve atfedilen oy hakları birlikte hesap edilmelidir; Macaristan: - Şirketin oy haklarının %25'inden fazlasının başka hissedarın %10'dan fazla oy hakkına sahip olmamaları kaydıyla ele geçirilmesi, - Oy haklarının %33'ünün ele geçirilmesi; İrlanda: - Ele geçirildiği anda ele geçirenin (birlikte hareket eden herhangi bir tarafı da içerir şekilde) şirketteki oy haklarının %30'u veya daha fazlasına sahip olduğu anlamına gelen menkul kıymetlerin ele geçirilmesi. - Ele geçirenin hâlihazırda şirketin oy haklarının %30 ile %50 oranları

Direktif'te, birlikte hareket etmenin tanımına da yer verilmiştir. Birlikte hareket edenlerin kimler olduğu iki açıdan önem taşımaktadır. İlk olarak birlikte hareket edenlerin tanımı çağrı yükümlüsünün kimler olacağını belirlemektedir. İkinci olarak çağrı yükümlülüğünün doğmasına sebep olacak oy hakkı oranının hesabında kimlerin sahip olduğu hisselerin dikkate alınacağı bu tanıma göre belirlenecektir. Direktif'in 2.1.(d) maddesinde birlikte hareket eden kişiler, bir

arasındaki bir miktarını temsil eden menkul kıymetlere sahip olduğu bir şirkette herhangi bir 12 aylık dönem içinde şirketteki oy haklarının %0,05'inden fazlasını temsil eden menkul kıymetlerin ele geçirilmesi; İtalya: - Yalnız ya da başkaca taraflarla birlikte hareket ederek ortaklar genel kurulunda yönetim kurulu ve denetim kurulu üyelerinin atanması ve görevden alınmaları konusunda oy haklarına sahip olan menkul kıymetlerce temsil edilen şirket sermayesinin %30'undan fazlasının doğrudan ya da dolaylı olarak ele geçirilmesi, - Yalnız ya da başkaca taraflarla birlikte hareket ederek ortaklar genel kurulunda yönetim kurulu ve denetim kurulu üyelerinin atanması ve görevden alınmaları konusunda oy haklarına sahip olan menkul kıymetlerce temsil edilen şirket sermayesinin %3'ten fazlasına herhangi bir 12 aylık dönem içerisinde hâlihazırda ortaklar olağan genel kurulunda oy haklarının çoğunluğuna sahip olmaksızın doğrudan ya da dolaylı olarak söz konusu menkul kıymetlerce temsil edilen sermayenin %30'undan fazlasına sahip olan kimse tarafından doğrudan ya da dolaylı olarak ele geçirilmesi; Letonya: Oy haklarının %50'sinin ele geçirilmesi; Litvanya: Oy haklarının %40 veya daha fazlasının ele geçirilmesi; Lüksemburg: Oy haklarının en az %33 1/3'ünün doğrudan ya da dolaylı olarak ele geçirilmesi. Bununla ilgili olarak eğer (1) ele geçirme gönüllü çağrıdan kaynaklıysa ve/veya (2) hisseleri ele geçiren ve yukarıdaki oranların ortaya çıkmasına neden olan kişiler ilgili hedef üzerinde hâlihazırda kontrole sahiplerse; Malta: Oy haklarının %50'sinden 1 fazlasının doğrudan ya da dolaylı olarak ele geçirilmesi; Hollanda: Ne şekilde elde edildiğinden bağımsız olarak (ör, hisselerin ele geçirilmesinin sonucu olarak, hisse geri satın alınmasından dolayı çıkarılmış sermayedeki düşüş, kanuni birleşme) bir kimsenin yalnız veya birlikte hareket ederek, doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının en az %30'unu elde etmesi; Portekiz: Oy haklarının 1/3'ü (eğer kontrol karinesinin aksi ispat edilmediyse) ve %50'sinin ele geçirilmesi; Romanya: Oy haklarının %33 veya daha fazlasının ele geçirilmesi; Slovenya: Oy haklarının %25'inin ele geçirilmesi. Ek devralma eşiği (Başarılı bir devralma çağrı prosedürü tamamlandıktan sonra oy haklarının %10'unun ele geçirilmesi); İspanya: Elinde bulduran olarak tanımlanmış, kote edilmiş bir şirkette kontrolün ele geçirilmesi, (1) ya doğrudan veya dolaylı olarak ya da birlikte hareket eden diğer hissedarlarla birlikte oy haklarının %30'una sahip olunması ya da (2) ele geçirenin söz konusu hisseleri ele geçirmesini takip eden 24 ay içinde hedef şirketin yöneticilerinin %50'sini belirlemesi kaydıyla, oy haklarının %30'undan azının ele geçirilmesiyle. Devralma çağrılarında ilişkin yeni hukuki düzenlemenin yürürlüğe girmesiyle kote edilmiş bir şirketin %30 ile %50 oranları arasındaki oy haklarını elinde bulduranlar için ayrıca bazı ek koşullar vardır; İsveç: Oy haklarının %30'u eşiğinin geçilmesi: a) Ele geçirme yoluyla (devralma teklifi yoluyla olanlar dışında), b) Oy haklarının %30'undan fazlasını hâlihazırda elinde bulduran bir kişiyle ilişkili taraf haline gelerek ya da birleşik holdinglerin %30 eşiğini geçtiği anlamına gelmesiyle; ya da c) Şirket ya da bir başka hissedar tarafından alınan önlemlerin sonucu olarak; İngiltere: Bir kişi şirketin oy haklarının %30 veya daha fazlasına sahip hisselerde (birlikte hareket eden kimselerin hisseleriyle birlikte) bir menfaat elde ederse. Hisselerin mülkiyeti, hisselerle bağlanmış oy haklarının kullanılması ya da kullanılmasının yönlendirilmesi, hisseleri ele geçirme ya da hisselerin teslimi için çağrı hakkı veya opsiyonuna sahip olunması ya da herhangi bir satın alma, opsiyon ya da türev sözleşmesinin zorlaması sonucu hisseleri teslim alma yükümlülüğü altında olunması; ve değeri hissenin fiyatı referans alınarak belirlenen ve içinde uzun pozisyona sahip olunması ile sonuçlanan ya da sonuçlanabilecek olan bir türev aracın parçası olunması yoluyla bir menfaat doğar. Normal olarak bir kimse, ödünç verdiği ya da ödünç aldığı hisselerin oy haklarına da sahipmiş gibi işlem görür. Şirketin oy haklarının %30 ile %50 (dahil) oranları arasındaki bir miktarını elinde bulduran (birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte) bir kimse ve bu kimse ya da birlikte hareket ettiği herhangi bir kişi diğer hisseler üzerinde, sahip olduğu oy haklarının yüzdesini artıracak bir menfaat ele geçirirse. (Hooghten/Wouters/Bruynell s. 26).

şirketin kontrolünü ele geçirme amacıyla, yazılı veya sözlü, açık ya da zımni bir anlaşma ile çağrıyı yapacak kişi ile işbirliği içinde olan gerçek veya tüzel kişiler olarak tanımlanmıştır. Tanımda üç unsur öne çıkmaktadır. Söz konusu unsurlar; (1) çağrı yapan kişi ile işbirliği (corporation with the offerer), (2) bir anlaşmanın mevcudiyeti, (3) anlaşmanın konusunun şirket kontrolünü ele geçirmek (aimed... and acquiring control of the offering company) olmasıdır.

Birlikte hareket etmenin kabulü için mutlaka çağrı yapan ile bir işbirliğinin varlığı gerekmektedir. Ancak işbirliği içinde olan kişilerin birlikte hareket ettikleri kabul edilmektedir. Bu durumda işbirliği içinde olmayan kişilerin her birinin ayrı ayrı amacı şirketin kontrolünü ele geçirmek olsa bile birlikte hareket ettikleri kabul edilmeyecektir. İşbirliği aktif olabileceği gibi pasif de olabilir. Anlaşma taraflar arasında bağlayıcı ve tarafları borç altına sokan bir anlaşma olabileceği gibi tarafların genel olarak işbirliği amaçlarını belirleyen bağlayıcılığı olmayan (memorandum of understanding) genel bir anlaşma da olabilmektedir.³⁵⁹ Anlaşmanın konusunun mutlaka şirket kontrolünü ele geçirme olması gerekmektedir. Ancak anlaşmada şirket kontrolünün ele geçirildikten sonra şirketin nasıl yönetileceği gibi hususlara yer verilmesi gerekli değildir. Üye ülkelerin, hissedarların korumasını azaltacak zorunlu çağrı yükümlülüğünün ortaya çıkmasına engel olacak manada birlikte hareket tanımını daraltmamaları gerekmektedir. Buna karşın üye ülkeler söz konusu tanım, daha fazla işlem veya eylemin birlikte hareket etme kapsamında değerlendirilmesine sebep olacak tarzda daha geniş bir tanım yapmakta serbesttirler. Çağrı yükümlülüğünün doğması için oy hakkı sağlayan hisselerin iktisap edinilmesi (acquisition) şarttır. Çağrı zorunluluğu, hem mevcut hem de yeni çıkarılan hisselerin edinimi sonucunda doğabilmektedir. Yine varant, opsiyon ve üye hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil gibi menkul kıymetlerden doğan hakların kullanımı neticesinde hisse edinimi çağrı doğurmaktadır. Buna karşın bu konuda bir açıklık olmasa da zorunlu çağrıyı doğurmaya sebep olacak tutarda hisse satın alma hakkını verse de sadece opsiyon, varant veya hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin ediniminin zorunlu çağrıyı doğurmayacağı kabul edilmektedir.³⁶⁰

³⁵⁹ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 29.

³⁶⁰ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 30.

b. Çağrıdan Muafiyet Halleri

Direktif belirli durumlarda çağrıdan muafiyet tanınmasını öngörmektedir. Direktif'te öngörülen muafiyet hallerinden biri zorunlu çağrı yükümlülüğünün, isteğe bağlı olarak yapılan çağrı neticesinde doğmasıdır.³⁶¹ Bu düzenlemenin arkasında yatan mantığın, isteğe bağlı çağrı neticesinde hissedarlara ortaklıktan çıkma hakkı tanınmış olduğu için ikinci bir çıkış hakkı tanınmasına gerek görülmediği olduğu anlaşılmaktadır.³⁶²

Diğer bir muafiyet hali, üye ülkelerin Direktifi ilk kez uygulaması neticesinde çağrı yükümlülüğüne yol açacak tutarda hisse sahibi olanlara muafiyet tanınmasıdır.

Ayrıca üye ülkelere kendi koşullarını göz önüne alarak farklı muafiyet halleri düzenleme yetkisi vermektedir. Ancak üye ülkelerin muafiyet hallerini belirleme yetkisinin kullanımı, her halükarda, Genel Prensip 3.1.a'da belirlenen ortaklara eşit davranılması ve kontrol değişikliğinde ortakların korunması ilkesi ile sınırlı olması gereklidir. Üye ülkeler hisse ediniminin, finansal güçlükten kurtulma için zorunlu olması (rescue measures) zorunlu çağrı yükümlülüğü altında bulunan kişinin, çağrı zorunluluğu doğuran payları elinden çıkarmayı taahhüt etmesi gibi hallerde³⁶³ muafiyet tanınması mümkündür.³⁶⁴

c. Çağrı Bedeli

Çağrıyı doğuran edinimin meydana gelmesinden sonra çağrının en kısa sürede, Direktif'in 5.4. maddesinde tanımlanan adil fiyattan ve tüm hissedarlara açık olarak yapılması gerekmektedir. Direktif'in 5.4 maddesine göre adil fiyat³⁶⁵ teklif

³⁶¹ Türk hukukunda da aynı durum geçerlidir. Bkz. §11 V A 1.

³⁶² AB Direktifi 2004/25/EC md. 5(2); bkz. Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 30.

³⁶³ Türk hukukunda söz konusu muafiyet halleri için bkz. §11 V B 2 b.

³⁶⁴ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 30.

³⁶⁵ Direktifin kabulünden önde zorunlu çağrı fiyatının ne olması gerektiği hususu oldukça yoğun tartışmalara konu olmuştur. 1996 yılında komisyon tarafından hazırlanan teklifte, azınlık hissedarların korunması amacına uygun bir fiyat denmekle yetinilmiştir. 2001 yılında Uzlaşma Komisyonu tarafından onaylanan teklifte başka bir açıklama yapılmadan "adil fiyat" (equitable price) ifadesi kullanılmıştır. "Adil fiyat" ifadesinin Avrupa Hukuku bağlamında yorumlanması hukuki bir mesele haline gelmiş ve tartışma hukuk alanına kaymıştır. Winter Raporu'nda fiyatın belirlenmesine ilişkin genel bir kural öngörülmeyle birlikte üye ülkelere fiyat konusunda esneklik

sahibi veya birlikte hareket edenler tarafından söz konusu hisseler için çağrı tarihinden önceki belirli bir süre içinde menkul kıymet alımı için ödenmiş olan en yüksek fiyat olarak belirlenmiştir. Direktif on iki aydan uzun ve altı aydan kısa olmamak şartıyla söz konusu sürenin uzunluğunun belirlenmesini üye ülkelere bırakmıştır.

Çağrının başlama tarihi ile kapanma tarihi arasındaki dönemde çağrı sahibi ve birlikte hareket edenler çağrı fiyatından daha yüksek bir fiyatla hisse satın alırlarsa, çağrı fiyatının, bu dönemde alımı yapılan menkul kıymetler için ödenen en yüksek fiyata yükseltilmesi şartı bulunmaktadır.³⁶⁶

Madde 3'te belirlenmiş Genel Prensiplere aykırılık teşkil etmemek koşuluyla üye ülkeler, belirlenecek kriterlere uygun olarak adil fiyat hesaplamasını değiştirme hususunda yetkili kılınmıştır. Bu bakımdan üye ülkeler çağrı fiyatının düşürülmesini veya yükseltilmesini gerektiren durumları belirleyebileceklerdir. Çağrı fiyatının hesabında dikkate alınması gereken dönemde hissenin piyasa fiyatının manipüle edilmiş olması, hisse fiyatının şirketin içinde bulunduğu finansal güçlükler nedeniyle etkilenmiş olması, fiyat ayarlamasını gerektirecek durumlara örnek olarak gösterilebilir. Direktif'e göre üye ülkeler, ayrıca bu durumlara uygulanacak çağrı fiyatını hesaplama kriterlerini de belirleyebileceklerdir. Üye ülke tarafından fiyat ayarlaması yapılmasına ilişkin kararın gerekçelendirilmesi ve ilan edilmesi gerekmektedir.

Teklif sahibi, çağrı bedeli olarak, menkul kıymet, nakit veya ikisinin karışımını önerebilir. Bununla birlikte çağrı bedeli olarak önerilen menkul kıymet düzenlenmiş bir piyasada işlem gören bir menkul kıymet değilse, çağrı bedeli olarak nakit alternatifinin sunulması gerekmektedir.

Eğer teklif sahibi ve birlikte hareket edenler, yukarıda değinilen üye ülkeler tarafından belirlenecek süre (asgari altı, azami on iki ay) içinde hedef şirketin oy haklarının %51 veya daha fazlasını nakit olarak satın almışsa, teklifin nakit veya

tanınmıştır. Direktif Winter Raporu'nda yer alan görüşleri de dikkate alarak zorunlu çağrı fiyatını belirlemiştir. (Bu konu hakkında bkz. Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 31.)

³⁶⁶ AB 2004/25/EC Direktifi md. 5.4. En iyi fiyat olarak adlandırılan söz konusu kural ABD'de ve Türkiye'de de çağrı işlemlerinde uygulanmaktadır.

en azından nakit alternatifli olarak yapılması şartı bulunmaktadır. Üye ülkeler teklifin tamamının nakit olması şartını zorunlu kılmaya yetkilidirler.³⁶⁷

6. Çağrıya İlişkin Ortak Hükümler

a. Çağrının Duyurulması

Üye ülkeler, çağrı yapma kararının gecikmeksizin kamuya duyurulmasını ve yetkili otoriteye çağrı ile ilgili olarak bilgi verilmesini sağlamakla yükümlü tutulmuştur. Üye ülkeler, çağrı yapma kararının kamuya açıklanmasından önce kamu otoritesine bildirilmesini zorunlu bir kural haline getirebilirler.

Hedef şirket ve çağrıyı yapacak şirketin yönetim kurulu, çağrının kamuya açıklanmasından hemen sonra çalışanların temsilcilerine, çalışanların bir temsilcisi yoksa çalışanların kendilerine çağrıya ilişkin bildirimde bulunmakla yükümlü kılınmıştır.

b. Çağrıya İlişkin Dokümanlar

Üye ülkeler, hedef şirket hissedarlarının yeterli bilgiye sahip olarak karar vermelerini teminen çağrı yapan tarafın, zamanında ve yeterli bilgiyi içerecek şekilde kamuya açıklama yapmasını sağlamakla yükümlü kılınmıştır. Çağrı dokümanları kamuya açıklanmadan önce çağrı yapan tarafın yetkili otoriteler ile ilişki içinde olması gerekmektedir.³⁶⁸

Çağrı dokümanlarında şu hususlara yer verilmesi gerekmektedir: (i) çağrı fiyatı, (ii) breaktrough kuralı uygulanıyorsa, kaldırılan imtiyaz ve haklar için ödenmesi önerilen tazminat tutar, (iii) teklif sahibinin satın almayı taahhüt ettiği en fazla ve en az hisse tutarları, (iv) teklifin tabi olduğu tüm koşullar, (v) çağrı sahibinin hedef şirketin gelecekteki projeleri hakkındaki düşünceleri, (vi) teklifi kabul için verilen süre, (vii) çağrı bedeli olarak, menkul kıymet önerilmişse bu menkul kıymet hakkında bilgi, (viii) çağrı bedelinin finansmanına ilişkin bilgi, (ix) çağrı sahibi veya hedef şirketle birlikte hareket eden kişilerin kimlik bilgileri, (x) çağrı

³⁶⁷ AB Direktifi 2004/25/EC md. 5.5.

³⁶⁸ AB Direktifi 2004/25/EC md. 6.2.

sahibi ile menkul kıymet sahipleri arasında yapılacak anlaşmanın tabi olacağı ülke hukuku ve yetkili mahkeme.³⁶⁹

Çağrı dokümanlarına ilişkin olarak kamu otoritesinin ön onayının gerektiği ve söz konusu ön onayın alındığı durumlarda, söz konusu dokümanlar menkul kıymetin işlem gördüğü diğer piyasaların bulunduğu diğer üye ülkelerin kamu otoritesinin onayı gerekmeksizin geçerli olmaktadır. Söz konusu kamu otoritesi, sadece o ülke için açıklaması gerekli olan özel koşullara dair hususların dokümanlara eklenmesini isteyebilir.³⁷⁰

c. Çağrının Kabulü İçin Verilen Süreler

Direktif menkul kıymet sahiplerine teklifi kabul etmeleri için tanıma süreleri düzenlemiştir. Genel kurala göre üye ülkeler, çağrının kabulü için, hissedarlara verilecek süreyi iki haftadan az, on haftadan da çok olmamak üzere belirlemeleri gerekmektedir.³⁷¹ Madde 3'te belirlenmiş Genel Prensiplere aykırılık teşkil etmemek kaydıyla, üye ülkeler, on haftalık sürenin iki hafta süreyle uzatılmasına izin vermeye yetkili kılınmıştır.³⁷² Söz konusu süreler çağrı ile ilgili dokümanların ilanı tarihinden itibaren başlayacaktır.

Üye ülkeler, belirli durumlarda Direktif'te belirlenmiş sürelerin değiştirilmesine ilişkin kurallar belirleyebilirler. Hedef şirketin çağrı ile ilgili olarak genel kurulunu toplantıya çağırması için bu sürelerin uygulanması hususunda istisna tanınabilecektir.³⁷³

d. Kamuyu Aydınlatma

Direktif'in 8. maddesine göre üye ülkeler, çağrının özellikle yanlış ve yanıltıcı bilgilerin yayınlanmasını ve bu bilgilerin yayılmasının önlenmesi suretiyle hedef şirket, çağrıyı yapan şirket ile ilgili diğer şirketlerin menkul kıymetleri için şeffaf

³⁶⁹ AB Direktifi 2004/25/EC md. 6.3.

³⁷⁰ AB Direktifi 2004/25/EC md. 6.1.

³⁷¹ AB Direktifi 2004/25/EC md 7.1.

³⁷² AB Direktifi 2004/25/EC md. 7.1.

³⁷³ AB Direktifi 2004/25/EC md. 7.2.

ve dürüst bir piyasa oluşmasını temin edecek şekilde gerçekleşmesini sağlamakla yükümlü kılınmıştır.³⁷⁴

Direktif, söz konusu amaçlara ulaşılması için uygulanması gereken kuralları saymamış, bunları belirlemekte üye ülkelere geniş ölçüde serbestiyet tanımıştır. Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinde temel amaç, hisse fiyatı üzerinde etkili olan bilgilerin derhal açıklanarak yapay piyasa oluşması, içeriden öğrenenlerin ticareti gibi risklerin oluşmasına engel olunmasıdır.³⁷⁵

7. Çağrıda Hedef Şirketin Yönetim Kurulunun Yükümlülükleri

a. Genel Olarak

Winter Raporu'nda yer alan en önemli ama bir o kadar da tartışma yaratan kurallardan biri, çağrının kaderine şirketin hissedarları tarafından karar verilmesi olmuştur. Yönetim kurulunun çağrıyla engellemek için savunma önlemine başvurmasını haklı gösterecek sebepler Rapor'da kabul görmemiştir. Bazı durumlarda yönetim kurulunun uyguladığı savunmalar hissedarların yararına olsa da yönetim kuruluna bu hususta yetki verilmesinin yaratacağı risk ve maliyetler göz önüne alınarak yönetim kuruluna savunma yapma yetkisi tanınmaması yolu tercih edilmiştir. Winter Raporu'ndaki yaklaşıma uygun olarak Direktif'in 9. maddesinde çağrı sırasında yönetim kurulunun tarafsızlığı (neutrality) prensibi benimsenmiştir. Bu prensibe göre, şirket yönetim kontrolünün değişmesine yol açacak çağrıyla ilgili son sözü söyleme hakkı şirket hissedarlarına ait olacaktır. Ancak Direktif, mutlak pasiflik anlayışını benimsememiş yönetim kuruluna alternatif teklif arama yetkisi vermiştir. Bu bir bakıma ABD hukukunda mahkeme kararları ile kabul edilen "Revlon Duty" ile benzeşmektedir. ABD'de de Revlon davası ve bu davayı izleyen davalarda alınan kararlarda şirket kontrolünün satışının söz konusu olduğu durumlarda şirket yönetim kurulunun yükümlülüğünün alternatif teklif arayışına girerek, hissedarlara en iyi değerle hisselerini satma imkânı sağlamak olduğu görüşü hâkimiyet kazanmıştır.³⁷⁶

³⁷⁴ AB Direktifi 2004/25/EC md. 8.

³⁷⁵ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 36.

³⁷⁶ Revlon kararı için bkz. §3 V E.

Hedef şirket yönetim kurulunun tarafsızlığı Winter Raporu'nun en temel dayanaklarından biri olmasına karşın, Direktif'te üye ülkelere bu kuralı uygulamama (opt out) hakkı tanınmıştır. Yönetim kurulu üyelerinin tarafsızlığı üye ülkelerin ticaret hukuku alanına müdahale eden bir husus olduğundan Direktif'in kabulü sırasında bu kural ile ilgili olarak oldukça fazla tartışma yaşanmıştır. Bunun neticesinde de üye ülkelere bu kurala uymama hakkı sağlanarak uzlaşmaya varılmıştır.

Ancak söz konusu serbestliğin de Direktif Genel Prensipten 3 (c)'de belirlenen prensiple sınırlı olması gerekir. Üye ülkeler 9. maddedeki kurala uymama (opt out) kararı almış olsalar bile, Genel Prensipten 3.1 (c)'deki, yönetim kurulu üyelerinin bütün olarak şirketin menfaatine hareket etme ve hissedarları çağrışı kabul etme imkanından mahrum etmeme ilkesi ile bağılı olmaları gerekecektir.

b. Yönetim Kurulunun Tarafsızlığı Kuralı (Board Neutrality)

AB Direktifi'nin 9. maddesi İngiltere'deki City Code Kurallarınının 21. maddesine denk düşmektedir. Anılan maddeye göre hedef şirket yönetim kurulu, alternatif teklif arayışına girmek dışında çağrışın engellenmesi ile sonuçlanabilecek herhangi bir savunmaya başvurmadan hissedarlardan izin almak zorundadır. Direktif'in söz konusu kuralı, Genel Prensipten 3.1 (c)'deki düzenleme ile de uyum içindedir. Söz konusu genel prensibe göre de yönetim kurulu üyelerinin, bütün olarak şirket çıkarı lehine hareket etmesi ve hissedarları çağrıdan yararlanma hakkından mahrum edilmemesi gerekmektedir.

Bir işlemin Direktif'in 9. maddesine göre yasak bir işlem olarak değerlendirilmesi için yönetim kurulunun amacının bu yönde olmasının şart olmadığı amacın kontrol değişikliğini engellemek olmaması durumunda dahi yapılan işlemin bu sonucu doğurmasının yeterli olduğu kabul edilmektedir.³⁷⁷

Direktif'te yönetim kontrol değişikliğini önlemek amacıyla yeni hisse çıkarılamayacağı özellikle belirtilmiştir. Burada ABD uygulamasında savunma

³⁷⁷ Glade, A./Haak, s. 517; Bank, s. 517; Bank, s. 394; Oliver Meyer, Die Übernahme börsennotierter Aktiengesellschaften nach der EU Übernahmerichtlinie, Verlag Dr. Kovac, Hamburg, 2006, s. 204; Maul/Muffat-Jeandet, s.306; Veil, s.97, (Naklen Şehirali Çelik, s. 158.)

amaçlı olarak uygulanan poison-pill'in ³⁷⁸ kastedildiği açıktır. Direktif'te poison-pill'in örnek olarak gösterildiği, şirketin değerli aktiflerinin (crown jewels) satışı veya satışı için üçüncü bir kişiye (white knight) varlık alım opsiyonu tanınması, kendi paylarını satın alması, teklif sahibinin hisselerini satın alması (greenmailing) ³⁷⁹ gibi diğer savunmaların da yasak kapsamına girdiği kabul edilmektedir. ³⁸⁰

Yönetim kuruluna getirilmiş olan söz konusu sınırlama, çağrı yapılacağına yönetim kuruluna iletilmesi ile çağrının sonuçlarının kamuya duyurulması veya çağrının düzenlenmesine kadar geçen sürede geçerli olmaya devam etmektedir. ³⁸¹ Üye ülkeler bu kuralın çağrı yapılacağına bildirilmesinden önceki, çağrının yapılmasının yakın olduğu safhalarda da uygulanmasını zorunlu kılabilir. ³⁸² Söz konusu kuraldan anlaşıldığı gibi savunma yapma yasağı, sadece çağrı dönemi (neutrality period) ile sınırlı olarak kabul edilmiştir. Bu kapsamda çağrının başlamasından önce aynı savunma önlemlerinin alınması Direktif'e aykırılık teşkil etmeyecektir. ³⁸³ Ancak, genel kurulun, çağrı döneminden önce savunma yapma yetkisini genel bir yetki devriyle yönetim kuruluna devretmesinin geçerli olmadığı belirtilmektedir. ³⁸⁴

Söz konusu yasağın başlamasından önceki dönemden önce alınmış olsa dahi şirketin olağan faaliyetlerine ilişkin olmayan ve çağrının engellenmesine sebep olabilecek nitelikteki kararlar için genel kurulun onayının alınması gerekmektedir. Bu amaçla toplanacak genel kurullar için toplantıya davet süresi, üye ülkeler tarafından iki haftadan daha az olmamak şartıyla kısa bir süre olarak belirlenebilir. ³⁸⁵

AB Direktifi bu alanda İngiliz hukukunun bu önemli prensibini benimserken, bu kuralı üye ülkeler için uyulması zorunlu bir kural haline getirmemiştir. Ancak AB

³⁷⁸ ABD'de poison-pill uygulaması hususunda bkz. §2 IV C.

³⁷⁹ Söz konusu savunma önlemleri için bkz. §3 IV B 3.

³⁸⁰ Meyer, s. 204; Heribert Hirte, Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung, Zeitschrift für Unternehmens und Gesellschaftsrecht (ZGR), 2002, s.623-663.

s. 631 vd. (Naklen Şehirli Çelik, s. 158.)

³⁸¹ AB Direktifi 2004/25/EC md. 9.2.

³⁸² AB Direktifi 2004/25/EC md. 9.3.

³⁸³ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 43.

³⁸⁴ Meyer, s. 213 (Naklen: Şehirli Çelik, s. 159).

³⁸⁵ AB Direktifi 2004/25/EC md. 9.4.

Direktifi'nin 12. maddesi çerçevesinde, üye ülkelerin bu kuralı uygulamama haklarını kullanmaları (opt out) halinde o üye ülkedeki şirketlerin bu kuralı benimsemeleri (opt in) mümkün olacaktır.

8. Yönetim Kontrol Değişikliğine Karşı Alınmış Savunma Önlemlerinin Etkisizleştirilmesi Kuralı (Breakthrough Rule)

a. Genel Olarak

AB nezdinde, büyük ve rekabetçi tek bir sermaye piyasası oluşturulması, şirketlerin yeniden yapılanması ve üye devletlerin sermaye piyasalarının birbiriyle entegre olmasında şirket ele geçirmelerinin önemli bir rolü olacağı görüşü hakim olduğundan, Direktif'te şirket ele geçirmelerini kolaylaştırıcı, savunma önlemlerini kısıtlayıcı iki önemli düzenlemeye yer verilmiştir.³⁸⁶

Bunlardan birincisi yukarıda incelenen çağrı sonrasındaki savunma önlemlerinin kısıtlanmasına yönelik AB Direktifi'nin 9. maddesinde düzenlenen yönetim kurulunun çağrıya ilişkin bir savunma yapması için genel kurulda hissedarların onayını almasını gerektiren hükümdür. Diğeri ise çağrıda imtiyazlı paylar ihraç etmek suretiyle oluşturulmuş olan savunma önlemlerinin ortadan kaldırılmasını ve kontrol değişikliğinin kolaylaştırılmasını sağlayan breakthrough kuralıdır.

Breakthrough kuralı İtalyan ve Fransa dışındaki üye ülkeler bakımından tamamen yeni bir uygulama olmuştur.³⁸⁷

AB'de farklı pay grupları ihraç etmiş (dual-class) şirketlerin mevcut olması sebebiyle³⁸⁸ breakthrough kuralı büyük tartışmalara sebep olmuştur. Nitekim bu

³⁸⁶ Özkan Tekneci, Şirket Kontrolünü Ele Geçirme Girişimlerine Karşı Kullanılan Savunma Mekanizmalarının "Breakthrough kuralı" (breakthrough rule) Çerçevesinde Sınırlandırılması, SPK Yeterlilik Etüdü, 2007, s. (ii).

³⁸⁷ Rolf Skog, The European Union's Proposed Takeover Directive, The "Breakthrough" Rule and The Swedish System of Dual Class Common Stock, Stockholm Institute for Scandinavian Law, s. 294.

³⁸⁸ Yapılan araştırmalara göre FTSE Eurofirst 300 Index'de yer alan Avrupa'nın büyük şirketlerinin üçte ikisinde, bir hisseye bir oy hakkının benimsenmektedir. Bir hisseye bir oy hakkının benimsendiği ülke sıralamasında ise Belçika (%100), Almanya (%97) ve İngiltere (%88) ile en önde gelmiştir. Buna karşın sıralamada en geride kalan ülkeler ise Hollanda (%14), İsveç (%25) ve Fransa (%31) olmuştur. [Deminor Rating, Application of The One Share - One Vote Principle in Europe (March 2005) (Naklen: Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 48)] Winter Raporu'nda, ana sözleşmede yer alan sermaye ile kontrol arasındaki oranı bozan hükümleri etkisizleştirmek üzere breakthrough kuralının benimsenmesi önerilmiştir. Winter Raporu'na göre çağrı neticesinde sermayenin %75'inden fazlasını ele geçiren kişiler bu kuraldan

kurula karşı çıkan üye devletlerin ve ortaklık kontrolünü yitirme riski ile karşı karşıya kalan şirketlerin karşı çıkmaları sonucunda, kural, Direktif'te seçimlik düzenleme olarak yer almıştır.³⁸⁹ Bununla birlikte, üye devletlerin kuralın uygulanmasını zorunlu tutmamaları halinde (opt out.), kendi ülkeleri tabiiyetinde bulunan şirketleri, bu kuralı uygulayıp uygulamama konusunda serbest bırakmaları (opt in) gerekmektedir.

ABD'de yapılan araştırmalar kontrol değişikliği karşıtı (anti take over statutes) daha güçlü yasaları olan eyaletlerin şirketler tarafından kuruluş yeri olarak tercih edildiğini ortaya koymuştur.³⁹⁰ Bu nedenle AB üye ülkeleri, şirketlerin kendi ülkelerinde kurulmasını teşvik etmek isteyeceklerinden bu kuralın uygulanması serbest bırakılmış olduğunda "breakthrough" kuralını uygulayan ülke sayısının çok fazla olması beklenmemelidir.

b. Breakthrough Kuralı

Direktif'in 11. maddesine göre breakthrough kuralının çağrı suretiyle yönetim kontrolünün değişikliğine ilişkin etkileri üç noktada toplanmaktadır.

aa. Çağrı Sırasında Hisse Devrine İlişkin Yasağın Etkisizleşmesi

Eğer bir şirketin hisselerinin devri yönetim kurulunun onayına tabi ise yönetim kurulu devre izin vermemek suretiyle yönetim kontrol değişikliğine engel olma hakkına sahip olur. Bu durumda bir kişi çağrı yoluyla hisselerin çoğunluğunu ele geçirse bile yönetim kontrolünü elde edemeyebilir. Breakthrough kuralına göre hedef şirketin ana sözleşmesinde bulunan hisselerin devrini engelleyen kısıtlamalar bu şirketin hisseleri için yapılmış çağrıda, çağrının kabule açık olduğu dönemde uygulanmayacaktır.³⁹¹

faydalanabileceklerdir. Halka açık bir şirkette farklı haklara sahip olan hisselerle karşı özellikle kurumsal yönetim ilkeleri bakımından güçlü eleştiriler olsa da Türkiye'de olduğu gibi birçok ülkede halka açık şirketlerin önemli bir kısmında imtiyazlı hisseler halen mevcut bulunmaktadır. Son yıllarda, ABD'de kurumsal yatırımcıların talepleri doğrultusunda birçok şirket, ana sözleşmede yer alan imtiyazlı haklar sağlayan hükümleri (shark repellent) ana sözleşmelerinden çıkarmak durumunda kalmıştır.

³⁸⁹ Tekneci, s. (iii).

³⁹⁰ Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2002, s. 5 vd.

³⁹¹ AB Direktifi 2004/25/EC md. 11.2 f.1.

Direktif'e göre aynı hüküm Direktif'in yürürlük tarihinden sonra akdedilen şirket ile hissedarlar veya hissedarların kendi aralarındaki sözleşmelerde de yer alan hisse devir kısıtlamaları için de geçerli olacaktır.³⁹² Şirket ana sözleşmesinde yer alan kısıtlamaların etkisizleştirilmesinde, kural geçmişe yürütülürken, ortaklar arası sözleşmelerdeki kısıtlamaların geçmişe yürütülmediği dikkat çekmektedir. Bu farklılaştırmanın mantığı tam olarak anlaşılammamaktadır.³⁹³ Zira hissedarlar kendileri bakımından hukuken daha bağlayıcı olduğu inancıyla anlaşma hükümlerini tamamen ana sözleşme içine yazmış olmaları, ayrı bir sözleşme yapmamaları durumunda, Direktif hükmü geçmişe etkili olmaktadır. Buna karşı hissedarların ana sözleşme dışında ayrı bir sözleşme yapmış olmaları durumunda sırf bu nedenle Direktif hükmü geçmişe etkili olmamaktadır. Birinci durumda olan hissedarların hakları ortadan kaldırılabilirken, ikinci durumdaki ortakların hakları korunmaktadır.

Bu hükmün neticesi ana sözleşmede devir kısıtlaması bulunmasına karşın, yapılan çağrının kabule açık olduğu dönemde bu kısıtlama yokmuş gibi hisselerin çağrı yapana devrinin hukuken geçerli olmasıdır. Bu şekilde çağrıyı yapan, hedef şirketin sermayesinin çoğunluğunu temsil eden hisseleri ana sözleşmedeki devir engeline rağmen elde etmiş olacaktır.

bb. Çağrı Sonrasında Alınabilecek Savunma Önlemlerinin Etkisizleştirilmesi

Yukarıda (1)'de belirtildiği şekilde çağrı yapan devir kısıtlamalarına rağmen sermayenin çoğunluğunu temsil eden hisseleri devralmış olmakla birlikte, bu hisselerle ilişkin oy haklarının ana sözleşmeyle kısıtlanmış olması sebebiyle, genel kurulda alınacak kararlar üzerinde etkili olmayabilir. Bu durumda da genel kurulda çağrının başarısına engel olacak bir karar alınabilir. Örneğin genel kurul kararıyla üçüncü bir kişiye (white knight) tahsisli sermaye artırımı yapılabilir. Bu durumda çağrı başarısızlığa uğramaya mahkûm olur. Bu nedenle sadece devir sınırlamasının kalkması çağrı konusundaki engelleri kaldırmaya yeterli olmaz,

³⁹² AB Direktifi 2004/25/EC md. 11.2 f.2.

³⁹³ Akla gelen tek sebep, hissedarlar arasındaki sözleşmenin stratejik veya finansal amaçlı bir şirkete yatırım yapan yatırımcılarla şirketin kurucusu ve yöneticisi olan hâkim ortaklar arasında hissedarlık sözleşmesi (shareholders agreement) yapılmasının mutad olması, buna karşın küçük hissedarların şirkete katılımı için ayrı bir sözleşme yapılmıyor olmasıdır. Bu durumda söz konusu hükümde hukuki bir mantık aramaktan çok, bunun sebebinin büyük şirketlerde yatırım yapan ve hissedarlık sözleşmesi akdetmiş olan tarafların haklarına geçmişe etkili olarak son vermenin yaratacağı rahatsızlıkların göze alınamamış olduğunu düşünmek daha isabetli gibi görünmektedir.

aynı zamanda hisseler üzerindeki oy haklarına ilişkin sınırlamaların ve farklılıkların kalkması gerekmektedir. Direktif'in 11.3. maddesi de savunma önlemlerinin görüleceği genel kurullarda söz konusu sınırlamaların kalkmasını ve birden fazla oy hakkına sahip olan hisselerin bir oy hakkına sahip olmasını düzenlemektedir. Böylece çağrı yapan taraf, çağrı sürecinde sahip olduğu hisselerin sermayeyi yansıtan gerçek gücünü kullanarak genel kurul kararlarında da belirleyici olabilecektir.

Burada akla şu soru gelmektedir, eğer hedef şirketin kayıtlı bulunduğu ülke seçimlik hakkını kullanarak 9. maddeyi kabul etmeyip (opt out) 11. maddeyi kabul etmişse (opt in) breakthrough kuralı tek başına işleyebilir mi? Üye ülke 9. maddeyi kabul etmediğinde yönetim kurulu genel kurul kararı olmaksızın savunma önlemlerine başvurabilecek, bu kapsamda kayıtlı sermaye sistemi içinde sermayesini artırabilecek ve artırılan sermayeyi tercih ettiği üçüncü bir kişiye tahsis edecek, belki de poison pill uygulayabilecektir. Breakthrough kuralı savunma önlemlerinin genel kurulda karara bağlanacağını öngörerek buna ilişkin bir hüküm getirmiştir. Oysa seçimlik olan 9. madde üye ülke tarafından kabul edilmediğinde savunma önlemleri yönetim kurulu tarafından çağrının başarısızlığa uğramasına sebep olabilecektir. Böyle bir durumda yönetim kurulunun bu tür savunma önlemlerine başvurmasını durdurmanın yolu ancak mahkemelerden ihtiyati tedbir kararı almak olacaktır. Bu bakımdan 11. maddedeki çağrı öncesi savunmayı önlemek üzere getirilmiş olan breakthrough kuralını, çağrı sonrasındaki savunma önlemlerini düzenleyen 9. madde olmadan etkisini kaybedeceği söylenebilir.

cc. Çağrı Sonrasında Ana Sözleşmeden İmtiyazların Tamamen Kaldırılması

Breakthrough kuralındaki sonuncu ve belki de en önemli aşama ise hisselerin devrini kısıtlayan ve bir gruba yönetimde imtiyaz sağlayan ana sözleşme hükümlerinin tamamen ana sözleşmeden çıkarılması aşamasıdır. Direktif'in 13.4. maddesi söz konusu kısıtlama ve imtiyazların kaldırılması için özel bir hüküm getirmektedir. Buna göre yapılan çağrı neticesinde hedef şirket sermayesinin %75'ini temsil eden hisselerin elde edilmesi durumunda çağrı yapan tarafın daveti ile yapılacak genel kurul toplantısında oy hakkı kısıtlamaları uygulanmayacak, birden fazla oy hakkına sahip olan hisseler bir oy hakkına sahip olacak ve bu

şekilde yapılan toplantıda ana sözleşmedeki sınırlamalar ve imtiyazlar kaldırılabilir. Öte yandan Direktif söz konusu imtiyazlı payların kaldırılması karşılığında imtiyazlı pay sahiplerine adil bir bedel ödemesini öngörmüştür.³⁹⁴

9. Seçimlik (Optinality) Hükümler ve Karşılıklılık (Reciprocity) İlkesi

Direktif'in en önemli ama aynı zamanda en tartışmalı hükümleri olan yönetim kurulunun tarafsızlığı (Board neutrality) ve kontrol değişikliği engellerinin etkisizleşmesi (breakthrough) kuralının kabulü Direktif'in kabul edilmemesi riskini doğurunca Portekiz delegasyonun önerisi ile söz konusu hükümlerin üye ülkeler tarafından seçimlik olarak uygulanmasına ilişkin Direktif'in 12. maddesi kabul edilmiştir.³⁹⁵ Direktif'in 9. ve 11. maddelerinin seçimlik uygulanması kuralların uyumlaştırılması amacına önemli ölçüde darbe vurmuştur. Öte yandan üye ülkenin ve üye ülkelerdeki şirketlerin farklı seçimlerde bulunma ihtimalleri bunlara ek olarak karşılıklılık (reciprocity) ilkesinin söz konusu olması düzenlemeleri oldukça karmaşık hale getirmiştir.³⁹⁶

a. Birinci Aşama: Üye Ülkeler Tarafından Düzenlemelere Uyulmaması Seçimi (Opt-out)

Birinci aşamada üye ülkeler, Direktif'in yönetim kurulunun tarafsızlığına (Board neutrality) ilişkin 9.2 ve 3. maddesi ile çağrıda kontrol değişikliğini etkileyen hükümlerin etkisizleştirilmesine (breakthrough) ilişkin 11. maddesini kendi sınırları içinde tescil edilmiş ve menkul kıymetleri düzenlenmiş piyasalarda işlem gören şirketler için uygulamama hakkına sahip kılınmıştır. Böylece ülkeler, kendi ülkeleri sınırları içindeki şirketlere 9.2, 3 ve 11'i uygulatmama (tam opt-out) veya birisini uygulatıp diğerini uygulatmama (kısmı opt-out) ya da ikisini de uygulatma (tam opt-in) seçeneklerine sahip olmaktadır.

b. İkinci Aşama: Şirketler Tarafından Düzenlemelere Uyulması Seçimi (Opt-in)

³⁹⁴ AB Direktifi md. 11,5.

³⁹⁵ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 60-61.

³⁹⁶ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 60.

Eğer bir üye ülke seçim hakkını 9.2 ve 3 ve 11. maddelerin uygulanmaması yönünde kullanmış ise üye ülkenin şirketlerine söz konusu kuralları kabul etme olasılığının bırakılması gerekmektedir. Şirketlerin opt-in kararlarını, ana sözleşmelerini değiştirmelerine ilişkin kurallara uygun olarak genel kurul toplantısında almaları gerekmektedir.

Buna karşı, üye ülkenin söz konusu Direktif hükümlerini uygulama (opt-in) seçeneğini kullanması durumunda, bu üye ülkelerdeki şirketlerin, kurallara uymama gibi bir hakkı bulunmamaktadır.

c. Üçüncü Aşama: Karşılıklılık (Reciprocity)

Direktif'in 12.3 maddesi üye ülkeye, Direktif madde 9.2 ve 3 ile 11'i uygulayan bir şirketin hisselerine yönelik olarak anılan kuralları uygulamayan bir şirket tarafından yapılan çağrıda, bu şirketi söz konusu kuralları (9.2, 3 ve 11) uygulamaktan istisna tutma hakkı tanımaktadır. Almanya'nın ısrarı üzerine Direktif'e girmiş olan karşılıklılık ilkesi oldukça fazla eleştiri almıştır.³⁹⁷ Söz konusu karşılıklılık kuralının uygulanması için mutlaka üye ülkenin opt-out ve ilgili şirketin opt-in kararlarını almış olmasının mı gerektiği yoksa ilgili ülkenin opt-in kararı alması durumunda da uygulanıp uygulanmayacağı çok açık değildir. Opt-in kararı almış olan Fransa, Yunanistan, Macaristan, Portekiz, Slovakya ve Slovenya gibi ülkeler, kendi ülkelerinde şirketlerin karşılıklılık ilkesinden faydalanması yönünde düzenleme yapmışlardır.³⁹⁸ Direktif'in 12.3 madde hükmüne göre bir şirketin söz konusu karşılıklılık ilkesinden yararlanması için mutlaka üye ülkenin hukuki bir düzenleme yapması gerekmektedir.

10. Geriye Kalan Hisseleri Satın Alma Hakkı (Squeeze Out)

a. Satın Alma Hakkının Doğması

Direktif'in 15. maddesinde çağrı yapan tarafa çağrıyı tamamladıktan sonra belirli şartlarla azınlıkta kalan hissedarların hisselerini satın alma hakkı tanınmıştır.

Satın alma hakkının tanınmasındaki amaç esas olarak başarılı bir çağrı sonucunda, hâkim ortağı, şirketi halka kapatma imkanı tanıyarak halka açık olmanın getirdiği

³⁹⁷ Bu konudaki eleştiriler için bkz. J. Winter, s.368, (Naklen: Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 62).

³⁹⁸ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 63.

yükümlülüklerden kurtarmak olduğu söylenebilir.³⁹⁹ Satın alma hakkının aşağıda belirtilen iki durumdan birinde kullanılması mümkündür.

(i) Çağrı yapanın, oy hakkına sahip, en az şirket sermayesinin %90'ını temsil eden hisseler ve toplam oy haklarının %90'ına sahip olması veya

(ii) Çağrı yapanın teklifin kabulünü takiben oy hakkına sahip en az şirket sermayesinin %90'ını temsil eden hisseleri ve teklife konu oy haklarının %90'ını temsil eden hisseleri iktisap etmesi veya iktisap etme hususunda bağlayıcı bir anlaşmaya girmesi

Birinci durumda, satın alma hakkının doğup doğmadığının hesabında şirketin toplam oy haklarının %90'ının elde edilip edilmediğine bakılmaktadır. Söz konusu edinimin, çağrı önerisinde veya çağrı sırasında elde edilmiş olması bu bakımdan bir fark yaratmamaktadır. İkinci durumda ise hakkın doğup doğmadığına, toplam oy hakları değil, çağrıya konu oy hakları hesaba katılmaktadır.⁴⁰⁰ Her iki durumda da sermayenin ve oy haklarının %90'ını temsil eden hisselerin iktisap edilip edilmediğine bakılmaktadır.

Üye ülkeler birinci durumda %95'i geçmemek üzere daha yüksek bir oran belirlemeye yetkili kılınmıştır.⁴⁰¹

Söz konusu satın alma hakkı verilmiş bir yükümlülük değil, bir hak olduğundan çağrı yapanın, çağrı neticesinde yukarıda belirtilen oranlara ulaşması durumunda satın alma yükümlülüğü doğmaz.

b. Süre

Satın alma hakkının çağrının kabulü için Direktif md. 7'ye göre tanınmış olan sürenin bitiminden itibaren üç ay içerisinde kullanılması gerekmektedir.⁴⁰² Söz konusu sürenin geçirilmesinden sonra bu hakkın kullanılması mümkün değildir. Söz konusu sürenin ardından ancak isteğe bağlı çağrı yapılabilir. Ancak söz konusu çağrıda, hissedarlar hisselerini satmakla yükümlü olmayacaklardır. İkinci

³⁹⁹ Bu konuda bkz. Ayşegül Aslan, Hakim Ortağın Azınlık Paylarını Satın Alma Hakkı, SPK Yeterlilik Etüdü, 2005, s. 23.

⁴⁰⁰ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 67.

⁴⁰¹ AB Direktifi 2004/25/EC md. 15 f.2.

⁴⁰² AB Direktifi 2004/25/EC md. 15.4.

çağrının ardından satın alma hakkının kullanılmasına engel bir durum görülmemektedir.

c. Satın Alma Fiyatı

Direktif'te satın alma hakkının kullanılması neticesinde hissedarlara ödenecek fiyatın adil olması öngörülmüştür.⁴⁰³ Hissedarları sahip oldukları mülkiyet hakkından zorla mahrum bırakan bir düzenlemenin hissedarı satmak zorunda bıraktığı hisseler için adil fiyat uygulanması çoğu ülke için anayasal bir zorunluluktur.⁴⁰⁴

Direktif'te adil fiyatın ne olması gerektiği hususunda iki ayrı varsayımda bulunulmuştur. Birinci varsayım, isteğe bağlı çağrıda uygulanan fiyata ilişkindir. Direktif'e göre 15 2 (a) ve (b)'ye göre yapılan çağrıda, eğer çağrı yapan, şirket sermayesinin %90 veya daha fazlasını temsil eden hisseleri çağrının kabulü suretiyle elde ederse söz konusu çağrıda uygulanan fiyat adil fiyat olarak kabul edilecek ve bu fiyat satın alma hakkının (squeeze out) kullanılmasında uygulanacaktır. İkinci varsayım ise, zorunlu çağrıda uygulanan fiyatın adil fiyat olarak kabul edilmesine ilişkindir. Direktif md. 15.5.f.2'ye göre zorunlu çağrının uygulanması durumunda, zorunlu çağrıdaki fiyat, adil fiyat olarak kabul edilecektir. Zorunlu çağrı fiyatının, adil fiyat olarak kabulü için isteğe bağlı çağrıda olduğu gibi çağrıda teklifin belirli bir çoğunlukla kabul edilmesi şartı aranmamıştır. Bunun sebebinin zaten zorunlu çağrıda fiyatın adil bir fiyat olarak hesaplanıyor olması olduğu anlaşılmaktadır.

Direktif'te bu varsayımın uygulanmadığı zaman adil fiyatın nasıl saptanacağına dair bir hüküm bulunmamaktadır. Winter Raporu'nda, böyle bir durumda bağımsız uzmanlar tarafından yapılan değerlendirme ile saptanması gerektiği ifade edilmiştir.⁴⁰⁵ Değerlemeyi yapacak bağımsız uzmanların, bağımsız olabilmeleri için, çağrıyı yapan tarafından değil, mahkemeler veya ilgili ülkelerin bu konudaki yetkili kurulu tarafından atanması gerektiği ileri sürülmektedir.⁴⁰⁶ Satın alma hakkının uygulanmasında bedelin, nakit veya önceki çağrıda

⁴⁰³ AB Direktifi 2004/25/EC md. 15.5 f.1.

⁴⁰⁴ Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesi aynı zamanda böyle bir düzenleme için kamu yararının bulunması şartını aramaktadır.

⁴⁰⁵ Winter Raporu, s. 66.

⁴⁰⁶ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 69.

uygulanan bedel ile aynı olması gerekmektedir.⁴⁰⁷ Buna göre önceki çağrıda, bedel olarak menkul kıymet değişimi önerilmişse, satın alma hakkının kullanılmasında da bedel olarak aynı şekilde menkul kıymet önerilmesi gerekecektir. Ayrıca Direktif üye ülkeleri, nakit alternatifi öngörme konusunda serbest bırakmıştır.

11. Pay Sahiplerinin Hisselerini Satma Hakkı (Sell Out)

Satın alma hakkı (squeeze out) hakim ortağa, şirket paylarının %90 veya fazlasını topladıktan sonra geriye kalan payları alma hakkı verirken satma hakkı, (sell out) ise sermayenin %90 veya daha fazlasının çağrı neticesinde elde edilmesi halinde azınlıkta kalan hissedarlara, hisselerini satma hakkı tanımaktadır. Satma hakkının en önemli işlevi, çağrının başarıya ulaşip ulaşmayacağı belirli olmadığı dönemde çağrıda hisselerini satmak istemeyen ama çağrı başarılı olursa sonra istemediği bir yönetim altında kalmak korkusuyla hisselerini satma baskısı altında kalan hissedarları bu baskıdan bir ölçüde kurtarmaktır. Satma hakkı çağrının başarısız olmasını isteyen, bu yüzden de çağrıya katılmayan ama çağrı başarılı olursa ortaklıktan çıkmak isteyen hissedarlara ikinci bir şans tanımaktadır. Ancak satma hakkının kullanılabilmesi için de sermaye ve oy haklarının %90'ının elde edilmiş olması gerekmektedir. Bu yüzden kontrolün el değiştirmesine rağmen %90 oranının altında kalması halinde satma hakkı doğmayacaktır. Dolayısıyla, hissedarların satma baskısından tam olarak kurtuldukları söylenemez. Diğer yandan satma hakkının tanınmış olması (sell out), satın alma hakkının daha fazla kullanılmasına yol açacaktır.⁴⁰⁸ Zira satın alma hakkını kullanacak düzeyde hissenin elde edilmesi halinde hâkim ortak, çok sayıda hissedarın tek tek bu yola başvurmasına katlanacağına, satın alma hakkını kullanmayı tercih edebilecektir. Satma hakkı da, satın alma hakkı gibi tüm hissedarların tüm hisselerine yapılmış çağrıdan sonra doğan bir haktır. Üye ülkelerin çağrı olmaksızın bu hakkı tanımaları da mümkündür.

Satma hakkının doğması için, çağrı sonrasında çağrı yapanın Direktif md. 15.2 'deki satın alma hakkını kullanmaya yol açacak tutarda hisseye sahip olması

⁴⁰⁷ AB Direktifi 2004/25/EC md. 15.5 f.1.

⁴⁰⁸ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 70.

gerekmektedir. Yani azınlık hissedarların satma hakkının doğması için çağrı yapanın satın alma hakkının doğması gerekmektedir.

Satın alma hakkının kullanılması için uyulması gereken üç aylık süre şartına satma hakkının kullanılması için de uyulması gerekmektedir. Üç aylık sürenin kaçırılması durumunda söz konusu hakkın kullanılması mümkün değildir. Her hissedar bu hakkı ayrı ayrı kullanabilme hakkına sahiptir. Satma hakkının kullanılması için hissedarların birlikte hareket etme zorunluluğu bulunmamaktadır.

12. Yaptırımlar

Direktif'in 17. maddesi üye ülkelerin uygulayacağı yaptırımlara ilişkindir. Direktif'te yaptırımların etkili, orantılı ve caydırıcı olması gerektiği ifade edilmiş olmakla birlikte hangi tür yaptırımların uygulanacağına ilişkin açık bir hükme yer verilmemiştir. Bu anlamda üye ülkeler uygulayacakları yaptırımların türleri hususunda serbest bırakılmıştır. Uygulanması muhtemel yaptırımlar ise cezai ve idari yaptırımlar olacaktır.⁴⁰⁹

⁴⁰⁹ Wouters/Hooghten/Bruynell, s. 72.

§ 5. İngiliz Hukuku Bakımından

I. Genel Olarak

Şirketlerin çağrı yoluyla yönetim kontrollerinin değişmesi ile ilk kez 1950’li yılların başında İngiltere’de karşılaşılmaya başlanmıştır. İngiltere’nin hemen ardından 1960’lı yılların başından itibaren de aynı yöntem kullanılarak kontrol ele geçirme girişimleri ABD’de görülmeye başlanmıştır. Herhangi bir düzenleme ve kural olmadığından oldukça agresif bir şekilde gerçekleşen ve hissedarlar arasında eşitsizlik yaratan şirket el değiştirmelerinin yarattığı sorunları çözmek için ABD ve İngiltere’de aynı zamanlarda adım atılmıştır. ABD’de çağrıyı düzenlemek üzere 1967 yılında Wiliam Act kabul edilirken, İngiltere’de bir yasa çıkarılması yerine, çağrı ve kontrol değişikliği kontrolünün piyasanın katılımı ile kurulan, bağımsız bir kuruluş olan Takeover Panel (Panel)⁴¹⁰ tarafından yürütülmesi tercih edilmiştir. Panel ve City Code, çağrıyı yapanlar ile çağrıya karşı savunma yapan hedef şirket yöneticileri arasında yaşanan kontrol ele geçirme (takeover) savaşlarına yönelik olarak basın ve parlamentoda yapılan eleştirilere karşı bir çözüm olarak ortaya çıkmıştır.⁴¹¹ Panel, bir yasaya bağlı olmadan kurulmuş ve oldukça uzun bir süre faaliyetlerini bu şekilde yürütmüş olmasına rağmen, piyasa ve yargının verdiği destek sayesinde bu alanı, oldukça etkin ve esnek bir biçimde “City Code Kuralları” olarak adlandırılan koymuş olduğu kendi kurallarıyla yönetmiştir. Panel, AB Direktifi’ne uyum sağlama zorunluluğu nedeniyle 2006 yılında yasal bir statüye sahip olmuştur.⁴¹²

Panel gibi kontrol değişikliğine ilişkin ayrıntılı düzenleme yapan, bu düzenlemeler çerçevesinde çağrı ve savunma önlemlerine ilişkin her aşamada görüş ve onay veren, anlaşmazlık durumunda anlaşmazlığı çözen bir kamu kuruluşunun var oluşu bu alanda İngiliz hukukunun ABD ve birçok Kıta

⁴¹⁰ Panel ve City Code ilk kez Mart 1968’de ortaya çıkmıştır. (Bu konuda bkz. Weinberg/Blank 2011, s. 4005; Davies (Gower/Davies), s. 964.

⁴¹¹ Weinberg/Blank 2011, s. 4005.

⁴¹² Weinberg/Blank 2011, s. 4005.

Avrupa'sı hukukundan farklı gelişmesine sebep olmuştur.⁴¹³ Bu farklılıkların en başında City Code kurallarının sadece çağrı (takeover bid) değil, tüm yönetim kontrol değişikliklerini düzenliyor olması gelmektedir. City Code kuralları, ABD'nin aksine sadece çağrı (takeover bid) yöntemine ilişkin olarak değil, hangi yöntem neticesinde gerçekleşmiş olursa olsun her türlü kontrol değişikliğinde hissedarlara eşit davranılması ve azınlıkta kalan hissedarların korunması kuralını getirmiştir. Eşitlik, City Code'un bir numaralı Genel Prensibidir. Genel Prensip 1'e göre, hedef şirketin aynı grup hisselerine sahip hissedarlarına eşit davranması zorunludur. Bir kişi tarafından bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesi durumunda, o şirketin diğer hissedarları korunmalıdır. Söz konusu eşitlik prensibinden türeyen, kontrolün el değiştirmesi durumunda diğer hissedarlara zorunlu çağrı yapma zorunluluğu ("zorunlu çağrı"/"mandatory offering") İngiliz hukuku ve uygulamasını ABD'den farklılaştıran diğer bir faktör olmuştur. Zorunlu çağrı ile kontrol değişikliğinde yeni yönetim ile bir arada yaşamak istemeyen azınlık hissedarlara adil bir fiyatla ortaklıktan ayrılma hakkı tanınmış olmaktadır.⁴¹⁴ Kontrol değişikliğine ilişkin ABD hukukunu, İngiliz hukukundan farklılaştıran başka önemli bir City Code kuralı ise, hedef şirketin savunma önlemi alması için genel kurulda hissedarlardan onay alma zorunluluğu getiren City Code Kural 21 olmuştur. İngiliz hukukunda geleneksel olarak, şirket yönetim kurulunun, kontrol değişikliği girişimine karşı savunma yapmasının asıl sebebinin kendi çıkarlarını korumak olduğu görüşü yaygın olarak kabul görmüştür. Bu yüzden İngiliz sisteminde kontrol değişikliği konusu, kontrolü ele geçirmek isteyen ile şirket yönetimi arasında değil, kontrolü ele geçirmek isteyen ile şirket hissedarları arasında görüşülüp karara varılması gereken bir mesele olması gerektiği görüşü hakimdir.⁴¹⁵ İngiliz hukukunda benimsenen kontrol hâkimiyetini ele geçirmek isteyen kişinin hissedarlarla serbestçe ilişkiye geçebilmesi ve yönetim kurulunun çağrıyla önleyen tedbirlere başvurmasının yasaklanması bu anlayışın yansıması olmuştur. İngiliz hukukunda genel anlayış yönetim kurulunun, çağrıyla zorlaştırmak ve yerini korumak istiyorsa bunu azınlık hissedarlarının aleyhine olacak şekilde değil, lehine olacak şekilde yapması gerektiği, bunun yolunun da yönetim kurulunun şirket hisselerinin değerini

⁴¹³ Davies (Gower/Davies), s. 973.

⁴¹⁴ Davies (Gower/Davies), s. 963.

⁴¹⁵ Davies (Gower/Davies), s. 962.

üçüncü kişiler tarafından satın alınmasını zorlaştıracak kadar yüksek seviyeye getirmesi ve hissedarları da çağrıyla reddedecek kadar memnun etmesi gerektiği yönündedir.⁴¹⁶ Bu yüzden de İngiliz hukukunda yönetim kurulunun çağrıyla engelleyici tedbirler almasına sınırlama getirilmiştir. City Code Kuralları arasında yer alan bu kural, ABD'dekinin aksine yönetim kurulu üyeleri aleyhine dava açılmasını da oldukça sınırlamıştır.

Bu kapsamda İngiliz hukukunun kontrol değişikliğine ilişkin temel ilkelerinin, yönetim kontrol değişikliğinin kaderine hissedarların kendilerinin karar vermesi ve hissedarlara eşit davranılması olduğu söylenebilir. Şirket hissedarlarını merkeze alan bu yaklaşım İngiliz sistemini ABD'den ve hepsinden olmasa da Almanya gibi Avrupa ülkelerinden ayırtmıştır.⁴¹⁷

⁴¹⁶ Davies (Gower/Davies), s. 962.

⁴¹⁷ Davies (Gower/Davies), s. 963. Avrupa Birliği Direktifi'nin kabulü ile ilgili yaşanan sorun ve tartışmalarda esas etkenin bu iki yaklaşım arasında farklılık olduğu söylenebilir. Direktif'in çıkmasında oldukça etkili olan Winter Raporu'nda esas olarak İngiliz sisteminin benimsendiği görülmektedir. Nitekim Direktif'te kabul edilen yönetim kurulunun tarafsızlığı (Board Neutrality) ilkesi (AB Direktifi 2004/25/EC md. 9) ve zorunlu çağrı (Mandatory Offering) (AB Direktifi 2004/25/EC md. 5) İngiliz etkisini göstermektedir. Ancak Direktif'te yönetim kurulunun tarafsızlığı ilkesinin üye ülkeler için seçimlik hale getirilmiş olması (AB Direktifi 2004/25/EC md. 12) da Almanya'nın etkisi olduğu söylenebilir.

II. Panel ve City Code

A. Panel

1. Genel Olarak

Panel, 1968 yılında kurulmuş, yetkilerini bağımsız olarak kullanabilen bir kuruluştur. Panel'in esas fonksiyonu şirket yönetim hâkimiyeti el değiştirmelerine (takeover) ilişkin kurallar koymak (City Code Kuralları) ve bu kuralları uygulamak, denetlemek ve düzenlemektir.

Panel tarafından gerçekleştirilen düzenlemelerde gözetilen amaç esas olarak, kontrol değişikliği sırasında şirket hissedarlarına adil ve eşit davranılmasının sağlanmasıdır. Yönetim hakimiyeti değişikliğinin piyasalara olan etkisi, yol açacağı ekonomik ve ticari sonuçlar, Panel'in sorumluluğu alanına giren konular değildir. Şirket devralma ve birleşmelerinin daha geniş anlamdaki ekonomiye olan etkileri gibi makro ekonomik neticeleri ise daha çok hükümet ve Rekabet Kurulu ya da bazı durumlarda Avrupa Birliği'nin ilgi alanına girmektedir.⁴¹⁸

Panel düzenlemelerinin temel karakteri, esneklik, kesinlik, hız ve prensip temelinde yaklaşımdır. Bu yaklaşım, kuralların aşırı katılığından ve taktiksel davalarla sürecin uzatılmasına engel olunması bakımından önem taşımaktadır.⁴¹⁹ Mayıs 2006'da Avrupa Birliği 2004/25/EC Direktifi'nin İngiltere'ye tatbik edilmesiyle birlikte Panel, İlk kez gücünü yasadan alan bir statüye sahip olmuştur. AB Direktifi gereği Panel'in yasal statüye kavuşturulmasının, özellikle kontrol değişikliği sırasında alınan kararlara karşı taktiksel davalara ("tactical litigation") başvurma yolunun açılmasına sebep olacağı ve böylece çağrı sürecinin kasıtlı olarak uzatılacağı endişesini ortaya çıkarmıştır. İngiltere'de Panel gibi bir kurumun oluşturulmasındaki esas sebeplerden biri taktiksel davalara başvurulmasının engellenmesi olmuştur. Panel'in kendi içindeki, uyuşmazlıkları hızlı bir şekilde inceleyerek değerlendiren bir sisteme (appeal) sahip olması ve

⁴¹⁸ Hingley, s. 1.

⁴¹⁹ Hingley, s. 2.

yargısının Panel'in kararlarına karşı gösterdiği saygı İngiltere'de taktiksel olarak yargıya başvurularak çağrı ve kontrol değişikliği sürecinin uzatılmasına ve bu şekilde yargının bir savunma aracı olarak kullanılmasına mani olmuştur. İngiltere'nin isteği ile Avrupa Birliği Direktifi'nin 4.6 maddesine konulan hüküm ile İngiltere'deki var olan mevcut yargılama ve karar alma süreçlerinde bir değişiklik meydana gelmemesi sağlanmıştır. Panel'in AB Direktifi'nin tatbik edileceği yasal statüye sahip olmasından sonra düzenleme yapma ve uygulamadaki esnek yaklaşımını kaybetmeden sürdürmeye devam ettiği belirtilmektedir.⁴²⁰

Panel, City Code prensiplerine aykırı düşmedikçe bir kuralın uygulanmasına ilişkin istisna tanıma yetkisine sahip bulunmaktadır.⁴²¹ Sahip olduğu kuralları yorumlama ve gerektiğinde kurala ilişkin istisna tanıma esnekliğine ilave olarak Panel, kuralları değiştirme gücüne de sahiptir. Panel karşı karşıya geldiği bir olay ya da piyasadaki gelişmeler ve çeşitli sebeplerle bir ihtiyacın doğması halinde bu yetkisini kullanarak kuralda değişiklik de yapabilmektedir.

City Code kuralları, altı Genel Prensip ve otuz sekiz kuraldan oluşmaktadır. Genel Prensipler uygulanacak hükümlerin esaslarını belirlemekte, City Code kurallarının genel ruhunu yansıtmaktadır. Genel Prensipler ve Kurallar amaçsal bakımdan yorumlanmakta, bu yüzden de şekli olduğu kadar ruhu da dikkate alınmaktadır.⁴²² Kuralların yanı sıra her kuralın nasıl yorumlandığını gösteren yol gösterici mahiyette notlara da her kuralın altında yer verilmektedir. Bu notlar, City Code kurallarına dahil olmadığı gibi Panel yöneticileri için de bağlayıcı değildir. Ancak söz konusu notlar kuralların yorumlanma şeklini göstermesi bakımından uygulamada faydalı olmaktadır.

2. Panel ve Organları

Panel, otuz beş üyeden oluşan kurul yapısına sahip bir kamu kuruluşudur. Panel, faaliyetlerini ya kendi içinde oluşan komiteler vasıtasıyla ya da komitelere bırakılmayan konularda doğrudan kendisi yerine getirmektedir.

⁴²⁰ Hingley, s. 3.

⁴²¹ Avrupa Birliği Direktifi 2004/25/EC'nin 4.5. maddesinde de üye ülkelere, oluşturacakları yetkili otoritelerine istisna tanıma yetkisi verilmesi konusunda hüküm mevcut bulunmaktadır.

⁴²² Hingley, s. 2.

Panel aşağıdaki şekilde seçilen otuz beş uleden oluşmaktadıdır.

- (i) Panel tarafından atanan bir başkan,
- (ii) Panel tarafından atanan en fazla 3 başkan yardımcısı,
- (iii) Panel tarafından atanan en fazla 20 diğer uye,
- (iv) eşitli mesleki dernek ve kuruluşların atadığı bireysel uyeler.

Panel'in, Panel uyleri arasından seçilen City Code Komitesi (Code Committee) ve Soruşturma Komitesi (Hearing Committee) olmak üzere iki komitesi vardır: Gerek Code Komitesi gerekse Soruşturma Komitesinin gevlerini, kendilerini seçen makamlardan bağımsız olarak yerine getirmesi gerekmektedir. Panel uyleri, kendilerini seçen makamların temsilcisi olarak hareket etmezler ve kararlarını kendi yargılarına göre verirler. Code Komitesi uyleri, aynı zaman diliminde veya görevlerini tamamladıktan sonra Soruşturma Komitesi uyesi olamazlar.⁴²³

Code Komitesi, Panel'in kural koyma ve düzenleme yapma fonksiyonunu yerine getirir, Code Kurallarını izler, gerektiğinde kurallarda değişiklik yapılması için öneri hazırlar.⁴²⁴ Düzenlemeleri gerçekleştiren Code Komitesinin, ayrı bir komite haline getirilmesi 1998 Human Rights Act ile ilgili olarak gerçekleştirilmiştir.⁴²⁵

Soruşturma Komitesi; başkan, en fazla iki başkan yardımcısı, Panel tarafından atanan en fazla sekiz uye ve mesleki dernek ve kuruluşlarca Panel'e seçilen kişilerden oluşur. Soruşturma Komitesi'nin temel fonksiyonu Panel yöneticilerinin (Executive) kararlarını gözden geçirmektir. Soruşturma Komitesi ayrıca, City Code Kurallarına veya Panel tarafından verilmiş kararlara aykırılık nedeniyle getirilen disiplin soruşurmalarına da bakar. Soruşturma Komitesi kararları, işlemin tarafları ve olayı komiteye getirenler bakımından, Temyiz Kurulu (Takeover Appeal Board) tarafından karar iptal edilinceye kadar bağlayıcıdır.⁴²⁶

şirket yönetim hâkimiyetinde değişikliklere ilişkin işlemlerin güncel denetim ve uygulamaları Panel yöneticileri ("Executive") tarafından yerine getirilir. Panel

⁴²³ Hingley, s. 16.

⁴²⁴ Hingley, s. 16.

⁴²⁵ Davies (Gower/Davies), s. 968.

⁴²⁶ Hingley, s. 17.

yönetici kadrosu, hukuk firmaları, muhasebe firmaları, yatırım bankaları ve diğer kuruluşların çalışanları arasından oluşturulmaktadır. Kendi inisiyatifi veya şikayet üzerine denetim yapmak, ilgili işlemleri izlemek, yorum ve başvurulara ilişkin kararlar vermek Panel yöneticilerinin görevleri arasındadır. Panel yöneticileri kararlarını verirken ve görevlerini ifa ederken Panel'den ve kendilerini atayan makamlardan bağımsız hareket eder. Panel yöneticilerine konu ile ilgili olarak danışılması mümkündür. Panel yöneticileri, yapılan başvurular üzerine hem görüş hem de bağlayıcı karar verebilir. Panel yöneticileri Code Kurallarının pratikte nasıl uygulanacağına dair genel bilgi almak için yapılan başvurulara cevap verir. İlgili şirket veya tarafın ismi verilmeksizin belirli bir konuda Panel yöneticilerinden görüş istenmesi de mümkündür. Ancak Yöneticinin danışma faaliyetine ilişkin vermiş olduğu görüşlerin bir bağlayıcılığı yoktur. Görüşlerin bağlayıcı olması için ilgili şirketin adının yer aldığı bir kararın ("ruling") bulunması gerekir. Panel yöneticilerinin verdiği bir kararın Soruşturma Komitesi tarafından gözden geçirilmesinin istenmesi halinde ilgili tarafın en geç kararın verilme tarihinden itibaren bir ay içinde olmak üzere, yazılı olarak, kararı veren Panel yöneticisine başvurması gerekmektedir.⁴²⁷

City Code Genel Prensipleri veya Kurallarının uygulanması hakkında bir tereddüt duyulması ya da City Code Kurallarına ilişkin bir istisna veya muafiyet talep edilmesi halinde, Panel yönetimine başvurabilir. Bu yolla karşı taraf dinlenmeden (exparte) koşullu karar veya koşulsuz karar alınması, böylece City Code Kurallarına aykırı davranma riskinin azaltılması mümkündür. Panel yöneticileri tarafından verilen kararın neticesi, yöneticilerin işlemin diğer taraflarını dinleyip dinlemediğine göre değişmektedir. Karşı taraf dinlenilmeden (exparte) koşullu karar verildiğinde, bu kararın diğer taraf veya tarafların dinlenmesi neticesinde Panel yöneticisi tarafından değiştirilmesi mümkündür. Koşullu kararın geçerliliğini muhafaza etmesi için, söz konusu karara uyulması gereklidir. Koşullu karara uyulmadığı takdirde karar geçerliliğini yitirir. Koşulsuz kararlar ise Soruşturma Komitesi tarafından aksi kararlaştırılıncaya kadar görüşten haberdar olanlar için bağlayıcıdır. Koşulsuz karar verildikten sonra artık Panel yöneticisi

⁴²⁷ Weinberg/Blank 2011, s. 4017.

tarafından değiştirilemez. Koşulsuz karar Soruşturma Komitesi Kararı ile değiştirilebilir.

Panel Soruşturma Komitesi aşağıdaki durumlarda toplanır ve karar verir.

(i) Yöneticilerin vermiş olduğu karardan (ruling) etkilenen ve başvuruda bulunmakta yeterli bir menfaati olan kişilerin yönetici görüşünün gözden geçirilmesini talep etme hakkı mevcuttur. Böyle bir başvurunun varlığı halinde Yöneticinin verdiği karar Başvuru Soruşturma Komitesi tarafından incelenerek başvuru karara bağlanacaktır.

(ii) Panel yöneticileri, her zaman karşılaşılmayan, karar verilmesi zor ve önemli hususlarda görüş vermeden önce meseleyi Soruşturma Komitesine götürebilir. Böyle bir durumda da Panel yöneticisinin başvurusu üzerine böyle bir durumda nasıl bir karar verilmesi gerektiği Soruşturma Komitesi tarafından karara bağlanacaktır.

(iii) Panel yöneticileri, Panel'in almış olduğu bir kararın ya da City Code kurallardan birinin ihlal edilmesi ilgililer hakkında Soruşturma Komitesi'nde disiplin soruşturması başlatabilir. Bu durumda ilgililer hakkında açılan disiplin soruşturması Soruşturma Komitesi tarafından karara bağlanacaktır.

(iv) Ayrıca Panel yöneticileri veya Soruşturma Komitesi'nin kendisinin uygun gördüğü diğer durumlarda da Soruşturma Komitesi toplanarak karar alabilir.

Soruşturma Komitesi görüşmelerine, ilgili taraflar veya danışmanları ile Panel yöneticileri katılabilir. Taraflar dilerlerse avukatları aracılığıyla da temsil edilebilirler. Genel olarak taraflardan, taleplerini kısaca yazılı olarak önceden bildirmeleri istenmektedir. Taraflar gerekli gördükleri takdirde görüşme başkanının izniyle tanık da dinletebilirler. Soruşturma Komitesi inceleme ve karar alma usulü, belirli bir usul kuralına tabi değildir. Delil ile ispat hususunda uyulması zorunlu kurallar yoktur.

Soruşturma Komitesi, görüşme sonrasında kararının bir kopyasını, mümkün olan en kısa zamanda ilgili taraflara tebliğ eder. Soruşturma komitesinin genel uygulaması, verilen kararların öncelikle ilgili taraflara yazılı olarak tebliğ edilmesi

ve ancak bundan sonra mümkün olan en kısa zaman içinde Panel duyurusu olarak kamuya duyurulması yönündedir.

Soruşturma komitesi kararlarına karşı Temyiz Kuruluna (“Takeover Appeal Board”) başvuru yapılabilir. Eğer Soruşturma Komitesi kararına karşı itiraz yoluna başvurulmuşsa kararın kamuya duyurulması Temyiz Kurulunun alacağı karara kadar ertelenebilir. Soruşturma Komitesi kararları da Temyiz Kurulu tarafından bozuluncaya kadar ilgili taraflar için bağlayıcı olmaya devam eder.

Soruşturma Komitesi tarafından verilen karar konusu olaya taraf olan veya taraf olması gerektiğini ileri sürerek kendisine taraf sıfatı tanınmaması hususunda itirazları olan herkesin, Soruşturma Komitesinin verdiği kararlara karşı Temyiz Kuruluna başvuruda bulunma hakkı bulunmaktadır. Söz konusu başvurunun, soruşturma komitesi tarafından verilmiş olan sürede, böyle bir süre verilmemişse kararın tebellüğ edilme tarihinden itibaren iki iş günü içinde yapılması gerekmektedir.

Temyiz Kurulu, Soruşturma Komitesi kararlarına karşı yapılan itirazları inceleyen bağımsız bir kuruldur. Kurulun başkan ve başkan yardımcısı genellikle bir üst yargı mensubudur. Temyiz Kurulunun diğer üyeleri ise kontrol değişikliği ve City Code kuralları hakkında bilgi sahibi olan kişiler arasından, Temyiz Kurulu başkanı tarafından seçilir.⁴²⁸

Temyiz Kurulunun inceleme ve karar alma usulü de belirli bir usul yasasına tabi değildir. Önceden, Soruşturma Komitesi’ndeki inceleme sırasında sunulmayan delillerin Temyiz Kuruluna yapılan temyiz itirazı sırasında sunulmasına ilişkin bir sınırlama bulunmakla birlikte artık bu sınırlama da uygulanmamaktadır.⁴²⁹ Temyiz Kurulu, Soruşturma Komitesi kararları hakkında onama, bozma, değiştirme kararı verebilmektedir.⁴³⁰ Temyiz Kurulu, bir kararında Panel’in kararını yanlış bulduklarında bu karara karşı çıkmalarının gerektiği, ancak Panel’in takdir hakkını kullandığı durumlarda Panel’in kararına karışmamaları

⁴²⁸ Temyiz Kurulunun başkanı ve yardımcısı İngiltere’de Lord Chief Justice’dan sonra gelen iki numaralı yargıç olan Master of the Rools tarafından seçilmektedir. (City Code Intr. 8. a).

⁴²⁹ Weinberg/Blank 2011, s. 4019.

⁴³⁰ City Code Intr. 8. c.

gerektiği yönünde görüş oluşturmuştur.⁴³¹ Bir başka kararda da Temyiz Kurulunun yetkisinin Panel'in kendi kararını vermesi için Panel kararının gözden geçirilmesi ve değerlendirilmesi olduğu tekrar vurgulanmıştır.⁴³² Temyiz Kurulu, kararlarını mümkün olan en kısa zamanda verir. Temyiz Kurulunun kararları, Soruşturma Komitesi tarafından uygulamaya konulur. Temyiz Kurulu kararları da taraflara yazılı olarak tebliğden sonra bir duyuru ile kamuya açıklanır.

3. Panel Kararlarının Uygulanması (Enforcing), Diğer Kurumlarla İşbirliği ve Panel Kararlarının Yargısal Denetimi

Panel, öncelikli olarak şirket yönetim hakimiyeti değişikliği işlemlerine dahil olan tarafların uzlaşması suretiyle City Code Kurallarının uygulanmasını sağlamaya çalışmaktadır.⁴³³ Panel, City Code Kurallarının ihlalinin oluşturacağı istenmeyen sonuçların zamanında önlenmesi ve telafi edilmesi amacıyla hareket etmektedir.

City Code Kuralları ve Panel kararlarına aykırılık durumlarında, Panel aşağıda belirlenen kararları alabilmektedir:

(i) Kurallara Uyulmasını İsteme

Panel, bir kişinin kurallara uymayacağına veya aykırı davrandığına kanaat getirirse bu kişinin kurala uymasını sağlamak amacıyla gerekli ve uygun gördüğü her türlü talimatı verebilme yetkisine sahiptir.⁴³⁴

(ii) Tazminat Ödemeye Hükmetme

Bir kişinin zorunlu çağrıda bulunma yükümlüğüne (md. 9.1) ve bazı diğer City Code Kurallarına (md. 6, 11, 14, 15, 16 ve 35.3) aykırı davranması durumunda Panel belirlediği süre içinde, bu kişinin, hedef şirketin mevcut veya önceki ortaklarına bu ihlal olmasaydı, almaya hak kazanacakları miktarı almalarını sağlayacak adil ve makul olduğunu düşündüğü bir tazminat ödemesine ilişkin bir karar alabilir. Panel buna ek olarak, ortakların haklarını almada meydana gelen

⁴³¹ B.A.T.Industries'in, Hoylake Investments Ltd. tarafından yapılan çağrı işlemi ile ilgili olarak Temyiz Kurulunun 29. Eylül 1989 tarihli kararı için bkz. Weinberg/Blank 2011, s. 4019.

⁴³² Weinberg/Blank 2011, s. 4020.

⁴³³ Hingley, s. 21.

⁴³⁴ City Code Intr. 10.b.

gecikme nedeniyle, gecikme dönemi için o dönemde geçerli cari faiz oranı üzerinden bileşik veya basit faiz ödenmesine de karar verebilir.⁴³⁵

(iii) Hükümün Mahkeme Kararıyla İcrası

Panel, kanunun verdiği yetkiye istinaden mahkemeye başvurarak kendi verdiği kararın bir mahkeme kararı haline getirilmesini talep edebilir.⁴³⁶ Mahkeme tarafından istem yönünde karar verilmesi durumunda, söz konusu karar bir mahkeme kararı haline geleceğinden, bu karara uyulmaması mahkeme kararına itaatsizlik (contempt of court) suçunu oluşturacaktır.

Panel, ayrıca Code Kuralları veya Panel kararlarına aykırı hareket edenler aleyhine disiplin soruşturması da başlatabilmektedir. Panel tarafından başlatılan disiplin soruşturması üzerine, Soruşturma Komitesi ihlalde bulunan kişiye aşağıdaki disiplin cezalarından birini verebilecektir:

- (i) Kişiyeye yapılan duyuru ile kınama,
- (ii) Kamuya yapılan duyuru ile kınama,
- (iii) Bir kişiyeye tanınmış olan muafiyetlerin veya bu kişi lehine verilen olumlu kararların askıya alınması ya da geri alınması veya karara ilişkin olarak önceden bulunmayan ek bir koşul getirilmesi,
- (iv) Kuralı ihlal eden kişinin, disiplin cezası uygulama konusunda karar alacak, konuyla ilgili başka bir kamu otoritesine sevk edilmesi,
- (v) Panel tarafından “Soruşturma Komitesi görüşüne göre, ihlali yapan kişinin City Code Kurallarına uyması beklenmeyen bir kişi olduğu” hususunda bir duyuru yayınlanması, (Böyle bir duyuru yapılması halinde FSA kurallarına göre FSA’ya tabi kuruluşlarının, böyle bir durumdaki bir kişi ile City Code Kuralları kapsamına giren bir işlem yapmaları yasaklanmış olmaktadır.)⁴³⁷

Panel ve FSA, 2000 tarihli Financial Services and Markets Acts’in çıkmasından bu yana yakın işbirliği içinde çalışmaktadırlar. AB 2004/25/EC Direktifi’nin

⁴³⁵ City Code Intr. 10.c.

⁴³⁶ City Code Intr. 10.d.

⁴³⁷ City Code Intr. 11.a-b.

kabulünden sonra Panel, kurallarını uygulatma hususunda daha fazla yasal güce kovuşmuş olsa da FSA ile ilişkisinde bir değişiklik meydana gelmemiştir. Panel, FSA'dan lisanslı finansal danışmanların City Code Kurallarını ihlal etmesi halinde durumu FSA'ya rapor etmeye devam etmektedir.⁴³⁸

Panelin kararları ve diğer işlemleri, İngiliz mahkemelerinin yargısal denetimine tabi bulunmaktadır. 2006 yılından önce City Code kuralları yasal bir dayanaklarının olmamasına karşın İngiliz Mahkemelerinin vermiş olduğu kararlar sayesinde etkin olarak uygulanmışlardır. 1987 yılında Datafin davasında verilen karar, City Code kurallarının uygulanmasına ilişkin yargısal nitelikteki Panel kararlarının geçerliliğini teyit etmesi ve Panel kararlarına karşı dava açılmasını zorlaştırması bakımından oldukça önemlidir. Dava konusu olayda Norton Opax ve Datafin yeni kurulmuş Mc Corquodale şirketi hissedarlarına aynı anda, iki farklı çağrıda bulunmuşlardır. Norton Opax'ın çağrıda verdiği nakit teklife ilişkin olarak aracı kurumlarla akdettiği aracılık yüklenim sözleşmesinde (“underwriting agreement”) teklifin başarılı olması halinde daha yüksek, başarısız olması halinde daha düşük yüklenim komisyonu öngörülmüştür. Underwriting anlaşmasını imzalayan aracı kurumlardan biri olan Greenwell Montagu Norton Opax'ın hisse alımına da aracılık (broker) yapmıştır. Norton Opax ile Greenwell Montagu bu nedenle söz konusu çağrı işlemi bakımından birlikte hareket eden (consert parties) olarak kabul edilmiştir. Diğer taraftan underwriterlardan Greenwell Montagu ile diğer underwriter olan Kuwait Investment Office (KIO) de underwriting sözleşmesini beraber akdettikleri için bu ilişki bakımından “birlikte hareket eden” olarak kabul edilmiştir. Sorun diğer underwriter olan KIO ile çağrıyla yapan Norton Opax'ın birlikte hareket eden sayılıp sayılmaması hususunda ortaya çıkmıştır. KIO'nun birlikte hareket eden sayılıp sayılmamasının önemi ise söz konusu dönemde KIO yüksek fiyattan hisse alımı yapmış olduğundan eğer KIO, Norton Opax'la birlikte hareket eden olarak kabul edilirse Norton Opax'ın, çağrı fiyatını daha yüksek olan bu fiyata yükseltmek zorunda kalacak olmasıdır. Panel yöneticileri, KIO ve Norton Opax'ın birlikte hareket ettikleri sonucunu doğurabilecek bu konuda herhangi bir anlaşma içinde olduklarını gösteren bir durum olmaması sebebiyle KIO ve Norton Opax'ın birlikte hareket etmedikleri

⁴³⁸ Hingley, s. 24-25.

sonucuna varmışlardır. Datafin, Panel'in bu kararını yargıya götürmüştür. İngiliz mahkemelerince 1987 yılında verilen Datafin kararının ⁴³⁹ en önemli yanı, kararda, yargı yetkisinin olmamasına karşın Panel'in yargısal incelemesine yargı yerleri tarafından gerekli olmadıkça müdahale edilmemesi sonucuna varılmış olmasıdır. Anılan mahkeme kararına göre mahkemelerin ve Panel'in görevleri farklıdır. Kontrol değişikliğine ilişkin olaylarda delillerin incelenmesi, değerlendirilmesi ve gerçeklerin ortaya çıkarılması mahkemelerin değil, Panel'in görevi dahilindedir. Mahkemelerin buradaki görevleri ise kamusal bir kuruluşun verdiği bir kararın yargısal incelemesini ("judicial review") yapmaktır. ⁴⁴⁰ İdarenin kararının yargısal incelemesi ise temyiz incelemesinden farklıdır. Mahkemeler incelemesi, Panel'in kararında yasalara ve usûle aykırı bir durum olup olmadığı, hukukun yanlış uygulanıp uygulanmadığı gibi konularla sınırlı olmalıdır. İngiltere'nin bir numaralı yargıcı, The Master of Rolls Lord Jhon Donaldson, mahkemelerin Panel tarafından alınan hukuka aykırı olmayan kararların uygulanmasına izin vermesi, ancak her şey olup bittikten sonra geçmişe yönelik olarak, Panel'in hatalarını bir kez daha tekrarlamaması için yol gösterici nitelikte kararlar alması gerektiğini ifade etmiştir. Yine 1988'de Guinness davası'nda temyiz mahkemesinde (Court of Appeal) görülen ve mahkeme yine Panel kararlarına karışmaya istekli olmadığını göstermiştir. Mahkeme, Panel'in City Code Kurallarını uygulamasında kamusal menfaati olduğunu belirterek yargılamayı gerektirecek bir durumun bulunmadığına karar vermiştir. AB Direktifi'nin uygulanmasından sonra görülen Datafin davasının temyizinde temyiz mahkemesi, bu yaklaşımı bir kez daha teyit etmiştir. Bu kararında mahkeme, Panel'in kararlarının çağrı işleminin tarafları için de bağlayıcı olduğunu, bu nedenle tarafların da birbirlerine karşı kurallara aykırılık gerekçeleriyle dava açamayacaklarını kabul etmiştir. ⁴⁴¹

⁴³⁹ R. V. Panel on Takeovers and Mergers, exp. Datafin, (1987) Q.B. 815, C A. kararı için bkz. Davies (Gower/Davies), s. 968; Weinberg/Blank 2011, s. 4013. Bu konuda Türkçe kaynak olarak bkz. Hacımahmutoğlu, s. 105-106.

⁴⁴⁰ Kararın verildiği tarihte Panel yasa ile kurulmuş bir kamu kuruluşu olmamasına karşın, kamu kuruluşlarının tabi olacağı idari kararın yargısal incelemesini Panel kararı içinde öngörmüştür. Mahkeme Panel'in gördüğü işlev bakımından bir kamu kuruluşu olduğu sonucuna varmıştır. Aynı doğrultudaki R. V. Panel on Takeovers and Mergers exp. Guinness Plc. (1990) Q.B. 146 CA kararı için bkz. Weinberg/Blank 2011, s. 4013; Davies (Gower/Davies), s. 968.

⁴⁴¹ Hingley, s. 21.

Buna karşı, çağrı ile ilgili dokümanlardaki hileli ve aldatıcı bilgilere yer verilmesi gibi durumlarda hissedarlar tarafından ihlalde bulunanlara karşı tazminat davası açılmasına engel bir durumun olmadığı kabul edilmektedir.⁴⁴² Ayrıca Panel'in ve çalışanlarının yaptıkları işlemlerle ilgili sorumluluğu da kötü niyetle hareket etme ve 1998 Human Rights Act'in 6(1) maddesine aykırı davranma ile sınırlanmıştır.

B. City Code Kurallarına Tabi Olan Şirketler ve İşlemler

İngiltere'de Mayıs 2006'da Avrupa Birliği 2004/25/EC Direktifi'ne uyum açısından City Code kurallarında bazı değişikliklere gidilmiştir. Bu değişikliklerden biri de Panel'in yetki alanını düzenleyen Giriş'in üçüncü bölümünde yapılan değişiklik olmuştur. Yapılan bu değişiklik neticesinde Panel'in değişiklik öncesine göre yetki alanı genişlemiş ve eskisine göre daha fazla sayıda şirket City Code kurallarına tabi hale gelmiştir.⁴⁴³ Yapılan değişiklik neticesinde Avrupa Birliği 2004/25/EC Direktifi'nin 4. maddesine paralel olarak City Code kurallarına tabi olacak şirketler de, şirketlerin kayıtlı buldukları ülke ve bu şirketlerin işlem gördükleri piyasalara göre belirlenmiş olmaktadır.

1. City Code Kurallarına Tabi Olan Şirketler

Herhangi bir menkul kıymeti İngiltere'deki organize bir piyasada (veya Channel Islands ve Isle of Man'deki bir borsada) işlem görmek üzere kabul edilmiş, kayıtlı ofisi İngiltere'de (veya Channel Islands ve Isle of Man'de) olan şirketleri (Societas Europaea dâhil) City Code kurallarına tabi bulunmaktadır. 2006 yılında yapılan değişiklik öncesinde de İngiltere'deki organize bir piyasada (veya Channel Islands ve Isle of Man'deki bir borsada) işlem görmek üzere kabul edilmiş, kayıtlı ofisi İngiltere'de (veya Channel Islands ve Isle of Man'de) olan şirketler yine City Code kurallarına tabi idi. Ancak bu şartlara ek olarak, Code kurallarına tabi olması için şirketin yönetim yeri ve kontrolünün de bu sayılan yerler ile aynı yerde olması gerekiyordu. Bu durumda yapılan değişiklik öncesinde eğer bir şirket İngiltere'de kayıtlı ve Londra borsasında işlem görüyor olsa bile City Code

⁴⁴² Davies (Gower/Davies), s. 960.

⁴⁴³ Simon Marchant, *The Approach, Announcements and Independent Advice, A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2008/2009*, s. 27.

kurallarının uygulanması için bu şirketin, Panel tarafından yapılacak belirlemeye göre yönetim yeri ve kontrolünün de İngiltere’de olması gerekmektedir. Eğer şirketin yönetim yeri ve kontrolü İngiltere’de değilse şirket City Code kurallarına tabi olmamaktaydı. 2006 değişikliği sonrasında ise bir şirketin fiili yönetim yeri ve kontrolü İngiltere’de değil, örneğin ABD’de olsa bile bu şirket hisselerine yapılacak çağrılar City Code kurallarına tabi olmaktadır.⁴⁴⁴

City Code Kuralları açık uçlu yatırım fonlarına uygulanmamaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken diğer bir husus da organize piyasaların hangileri olduğudur. İngiltere’deki AIM ve Plus bir organize piyasa olarak kabul olunmadığından,⁴⁴⁵ AIM’de işlem gören şirketler ancak yönetim kurulu üyelerinin yerleşim testini geçtiği takdirde City Code kurallarına tabi olmaktadır.

City Code Kuralları ayrıca kayıtlı ofisi İngiltere, Channel Islands ve Isle of Man’de olan ve Panel tarafından merkezi yönetimi ve kontrolünün de İngiltere, Channel Islands ve Isle of Man’de olduğu kabul edilen halka açık şirketlere de uygulanmaktadır.

Bunların dışında City Code kuralları daha önce hisseleri borsada işlem gören ama kontrol değişikliği sırasında borsa kotundan çıkmış aşağıdaki şartları taşıyan halka kapalı şirketlere de uygulanmaktadır:

(i) Çağrı tarihinde bir borsada işlem görmemekle birlikte bu tarihten önceki 10 yıl içinde herhangi bir menkul kıymeti FSA tarafından kota alınmış (Official List) olanlar,

(ii) Herhangi bir menkul kıymetine ilişkin işlem ve/veya fiyatları teklif tarihinden önceki 10 yıl içinde düzenli olarak en az 6 aylık dönem için gazete, elektronik fiyat, kotasyon sistemi veya başka bir yol ile ilan edilmiş olanlar,

(iii) Herhangi bir menkul kıymeti teklif tarihinden önceki 10 yıl içinde Companies Act 163 (2) (b)’de tanımlanmış olan pazarlama anlaşmasına tabi tutulmuş olanlar,

(iv) Teklif tarihinden önceki 10 yıl içinde, herhangi bir zamanda menkul kıymet ihracı nedeniyle İngiltere, Channel Islands ve Isle of Man’deki bir otoriteye

⁴⁴⁴ Marchant, s. 30.

⁴⁴⁵ Marchant, s. 3; Hingley, s. 9.

izahnamesini kayda aldırma zorunluluğu altında olan veya UKLA (United Kingdom Listing Authority) tarafından bir izahnamesi onaylanmış olanlar,

Bir şirketin kayıtlı olduğu yer ve işlem gördüğü borsaların farklı olması durumunda City Code Kuralları aşağıdaki durumlardaki şirketlere de uygulanmaktadır.

(i) İngiltere’de kayıtlı olmasına rağmen, menkul kıymetleri İngiltere’de değil Avrupa Ekonomik Alanı ülkelerinin ⁴⁴⁶ bir veya birkaçının organize piyasalarında işlem gören şirketler,

(ii) İngiltere dışındaki bir Avrupa Ekonomik Alanı ülkesinde kayıtlı olan ve menkul kıymetleri sadece İngiltere’deki bir organize piyasada işlem görmeye kabul edilmiş şirketler,

(iii) İngiltere dışındaki bir Avrupa Ekonomik Alanı ülkesinde kayıtlı olan ve menkul kıymetleri kayıtlı olduğu ülke dışında kalan, biri İngiltere olmak üzere birden fazla Avrupa Ekonomik Alanı ülkesindeki organize piyasalarda işlem görmeye kabul edilmiş olan şirketlerden aşağıdaki koşulları taşıyanlar,

(i) Menkul kıymetleri ilk önce İngiltere’de işlem görmeye kabul edilmiş olanlar,

(ii) 20 Mayıs 2006’dan sonra birden fazla organize piyasada aynı anda işlem görmeye başlayan şirketlerden işlem görmeye başladığı ilk gün, Panel’e ve ilgili kamu otoritelerine kendini düzenlemesi için Panel’i seçtiği konusunda bildirimde bulunanlar,

(iii) Direktif md. 4 (2) (C)’ye göre Panel’in denetleyici otorite olduğu şirketler,

Yukarıda belirtilen kayıtlı olduğu ve işlem gördüğü borsa farklı olan şirketlere tek bir ülkenin hukuku değil iki ülkenin hukuku da farklı işlemler için uygulanmaktadır. Yukarıda 1’de belirtilen durumda, City Code Kuralları, sadece hedef şirketin çalışanlarını bilgilendirme ve şirketler hukuku ile ilgili konularda (Özellikle kontrolün ele geçmesine sebep olacak oy hakkı yüzdesi, çağrı yapma zorunluluğundan muafiyet halleri ve hedef şirketin yönetim kurulunun çağrının

⁴⁴⁶ Avrupa Ekonomik Alanına dâhil olan ülkeler, son durum itibarıyla Avrupa Birliği’nin 27 üyesi ve İzlanda ve Lihtenştayn’dır.

boşa çıkmasına sebep olacak eylemleri taahhüt etmesini gerektirecek koşullar) uygulanmaktadır. Buna karşın teklif bedeli (özellikle çağrı fiyatı) ve çağrı prosedürü (özellikle çağrı yapmakla yükümlü olan kişinin çağrıya ilişkin kararı ile ilgili bilgiler; dokümanlarının içeriği ve çağrının kamuya açıklanması) ile ilgili konularda AB Direktifi 2004/25/EC md. 4 (2) (b) ve (c)'ye göre denetleyici otorite olarak belirlenen otoritenin kuralları uygulanmaktadır. Yukarıda (2) ve (3)'deki durumlarda ise bu kez teklif bedeli ve çağrı prosedürü ile ilgili konularda City Code Kuralları, buna karşın çalışanların bilgilendirilmesi ve şirketler hukuku ile ilgili konularda hedef şirketin kayıtlı olduğu ülkelerdeki ilgili otoritenin kuralları uygulanacaktır.

2. City Code Kurallarına Tabi İşlemler ve Kişiler

City Code Kuralları, geçmişten bu yana AB Direktifi'nin kapsadığı alandan daha geniş bir işlem kümesine uygulanmaktadır. AB Direktifi sadece kontrol amaçlı kamuya açık çağrılara uygulanırken, İngiltere'de ise City Code Kuralları sadece çağrı işlemlerine değil, çağrı olsun olmasın yukarıda sayılan City Code kurallarına tabi şirketlerin taraf olduğu tüm devralma ve birleşme işlemlerine uygulanmaktadır.⁴⁴⁷

Ayrıca İngiltere'de, gerçekleşir gerçekleşmez kontrol değişikliği neticesini vermemekle birlikte, amacı veya potansiyel etkisi (doğrudan veya dolaylı olarak) bir şirketin kontrolünü ele geçirmek veya kontrolü sağlamlaştırmak olan, yeni hisse ihracı, şirket sermayesinin yeniden yapılandırılması ve kısmi çağrı gibi işlemler de City Code kurallarına tabi olmaktadır. Buna karşı AB Direktifine göre bir işlemin Direktif kapsamına girmesi için işlemin “çağrı” tanımına giren bir işlem olması gerekmektedir. AB Direktifine göre üye ülkeler Direktif'e göre daha sıkı kurallar belirlemekte serbest olduklarından bu Direktifle çelişik bir durum yaratmamaktadır.

City Code kuralları henüz duyurusu yapılmamış olanlar da dahil olmak üzere kapsama giren işlemlerin her aşamasına uygulanmaktadır. City Code kurallarına tabi halka açık şirketlerin, City Code kurallarına tabi olamayacak şekilde halka

⁴⁴⁷ Marchant, s. 33.

kapalı şirkete dönüşmeleri durumunda, City Code korumasından çıkılmasının neticeleri hakkında ortaklarına uygun bir bilgilendirilme yapmaları gerekmektedir.
448

City Code kuralları, devralma ve birleşme işlemlerine veya City Code kurallarının uygulandığı diğer işlemlere katılan, menfaat sağlayacak durumda olan çok sayıda kişiye uygulanmaktadır.⁴⁴⁹ City Code kuralları, aynı zamanda kendileri kurallara tabi olan kişilerin danışmanlarına ve bu konularla ilgili danışmanlık yapan kişilere de uygulanmaktadır. City Code kurallarına tabi finansal danışmanların, City Code kurallarına uyma hususunda özel bir yükümlülüğü bulunmaktadır. Söz konusu finansal danışmanlar, danışmanlığını yaptığı müşterileri ve onların yönetim kurulu üyelerini City Code kuralları gereğince var olan yükümlülüklerden haberdar etme yükümlülüğü altındadırlar. City Code kuralları aynı zamanda, City Code Kurallarına tabi olan tüzel kişilerin yönetim kurulu üyelerine, çalışanlarına ve temsilcilerine de uygulanmaktadır.⁴⁵⁰

C. City Code Genel Prensipleri

City Code'da uygulanan Genel Prensiplerin belirlenmesi ve kuralın bu Genel Prensipler çerçevesinde kabulü ve uygulanması AB Direktifi üzerinde etkili olmuş ve AB Direktifi'nde de altı adet Genel Prensip kabul edilmiştir. AB Direktifi'nde kabul edilen söz konusu prensipler 2006 yılında yapılan değişiklikler sırasında bu kez Direktif'ten alınarak City Code Kuralları içine dahil edilmiştir. City Code kurallarının söz konusu genel prensipler çerçevesinde değerlendirilmesi ve bu prensiplere göre yorumlanması gerekmektedir.

City Code Genel Prensipleri şunlardır:

Genel Prensip 1:

Hedef şirketin aynı grup hisselerine sahip hissedarlarına eşit davranılması zorunludur. Bir kişi tarafından bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesi durumunda o şirketin diğer hissedarları korunmalıdır.⁴⁵¹

⁴⁴⁸ City Code Intr. 3.c.

⁴⁴⁹ City Code Intr. 3.f.

⁴⁵⁰ City Code Intr. 3.f, f.2, 3.

⁴⁵¹ City Code, GP.1.

City Code'un en önemli kurallarından biri olan zorunlu çağrı, söz konusu Genel Prensip'ten doğmuş bir kuraldır.⁴⁵²

Genel Prensip 2:

Hedef şirketin hissedarları, çağrı teklifi hakkında sağlıklı karar almalarını sağlayacak şekilde yeterli bilgi ve zamana sahip olmalıdır. Yönetim kurulu hissedarlara tavsiyesini verdiğinde, çağrı teklifinin, çalışanlar, çalışma koşulları ve şirketin iş yerinin yerleşimi üzerindeki etkileri hakkındaki görüşlerini vermesi gerekir.⁴⁵³

Genel Prensip 3:

Hedef şirketin yönetim kurulu, şirketin bütünsel çıkarını düşünerek hareket etmeli ve hissedarlarının teklifi kabul etme imkanlarını yok etmemelidir.⁴⁵⁴ Bu ilkenin yansıması City Code Kural 21'de yer alan yönetim kurulu üyelerinin savunma önlemi almaları için hissedarların onayını almasının zorunlu olması kuralıdır.

Genel Prensip 4:

Hedef şirket, teklifi yapan şirket veya teklifle ilgili diğer şirketlerin hisselerinin değerinde yapay artış veya azalış meydana getirecek ve piyasanın normal fonksiyonunu yerine getiremez hale getirecek şekilde bir yapay bir piyasa oluşturmamalıdır.⁴⁵⁵

Söz konusu hüküm bir Genel Prensip olarak düzenlenmiş olmakla birlikte aynı zamanda uygulanması zorunlu bir kuraldır.

Genel Prensip 5:

Teklif yapan kişi teklifini, eğer nakit teklifi yapıyorsa, çağrı bedelinin tamamını nakit olarak garanti ettikten sonra ve çağrı bedelindeki değişikliği garantiye almak için her türlü tedbiri aldıktan sonra duyurmalıdır.⁴⁵⁶

⁴⁵² Hingley, s. 11.

⁴⁵³ City Code, GP.2.

⁴⁵⁴ City Code, GP.3.

⁴⁵⁵ City Code, GP.4.

⁴⁵⁶ City Code, GP.5.

Genel Prensip 6:

Hedef şirketin işlerinin yürütülmesi, çağrı nedeniyle makul bir süreden daha uzun bir süreyle aksatılmamalıdır.⁴⁵⁷

⁴⁵⁷ City Code, GP.6.

III. Savunma Önlemleri

Daha önce ifade edildiği gibi İngiliz hukukunda baskın görüş, yönetim kontrol değişikliğine ilişkin kısıtlamaların bulunmaması ve bu şekilde bir yönetim kontrol piyasasının oluşumunun hissedarların lehine olduğu yönündedir. Yönetim kurulunun bu şekilde yönetimi kaybetme tehdidi altında olmasının yöneticileri hissedarların çıkarı doğrultusunda hareket etmeye yönlendirmede, ticaret hukukunda belirlenmiş sorumluluklar dâhil olmak üzere tüm kurumsal yönetim tekniklerinden daha etkili olduğu savunulmaktadır.⁴⁵⁸

İngiliz hukukunda bu görüş neticede City Code düzenlemelerine yansımıştır. Daha önce de belirtildiği gibi, City Code kuralları çağrı sırasında yönetim kurulunun genel kurul kararı olmadan savunma yapmasını yasaklamaktadır. Ancak City Code'daki bu yasaklama sadece çağrı dönemine ilişkin olduğundan çağrı öncesi dönemde savunma önlemlerine başvurulması mümkün olmaktadır. Peki çağrı öncesi dönemde savunma önlemi alınabiliyorsa çağrı dönemindeki yasakların etkisi azalmış olmamakta mıdır?

Öte yandan, AB Direktifi'ndeki breakthrough ve yönetim kurulunun bağımsızlığı ilkesini seçimlik olması ve karşılıklılık (reciprocity) ilkesinin benimsenmiş olması konuyu daha da farklı yönler çekmektedir. Aşağıda bu kapsamda İngiltere'de çağrı öncesi ve çağrı sırasında savunma önlemleri ele alınacaktır.

A. Çağrı Sırasında Yapılan Savunma Önlemleri

City Code kuralları çağrı sırasında yönetim kuruluna çağrıyı önleyecek savunmalar yapmayı yasaklayarak İngiltere'de aktif bir yönetim kontrol değişikliği piyasasının oluşmasına yardımcı olmuştur. Söz konusu ilke daha önce City Code'un 7 numaralı genel prensibi içinde yer almış olmasına karşın, AB

⁴⁵⁸ Buna karşın, söz konusu baskının yönetim kurulu hep hissedarların kısa vadeli çıkarları lehine hareket etmek zorunda bırakacağı ve bu şekilde kısa vadeli çıkarlar için hareket edilmesinin aslında hem şirket hem de hissedarlar aleyhine sonuç doğuracağı görüşü de ileri sürülmektedir. (Söz konusu görüşler için bkz. Reinier Kraakman, *The Anatomy of Corporate Law*, (Oxford University Press, 2004, Ch.7).

Direktifi'nin uygulanması sırasında genel prensipler arasından çıkmış, ⁴⁵⁹ ancak 21. kural olarak aynı şekilde etkinliğini korumuştur. ⁴⁶⁰ City Code Kural 21, hissedarın onayı olmaksızın, yönetim kurulu tarafından hissedarlara yapılan teklifi kabul etmelerine engel olacak her türlü savunma yapmayı yasaklamıştır. Yönetim kurulunun işleminin yasak kapsamına girmesi bakımından yapılan işlemin savunma amacı taşıyıp taşımadığının bir önemi bulunmadığı kabul edilmektedir. Kural, amaca değil yapılan işlemin bu sonucu doğurup doğurmadığına bakmaktadır. ⁴⁶¹ Yönetim kurulunun amacı başka olsa bile eğer yapılan bir işlem bu sonucu doğuruyorsa bu işlemin yapılabilmesi genel kurul kararını gerektirmektedir. Aynı ölçüde önemli olan diğer bir husus, her spesifik işlem için genel kurulun izninin alınmasının gerekli olmasıdır. Genel kurulun, yönetim kuruluna sermaye artırımı veya bir varlığın satışı gibi belirli işlemleri yapması için önceden genel bir yetki vermesi kabul edilmemektedir. ⁴⁶² Kural 21 (b)'de genel olarak, genel kurul kararı alınmadan yapılamayacak bazı savunma önlemleri sayılmıştır. Bunlar arasında, yeni hisse çıkarılması, henüz çıkarılmamış hisselerle ilişkin opsiyon tanınması, önemli tutarda (material amount) ⁴⁶³ varlık satışı veya alışı ya da aynı sonuçları doğuracak anlaşmaların akdedilmesini saymıştır. Bir işlemin bu kapsamda değerlendirilmesi için City Code Kural 21 içinde sayılmış olmasına gerek bulunmamaktadır. Kural 21.1'de sayılısın veya sayılmasın çağrısına engel olacak her türlü işlem bu kapsama girmektedir. Şirketin normal faaliyetleri içine girmeyen her türlü anlaşmanın yapılması da bu kapsamda değerlendirilmektedir. Panel, bir kararında, çağrının yapılacağı belirli olan bir dönemde, hedef şirket tarafından açılmış olan bir davayı da bu kapsamda değerlendirmiştir. ⁴⁶⁴ Söz konusu kural neticesinde hedef şirket yöneticisinin yapabileceği savunmalar sadece şirket hissedarlarını teklifi kabul etmemek için iknaya çabalamak, Rekabet Kurulu'nun devralmaya izin vermemesi için sebepler göstermek ve yönetim kontrolüne sahip olacak alternatif bir yatırımcı (white knight) bulmak olabilecektir. Ancak söz konusu kural hedef şirketin yönetim

⁴⁵⁹ Aslında Genel Prensip 3'ün bu ilkenin üstü kapalı olarak ifade edilmiş hali olduğu kabul edilebilir. Davies (Gower/Davies), s. 986.

⁴⁶⁰ Davies (Gower/Davies), s. 986.

⁴⁶¹ Davies (Gower/Davies), s. 986.

⁴⁶² Davies (Gower/Davies), s. 986.

⁴⁶³ Panel, normal olarak varlıkların %10 ve üzerindeki satışını önemli olarak kabul etmektedir. (Bkz. City Code Kural 21.1 Not 2.b).

⁴⁶⁴ Davies (Gower/Davies), s. 987.

kurulunun, çağrı sahibine yardım etmesini ve işbirliği içinde olmasını gerektirmemektedir.⁴⁶⁵

Yukarıda ifade edildiği gibi Avrupa Birliği Direktifi'nde de yönetim kurulu üyelerinin tarafsızlığı kuralı kabul edilmiş olmakla birlikte üye ülkelere bu kuralı kabul etmeme hakkı (opt-out) tanınmıştır. İngiltere, önceden beri yönetim kurulu tarafsızlığı ilkesini benimseyen bir ülke olarak bu hakkı kullanmamıştır (opt-in). Avrupa Birliği Direktifi'ne göre, bir ülke 9. maddeye uyma (opt-in) kararı aldığı anda üye ülkelerdeki şirketlerin bu kurala uymaması (opt-out) mümkün olmalıdır. Söz konusu ilke, Direktif'in 12.(3) maddesindeki karşılıklılık ilkesi ile birlikte değerlendirildiğinde teklifte bulunan şirketin de savunma önlemlerini yasaklamayan bir şirket olması (opt-out) durumunda İngiliz şirketin uymama hakkını kullanabileceği sonucuna varmak olasıdır (opt-out). Ancak İngiltere, söz konusu kuralı bu şekilde yorumlamayıp çağrıyı yapan şirketin savunma önlemlerine ilişkin uygulaması her ne olursa olsun, City Code Kural 21'in uygulanmasını İngiliz şirketleri için zorunlu tutmuştur. Başka bir deyişle İngiliz şirketlerine söz konusu kurala uymama (opt-out) hakkı tanınmamıştır.⁴⁶⁶

B. Çağrı Öncesi Savunma Önlemleri

City Code düzenlemelerinde çağrı öncesi yapılacak savunma önlemlerine ilişkin bir yasaklama bulunmamaktadır. Bu durumda İngiliz şirketlerinin çağrı öncesi savunma önlemlerine başvurup başvurmayacağı hususu İngiliz şirketler hukukunun bir meselesi haline gelmektedir. İngiliz 2006 Companies Act'in 171. maddesi bununla ilgili bir hüküm içermektedir. Söz konusu madde, yönetim kurulu üyelerinin yetkilerini uygun amaçla kullanmalarını, eğer uygun amaç bulunmuyorsa hissedarlardan onay almalarını gerektirmektedir. Ancak böyle bir işlemin anılan kurala aykırı olduğunun ispatı oldukça zor görülmektedir. Öte yandan henüz ortada çağrı olmadığı bir dönemde hissedarlar açısından böyle bir dava açmanın bir cazibesi de olmayacaktır.⁴⁶⁷ Uygulanması söz konusu olabilecek diğer bir hüküm ise 551. maddedir. Companies Act md. 551 yönetim

⁴⁶⁵ Davies (Gower/Davies), s. 987.

⁴⁶⁶ Davies (Gower/Davies), s. 988.

⁴⁶⁷ Davies (Gower/Davies), s. 1034.

kuruluna, genel kurul kararıyla sermaye artırma ve hisse senedine dönüştürme hakkı veren senetler çıkarma hakkı vermektedir. Ancak, yönetim kurulunun, söz konusu hakkının ABD’de savunma amaçlı uygulanan “poison pill” olarak adlandırılan senetlerin çıkarılması için kullanılmasının İngiliz hukukuna göre mümkün olmadığı ifade edilmektedir.⁴⁶⁸ Zira “poison pill”in çıkarılmasındaki tek amaç yönetim kontrol değişikliğini engelleme olduğundan İngiliz mahkemelerinin, uygun amaç (proper purpose) doktrinine göre bu şekilde savunma yapılmasına müsaade etmeyecekleri kabul edilmemektedir.⁴⁶⁹

Direktif gereği söz konusu hakkın tanınması için yasal bir düzenleme yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

İngiliz hukukunda, oy haklarında imtiyaz sağlayan hisselerin kabulünü yasaklayan veya sınırlayan bir hüküm bulunmamaktadır. Dolayısıyla City Code kuralları arasında çağrı öncesinde bu tür bir savunma önlemini yasaklayan bir hüküm de bulunmadığından halka açık bir şirketin söz konusu imtiyazı taşıyan hisselerle sahip olması mümkündür. Bu durumda da, eğer bir şirketin ana sözleşmesinde böyle şirket yönetim kontrolünü ele geçirmeye engel olan bir hüküm varsa City Code Kural 21’deki savunma yasağının değeri oldukça azalacaktır. Söz konusu hukuki açığa karşın, kurumsal yatırımcıların muhalefeti nedeniyle İngiltere’de yaygın olarak uygulanmamaktadır.⁴⁷⁰ İngiltere Direktif’in 11. maddesine uymama (opt-out) hakkını kullanmıştır.⁴⁷¹ Buna karşın İngiliz şirketlerin breakthrough kuralını kabul etmeleri (opt-in) mümkündür.⁴⁷²

⁴⁶⁸ Davies (Gower/Davies), s. 989.

⁴⁶⁹ Davies (Gower/Davies), s. 989.

⁴⁷⁰ Davies (Gower/Davies), s. 991.

⁴⁷¹ Hooghten, Ch.2, s. 85.

⁴⁷² Davies (Gower/Davies), s. 992 vd.

IV. İsteğe Bağlı Çağrı (Voluntary Offering)

A. Çağrının Kamuya Açıklanma Süreci

City Code kurallarına göre çağrı yapılmak istendiğinde teklifin, ilk olarak hedef şirketin yönetim kuruluna veya yönetim kurulunun danışmanlarına yöneltilmesi gerekmektedir.⁴⁷³ Yönetim kurulu ile kurulacak iletişimin nasıl gerçekleşeceği çağrının şekline göre değişecektir. Eğer çağrı hedef şirket yönetim kurulu ile bir uzlaşmaya varılmadan yapılıyorsa normal olarak aradaki iletişim oldukça sınırlı olacaktır.⁴⁷⁴ Ancak çağrı uzlaşmasız yapılacak olsa bile teklifin mutlaka hedef şirketin yönetim kuruluna iletilmesi gerekmektedir. Çağrıyı yapacak kişi hedef şirket yönetim kurulunun çağrıyı desteklemeyeceğinden emin ise sadece kural gereği resmi açıklamayı yapmadan hemen önce teklifini hedef şirket yönetim kuruluna iletacaktır. Eğer yönetim kurulundan destek alabileceğini düşünüyorsa teklifi daha önce ileterek görüşme yapmak isteyecektir. Eğer yönetim kurulu ile iletişime geçen, çağrının yapılması hususunda nihai olarak teklif verecek kişi değilse, teklif verecek kişinin kimliğinin en başta açıklanması gerekmektedir. Teklif veren şirketin bir konsorsiyum tarafından kontrol edilmesi veya teklifin bir grubun iştiraklerinden biri tarafından veya sırf bu amaçla kurulmuş özel amaçlı bir şirket tarafından yapılıyor olması durumunda teklif sahibinin kimliği çok net olmayacaktır. Bu durumda Panel'e danışılması ve açıklamanın buna göre yapılması uygun olacaktır.⁴⁷⁵

City Code Kuralları, hedef şirket yönetim kurulunun, teklifi aldığı zaman, hissedarlarının çıkarlarının gözetilmesi bakımından şirket dışında uzman bir kişiden teklif ile ilgili görüş almasını gerektirmektedir.

Eğer hedef şirket yönetim kurulu ile çağrı yapacak kişi arasında görüşme gerçekleşirse karşılıklı bilgi alış verişinin yapılması da mümkündür. Bu durumda,

⁴⁷³ City Code, Kural 1.a.

⁴⁷⁴ Marchant, s. 36.

⁴⁷⁵ Marchant, s. 36.

teklifte bulunacak kişi, şirket hakkında daha yeni ve ayrıntılı bilgi isteme imkânına da kavuşabilir. Böylece çağrı konusunda fikrini de tam olarak netleştirebilir. Ancak, hedef şirketin tek bir hissedara, diğer hissedarlara açıklanmamış bilgileri verme zorunluluğu bulunmamaktadır.⁴⁷⁶ Öte yandan hedef şirket yöneticileri diledikleri takdirde, güven ilişkisine dayanarak şirket hakkındaki bilgileri, potansiyel teklif sahibine verebilir. Hedef şirketin böyle bir bilgiyi bir kişiye vermesi halinde eğer başka bir potansiyel teklif sahibi olursa, söz konusu bilgileri sonradan bilgi talep eden kişiye de verme zorunluluğu vardır. Zira City Code Kural 20.2'ye göre, birden fazla rekabet içindeki potansiyel teklif sahiplerinin olması halinde bilgilerin eşit olarak verilmesi gerekir. Eğer potansiyel teklif sahipleri tarafından alınan bilgiler hisse fiyatı üzerinde etkili bilgiyse, artık bu kişilerin piyasadan hisse satın alması mümkün değildir. Aksi takdirde söz konusu içsel bilginin (insider information) kullanılması söz konusu olacak ve bu içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu (insider dealing) teşkil edebilecektir.⁴⁷⁷

Hedef şirket yönetim Kurulu, teklif verenin teklifini gerçekleştirecek bir pozisyonda olduğu konusunda tatmin olma hakkına sahiptir. Normal olarak bu hususu yerine getirme görevi teklif verenin finansal danışmanına ait olmaktadır.⁴⁷⁸

Gizlilik, teklifin kamuya açıklanmasından önceki aşamada çok büyük bir öneme sahiptir. Özellikle çağrı yapılacağı bilgisi hisse fiyatı üzerinde son derece etkili bir bilgi olduğundan söz konusu bilgiye sahip olan kişiler, söz konusu bilginin gizli olduğunu dikkate alarak hareket etmesi ve bu bilgiyi sadece gerekli olduğu durumlarda ve bilgiyi alan kişinin bilginin gizli olduğundan haberdar olması şartıyla bu bilgiyi başka bir kişiye iletmesi gerekmektedir.⁴⁷⁹ Bu konuda danışmanlara da özel bir görev düşmektedir. Danışmanların, daha işlemin en başında bu alandaki gizliliğin önemi konusunda müşterilerini uymaları gerekmektedir. Danışmanlar, özellikle gizliliğe ilişkin kurallar ve çağrı dönemindeki işlem yasakları hususunda müşterilerinin dikkatlerini çekmekle yükümlü tutulmuştur. Çağrıya ilişkin dokümanların kamuya açıklanmasından

⁴⁷⁶ Weinberg/Blank 2011, s. 4024/7.

⁴⁷⁷ Weinberg/Blank 2011, s. 4024/8.

⁴⁷⁸ Weinberg/Blank 2011, s. 4024.

⁴⁷⁹ City Code Kural 2.1.

önce taslaklarının basılması gizli bilginin sızması riskini ortaya çıkarır. Bu yüzden söz konusu riskin gerçekleşmemesi için gerekli tedbirlerin alınması gerekmektedir.

City Code Kural 2.2 ve 2.4 oldukça çetrefilli bir konu olan çağrının yapılacağına kamuya açıklanmasına ilişkin kuralları düzenlemektedir. Normal olarak çağrı yapacak olan kişi çağrı haberinin duyulmasından önce mümkün olduğu kadar fazla hisse toplamak ve bu nedenle çağrıyı mümkün olduğu kadar geç duyurmak ister.⁴⁸⁰ Zira çağrı yapılacağı haberinin duyulması ile birlikte muhtemelen hisse fiyatı yükselecektir. Çağrı yapacak kişi, kendisine ilişkin olarak çağrı öncesi dönemde hisse alımına ilişkin bir yasak bulunmadığından mümkün olduğu kadar çok hisseyi, çağrının açıklanmasından önceki daha düşük fiyattan toplamayı tercih edecektir. Buna karşın çağrının kamuya açıklanmasının gecikmesi halinde yavaş yavaş çağrı bilgisinin sızma ve hisse fiyatının yukarı doğru hareketlenmeye başlaması riski ortaya çıkmaktadır. City Code Kural 2.2, hedef şirket hisseleri üzerinde olağanüstü bir fiyat hareketi olması gibi belirli durumlarda⁴⁸¹ daha fazla beklenmeden çağrı yapılacağına kamuya duyurulması zorunluluğunu getirmektedir. Yine City Code Kural 2.4'te ise daha çağrı yapılacağına kesinleşmediği dönemde muhtemel çağrı açıklamasının yapılmasının gerekli olduğu durumları düzenlenmektedir. Buna karşı Genel Prensipten 5 ve Code Kuralları 2.5 (a) ise çağrıya ilişkin duyurusunu ancak çağrıyı tamamlamayacağına dair kesin bir kanaate varılmasından sonra yapılmasını gerektirmektedir. Yine Kural 2.5 (c) çağrı bedelinin nakit olması durumunda ancak yeterli nakdin sağlanacağına güvenceye alındıktan sonra kamuya açıklama yapılmasını şart

⁴⁸⁰ Marchant, s. 44.

⁴⁸¹ Kural 2.2.'ye göre şu durumlarda çağrıya ilişkin kamuya açıklama yapılması zorunluluğu doğmaktadır:(a) Ciddi bir kaynaktan, hedef şirketin yönetim kuruluna çağrı yapılması konusunda ciddi bir niyetin olduğunun bildirilmesi (b) Kural 9 uyarınca zorunlu bir çağrı yapma gerektirecek hisse alımının yapılması: Bu durumda gerekli tüm bilgilerin toplanması beklenmeksizin derhal açıklama yapılması gerekir. (c) Hedef şirkete çağrı teklifinin iletilmesinden sonra hisse fiyatında olağanüstü hareketlerin olması veya hedef şirket hakkında söylenti ve spekülasyonların çıkması,(d) Hedef Şirkete teklifin iletilmesinden önce hisse fiyatında olağanüstü hareketlerin olması veya hedef şirket hakkında söylenti ve spekülasyonların çıkması ve bu durumun potansiyel çağrı nedeniyle ortaya çıktığını gösteren makul göstergelerin var olması (e) Görüşme ve müzakerelerin, çok sınırlı sayıda kişi dışındaki kişilere de açılmış olması (f) Bir kişinin bir şirket hissesinde oy haklarının % 30 veya daha fazlasına sahip olma girişiminde bulunması veya yönetim kurulunun bir veya daha fazla potansiyel çağrı sahibi arayışına girmesi ve (i) Şirket hisseleri üzerinde olağanüstü fiyat hareketi olması veya(ii) Potansiyel teklif sahibi veya satın alacak kişi sayısının sınırlı seviyeyi aşan bir düzeye gelmesi.

koşmaktadır. Bu iki birbiri ile çelişir gözükken iki kural çerçevesinde çözülmesi gereken sorun, henüz teklif sahibi çağrı konusundaki kararını kesinleştirmeden ve gerekli finansmanı sağlamayı garanti altına almadan önce md. 2.2’de belirtilen çağrının kamuya duyurulmasını gerektiren bir durum ortaya çıkması halinde bu kurallardan hangisine öncelik verileceğidir. Kesin karar verilememiş ve finansman sağlanamamış olmasına rağmen Kural 2.2’ye uyararak açıklama yapılacak mıdır? Yoksa Kural 2.5’e uyararak açıklama yapmak için çağrı kararının ve finansmanının sağlanmasının kesinleşmesi mi beklenecektir? Panel’in görüşüne göre böyle bir durumda, potansiyel teklif sahibi nihai kararını vermemiş olsa bile açıklamanın yapılması gerektiği görüşündedir.⁴⁸² Eğer böyle bir açıklama yapılmak istenmiyorsa Panel’e danışılması gerekmektedir.

Hedef şirketin yönetim kuruluna teklif niyetinin iletilmesinden önceki dönemde, açıklama yapma yükümlülüğü çağrı girişiminde bulunan kişiye aittir. Bu yüzden de bu dönemde çağrı girişiminde bulunan kişi, hedef şirketin hisse fiyatlarını yakından izlemesi gerekmektedir. Çağrıya yapılacağına ilişkin bilginin hedef şirket yönetim kuruluna iletilmesinden sonra, artık açıklama yapma yükümlülüğü hedef şirketin yönetim kuruluna geçmektedir. Bu yüzden bilginin yönetim kuruluna iletilmesinden sonra artık hedef şirket yönetim kurulu üyeleri hisse fiyatını yakından izlemekle yükümlü tutulmuştur. Teklif sahibi de hedef şirket yönetim kurulunun uygun gördüğü zamanda çağrı açıklamasını engellememelidir.⁴⁸³ Eğer hedef şirket yönetim kurulu, çağrı girişiminde bulunan kişinin teklifini reddederse Panel’in görüşüne göre açıklama yapma yükümlülüğü tekrar teklifte bulunan kişiye geçer. Zira bu durumda hedef şirket yönetiminin teklifi reddetmesine karşın çağrı sürecinin devam edip etmeyeceğini bilebilecek tek kişi teklif sahibinin kendisi olacaktır.

Panel, kendisine açıklama yükümlülüğü düşen potansiyel teklif sahibi, hedef şirket ve bunların danışmanlarının sadece hisselerin fiyatını değil aynı zamanda

⁴⁸² ABD’de SEC kuralları bakımından aynı durum söz konusudur. SEC’nin bu konudaki görüşü de Panel ile aynıdır.

⁴⁸³ City Code Kural 2.3, f.3, Bu yasa “Strong arm tactics” yasağı olarak adlandırılmaktadır. (Naklen: Marchant, s. 48).

medyada çıkan söylenti ve spekülasyonları da yakından izlemesi gerektiği görüşünü taşımaktadır. ⁴⁸⁴

Çağrı yapmaya ilişkin kesin niyet yerine tam olarak bağlayıcı bir teklif içermeyen bir öneri sunulmuşsa “çağrı ile ilgili görüşmeler başlamıştır” veya “muhtemel bir teklif sahibi çağrı yapmayı düşünmektedir” şeklinde kısa bir açıklama yapılması yeterli olmaktadır. ⁴⁸⁵ Böyle bir açıklama yapılmasından sonra hedef şirket, Panel’den teklif sahibinin çağrı konusundaki niyetini netleştirmesi için, kesin bir süre belirlenmesini isteme hakkına sahip olacaktır. Panel, bu şekilde bir süre belirlediği takdirde, muhtemelen çağrı yapacak olan kişi Panel tarafından belirlenen süre bitmeden önce, çağrı yapmaya kesin niyetli olduğunu ya da teklifte bulunma niyeti olmadığını açıklamak zorundadır. ⁴⁸⁶ Muhtemel çağrıya ilişkin yapılan açıklamada olması muhtemel çağrı fiyatı açıklandığı takdirde, Panel’in izni olmadıkça çağrı fiyatı bu fiyattan daha düşük olamayacaktır. Bu kural, sadece resmi şekilde yapılan kamuya duyurular için değil her türlü yolla yapılan açıklamalar için geçerlidir. ⁴⁸⁷ Örneğin bir gazeteci ile yapılan mülakat sırasında çağrı yapılacağı düşünülüyor ve muhtemel çağrı fiyatının ne olacağı belirtilmişse artık Panel’in izni olmadan o fiyattan daha düşük bir fiyatla çağrı yapılması mümkün değildir.

Bununla birlikte teklif sahibi, yaptığı açıklamada bir muhtemel fiyat belirtip belirli koşullara bağlı olarak çağrıyı daha düşük bir fiyata yapma hakkını saklı tutabilir. Bu durumda açıklamada belirtilen koşulların oluşması halinde çağrının daha düşük fiyatla yapılabilmesine Panel tarafından izin verilebilecektir. “Hedef şirket yönetim kurulunun çağrıyı tavsiye etmemesi” veya “üçüncü kişi tarafından çağrı yapılması” gibi koşullar Panel tarafından çağrı fiyatının sonradan düşürülmesi için kabul edilen koşullar arasındadır. Ancak “Due Diligence çalışmasının tatminkâr sonuçlar vermesi” gibi tamamen teklif sahibine kalmış, tamamen teklif sahiplerine bir şart ileri sürülmesi Panel tarafından geçerli bir

⁴⁸⁴ Marchant, s. 46.

⁴⁸⁵ City Code Kural 2.4.a.

⁴⁸⁶ City Code Kural 2.4.b.

⁴⁸⁷ City Code Kural 2.4.c.i.

koşul olarak kabul edilmemektedir.⁴⁸⁸ Çağrı fiyatının fiyat aralığı veya yaklaşık fiyat olarak verilmesi için Panel'e danışılması gerekmektedir.

Muhtemel çağrı duyurusu belirli bir zaman çizelgesi verilmeden yapılmışsa, hedef şirketin talebi üzerine Panel, teklif sahibinden niyetini açıklığa kavuşturmasını isteyebilecektir. 2004 yılında muhtemel çağrıya ilişkin City Code Kural 2.4'te önemli bir değişikliğe gidilmiştir. Yapılan değişiklikle hedef şirketin talebi üzerine Panel'e potansiyel teklif sahibinden çağrıda bulunup bulunmayacağına dair açıklamada bulunmasını ("Put up or shut up") isteme yetkisi verilmiştir. "Put up or shut up" rejimi hedef şirketin, uzun bir süre çağrı yapılacağı spekülasyonu altında kalmasını önlemeyi amaçlamaktadır. Hedef şirketin talebi üzerine Panel, potansiyel teklif sahibinden belirli bir tarihe kadar çağrı yapmasını veya çağrı yapmayacağını beyan etmesini ister. Panel'in verdiği süre sonuna kadar potansiyel teklif sahibi, çağrıda bulunacağına ya da bulunmayacağına ilişkin bir açıklama yapmakla yükümlü tutulmuştur. Panel'in talebi üzerine Potansiyel teklif sahibi, çağrıda bulunacağına dair bir açıklamada bulunduğu takdirde çağrıda bulunmakla yükümlü olur. Panel'in talebi üzerine çağrıda bulunmayacağını beyan etmesi durumunda potansiyel teklif sahibinin, bu kez çağrıda bulunmamaya dair yükümlülükleri ortaya çıkar. Bu kişinin, beyan tarihinden itibaren 6 ay süreyle (1) muhtemel veya kesin niyet içeren bir çağrı duyurusunda bulunması (2) zorunlu çağrıda bulunma sonucunu doğuracak işlemler yapması ve (3) çağrıda bulunma olasılığının var olduğunu ima edecek beyanlarda bulunması yasaklanmıştır.⁴⁸⁹ Bu kuralın uygulanmasında basına verilmiş demeç ve röportajlar da yasak kapsamında değerlendirilmektedir.⁴⁹⁰

İngiltere'de son yıllarda hem teklif sahipleri hem de hedef şirket tarafından yapılan muhtemel çağrı duyurularında önemli bir artış meydana gelmiştir. Muhtemel çağrı duyurusunda bulunmada bilginin sızması veya sızma kuşkusu her zaman önemli bir faktör olmaktadır.⁴⁹¹

B. Kesin Alım Teklifinin Yapılması

⁴⁸⁸ Marchant, s. 51.

⁴⁸⁹ City Code Kural 2.7.

⁴⁹⁰ City Code Kural 2.8 Notu.

⁴⁹¹ 2005 Panel Annual Report (Naklen: Marchant, s. 50).

Kesin çağrı niyetini içeren bir duyuru yapan kişi, artık yaptığı duyuruda yer alan alım teklifi ile bağlı hale gelmektedir. Bu duyurudan sonra bu kişi ancak, çağrıya ilişkin duyuruda belirttiği bir ön şarta dayanarak çağrıdan vazgeçebilecektir.⁴⁹²

Çağrı yapan kişinin, resmi çağrı teklifini içeren çağrı dokümanını, çağrıya ilişkin kesin niyetin kamuya açıklanmasından itibaren 28 gün içinde hedef şirketin hissedarları ve bilgi alma hakkına sahip diğer kişilere göndermesi ve ilan edilmesi gerekmektedir. Aynı zaman içinde teklif sahibi ve hedef şirket, çağrı dokümanını çalışanlarının temsilcilerine, çalışanların bir temsilcisi yoksa çalışanların kendilerine göndermesi gerekmektedir.⁴⁹³ Hedef şirket yönetim kurulu, çalışanların temsilcilerinin çağrının istihdam üzerindeki etkisine ilişkin görüşünü, sirkülere ekleyerek ilan etmesi gerekmektedir.⁴⁹⁴ City Code Kuralları teklif sahibi ve finansal danışmanlarına çağrının açıklanmasının öncesinde gerekli özeni göstermeleri hususunda mutlak bir yükümlülük getirmektedir. Zira kamuya açıklanan bir teklif, hedef şirket ve hedef şirket hisselerinin piyasa fiyatı üzerinden önemli etkiler doğurmaktadır.⁴⁹⁵ Genel Prensipten 5 ve City Code md. 2.5, hedef şirketin hissedarları ve hisse üzerinde işlem yapanları, özensiz yapılacak çağrı duyurularından doğabilecek zararlardan korumak için getirilmiş kurallardır.⁴⁹⁶ Kuralın amacı çağrı yapılacağına dair açıklama yapıldıktan sonra artık bu çağrının ortaya çıkabilecek beklenmedik olaylar dışında neticelenmesini sağlamaktır. Çağrı yapacak kişi çağrıya ilişkin kesin niyetini ancak tüm hususları dikkate aldıktan ve çağrıyı tamamlayacağına dair tam bir kanaate vardıldıktan sonra açıklamalıdır. Aksi bir durum çağrı yapacağını açıklayan kişi için sorumluluk doğuracaktır. Bu konuda sorumluluk aynı zamanda danışmanlar için de geçerlidir.

İlk yapılan basın duyurusunda, teklifin hükümlerine yeni teklife ilişkin tüm koşullara (teklifin bir şarta bağlanıp bağlanmadığı gibi) ve teklif sahibinin ismine yer verilmelidir.⁴⁹⁷ Panel, yerine getirilmesi teklif sahiplerinin kendisine bağlı subjektif koşulları kabul etmemektedir.⁴⁹⁸ Şart, eğer bir kamu kuruluşu tarafından

⁴⁹² City Code Kural 2.7.

⁴⁹³ City Code Kural 30.1.

⁴⁹⁴ City Code Kural 30.2.

⁴⁹⁵ Marchant, s. 37.

⁴⁹⁶ Marchant, s. 40.

⁴⁹⁷ City Code Kural 2.4.

⁴⁹⁸ Weinberg/Blank 2011, s. 4026.

dava açılmaması gibi olumsuz bir şart ise bu şartın tam olarak belirgin olması gerekir. Teklif sahibinin takdir yetkisine bırakılan subjektif şartların konulması kabul edilmemektedir. Zira, aksi takdirde çağrı sahibi istediği zaman çağrıdan vazgeçebilme imkanına sahip olmaktadır. Bununla birlikte çağrının, çağrı sahibinin hedef şirketin oy haklarının %50 ve daha fazlasını elde etmesine yol açacak şekilde hissedarlar tarafından kabul edilmesi genel olarak uygulanan ve aynı zamanda City Code Kural 10'a göre de zorunlu olan bir şarttır. Bu şartın bulunması neticesinde, çağrı ya çağrı yapanın hedef şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmesi ile sonuçlanacak ya da şart gerçekleşmediğinden çağrı sonuçsuz kalacaktır. Böylece çağrı yapan, yönetim kontrolünü ele geçirmemesine rağmen gereksiz yere hisse satın almaktan kurtulmuş olmaktadır.

Teklif yapan kişi, nakit teklifte bulunuyorsa teklifini, mutlaka tamamını nakit olarak ödenmesini garanti ettikten sonra yapmalıdır. Mervin Properties şirketine bir İngiliz Virgin Island şirketi tarafından yapılan çağrıda, çağrı kamuya açıklanırken teklif sahibi, gerekli fonun mevcut olduğuna dair danışmanından aldığı bir itibar mektubunu ("comfort letter") sunmuş, ancak gerekli fonun temini için kredi sözleşmeleri imzalanmamıştır. Panel bu olayda, teklif sahibi tarafından çağrının, gerekli fonun temin edileceğine ilişkin geri dönülmez bir taahhüt aldıktan sonra yapılması gerektiği yönünde bir karar almıştır. Panel söz konusu kararında çağrı yapılacağına dair açıklama yapılmasının hisse fiyatını etkilediğini, çağrının sonradan geri alınması durumunda hisseye ilişkin manipülatif bir piyasa oluştuğunu, bu yüzden de çağrıya ilişkin açıklama yapılmadan önce mutlaka banka gibi güvenilir bir kuruluştan fonun temin edileceğinin garantisinin alınmış olması gerektiği ifade edilmiştir.⁴⁹⁹

Çağrı bedeli kısmen veya tamamen nakit ise, yapılan açıklamada çağrıyı yapacak kişinin finansal danışmanının, çağrının tamamen kabulü durumunda çağrı sahibinin kabul edilen tüm teklifleri karşılayacak kaynağa sahip olduğuna dair teyit vermesi gerekmektedir. Teyit veren danışmanın, kendinden beklenen özeni göstermeme durumu saklı olmak üzere çağrı sahibi tarafından karşılanmayan çağrı bedelini ödeme yükümlülüğü bulunmaktadır. Panel'in, taahhüt veren finansal danışmanın, yeterli özeni göstermemesi nedeniyle çağrıyı kabul eden

⁴⁹⁹ Marchant, s. 38.

yatırımcılara ödeme yapmasına dair kararları bulunmaktadır.⁵⁰⁰ Panel, çağrının teklif sahibinin hisselerinin halka arz edilmesi neticesinde elde edilecek fonla finanse edileceği bir olayda da böyle bir çağrının, koşulun gerçekleşmemesi nedeni ile geri çekilmesi halinde Genel Prensip 5 ve Kural 2.5(a)'ya uygun davranıldığıının kanıtlanması gerektiğini belirterek, bunu sağlamak üzere teklif sahibi ve finansal danışmanlarının çağrıyla kamuya duyurmadan önce, yeni hisse ihracının başarılı olacağı ve çağrı bedelinin tamamen ödeneceği hususunda Panel'e yeterli kanıt sunmaları gerektiğine karar vermiştir.⁵⁰¹

Kural 2.5(a) sadece çağrıyla karşılamaya yetecek fonun mevcudiyeti konusunda değil çağrı ile ilgili her konuda gerekli özeni göstermeyi gerektirmektedir. Uzlaşmasız bir çağrıda, teklif sahibi gerekli due diligence incelemelerini yapma imkânından yoksun olacağından hedef şirkete ilişkin ayrıntılı ve güvenilir bilgilere tam olarak ulaşması oldukça zordur. Ancak çağrının sonradan geri çekilmesine sebep olmayacak şekilde teklif sahibinin gerekli özeni göstermesi ve mümkün olan araştırmaları da yapması gerekmektedir. Teklif sahibinin göstereceği özen ve gelişmelere karşı reaksiyonların hangisinin kabul edilebilir olduğu, duruma göre değişebilecektir. Örneğin, oldukça büyük bir şirket, küçük bir hedef şirketin bir ürününe sahip olma amacıyla çağrıda bulunuyorsa, çağrı öncesinde hedef şirketin kârlılığı ve borçları konusunda ayrıntılı bir inceleme yapılmaması makul olarak kabul edilebilir. Fakat kendisi ile aynı veya benzer boyutta bir şirkete çağrı yapıyorsa hedef şirketin finansal durumunun konusunda çok daha fazla duyarlı olunması gerekir. Teklif sahibinin, imkânı dâhilinde olan araştırmaları yapmamış olması özen borcunu yerine getirmediğini gösterecektir.

Kural 14'e göre eğer hedef şirket birden fazla grup hisseye sahipse isteğe bağlı çağrının tüm hisse grupları için yapılması zorunludur. Söz konusu kuralın amacı, oy hakkında imtiyaz sağlayan hisselerin satın alınarak kontrolün ele geçirilmesinden sonra diğer grup hissedarların mağdur olmalarının önlenmesidir. Çağrı sahibi, normal olarak çağrının en az oy hakkına (genel olarak %50'nin üstü) sahip hissedarlar tarafından kabul edilmesini şart olarak getirebilir. Böylece çağrı neticesinde yönetim kontrolünü sağlamayı garanti etmek ister. Ancak böyle bir

⁵⁰⁰ Panel 1991 Annual Report, (Naklen: Marchant, s. 39).

⁵⁰¹ Marchant, s. 40.

şartın sadece oydan yoksun hisseleri için getirilmesi mümkün değildir. Buna karşın teklif sahibi, farklı grupların tümüne birden belirli bir oranda kabul edilmesi şartını getirebilir. Böyle bir şartın tercih edilme sebebi kontrol elde edilememesine rağmen çağrı yapanın yönetim kontrolünü ele geçirememesine karşın, gereksiz olarak hisse alımı yapılmasıdır.

Çağrıda eşitlik prensibinin diğer bir yansıması olarak, eğer çağrı fiyatının yükseltilmesi durumunda, daha önce teklifi kabul edenler de söz konusu fiyat artışından faydalanırlar.

Eğer yapılan çağrı neticesinde, (şayet çağrı tam olarak kabul edilirse) teklif sahibi %50'nin üzerinde oy hakkına sahip olacaksa, teklif sahibi oy haklarının %50'sinden fazlasını ele geçirmediği veya bu konuda anlaşmaya varılmadıkça, teklifin koşulsuz hale gelmeyeceği veya koşulsuz olarak açıklanmayacağı teklifin şartı olmalıdır.⁵⁰² Bazı belirli durumlarda uygun önlemler alınmak üzere Panel, bu yükümlülüğe bir istisna tanıyabilmektedir. Örneğin, Şirketin yönetim politikasında önemli bir değişiklik olduğunda, hissedarlara hisselerini elden çıkarma fırsatı tanınmak istenmesi durumunda böyle bir muafiyet tanınması söz konusu olabilir. Panelin izin verme hali hariç olmak üzere, teklif sahibinin ödünç aldığı hisseler buradaki koşulun yerine getirildiğinin hesabında dikkate alınmaz.⁵⁰³

Çağrı, en az çağrı dokümanının yayınlandığı günü izleyen 21 gün süresince açık olmalıdır.⁵⁰⁴ Çağrının uzatılması durumunda, kabul süresinin uzatılmasına ilişkin verilen ilanda ya kabule kapanma süresi belirtilmeli ya da ikinci bir bildirim kadar çağrının kabule açık olacağı belirtilmelidir. Eğer çağrıya ilişkin kabul şartları, kapanış tarihlerinde karşılanmamışsa çağrı süresini uzatma yükümlülüğü bulunmamaktadır.⁵⁰⁵ Bir çağrı için konulan koşul gerçekleşir veya koşulsuz hale geldiği duyurulursa, çağrının normal koşullarda kapanacağı tarihi izleyen 14 günden az olmayan bir süre için açık olmaya devam etmesi gerekmektedir.⁵⁰⁶ Teklif sahibi, çağrının süresine ilişkin vermiş olduğu kesin beyanları ile bağlıdır.

⁵⁰² City Code Kural 11.

⁵⁰³ City Code Kural Note 10.

⁵⁰⁴ City Code Kural 31.1.

⁵⁰⁵ City Code Kural 31.3.

⁵⁰⁶ Bkz. City Code Kural 33.1, Kural 33.2.

Teklif sahibinin bu konudaki bir beyanı, buradaki amaç bakımından kesin niyet olarak değerlendirilir. “Şu andaki niyet” şeklinde bir beyan yanıltıcı olabileceğinden kullanılması sakıncalı görülmektedir.

Çağrı döneminin uzatılmayacağına ilişkin beyanın (no extension statement) yapılmasından sonra bir rakip teklifin ortaya çıkması halinde teklif sahibi aşağıdaki koşulları yerine getirmek şartıyla, beyanını geri çekip çağrı süresini uzatabilir. Çağrıda teklifin, revize edilmesi halinde çağrının, revize edildiğine ilişkin dokümanının yayınından itibaren en az on dört gün süreyle açık tutulması şarttır.⁵⁰⁷ Çağrı bedelinin belirlenmiş ilk kapanış gününü, çağrının koşulsuz hale geldiği veya koşulsuz olarak beyan edildiği veya çağrının tamamıyla kabul edildiği günü izleyen on dört gün içinde teklifi kabul eden hissedarlara ödenmesi gerekmektedir.⁵⁰⁸

Eğer bir çağrıda çağrı fiyatı revize edilerek yükseltilmişse daha önce teklifi kabul eden tüm hissedarlar revize edilen yeni bedelden yararlanma hakkına sahip olurlar.⁵⁰⁹

Panel, çağrı döneminin ileriki safhalarında çağrı konusunda rekabetin devam etmesi halinde Panel tarafından hazırlanacak arttırma prosedürüne uygun olarak revize tekliflerin hazırlanmasını talep eder. Sözü edilen prosedür, çağrı dokümanının yayınlanmasını izleyen kırk altıncı günde rekabet eden tekliflere ilişkin final revizyonunun duyurulması ön görülür. Fakat rakip teklife bu süre içinde veya bu sürenin sonunda karşı teklif verilmesine de imkân sağlar.⁵¹⁰

C. Hedef Şirket Yönetim Kurulunun Açıklamaları

Hedef şirket yönetim kurulu, çağrı dokümanının ilanından itibaren mümkün olan ilk fırsatta (normal olarak 14 gün içinde) çağrı konusundaki kendi görüşlerini de içeren ve yayınlanması gereken sirküleri yayınlamak⁵¹¹ ve bu sirküleri, hissedarlara ve bilgi alma hakkına sahip olan diğer kişilere göndermek;

⁵⁰⁷ City Code Kural 32.

⁵⁰⁸ City Code Kural 31.8.

⁵⁰⁹ City Code Kural 32.3.

⁵¹⁰ City Code Kural 32.5.

⁵¹¹ City Code Kural 25.1.

çalışanların temsilcilerine, temsilci yoksa çalışanların kendilerine derhal hazır etmek ile yükümlü tutulmuştur.

Söz konusu görüşün; çağrıda yer alan teklifin şirket çıkarları ve özellikle istihdam üzerindeki etkisi; çağrı dokümanlarında yer verilen teklif sahibinin stratejik planları ve bunlara ilişkin çalışanların tepkileri; hedef şirket merkezi ile ilgili olarak yönetim kurulunun görüşlerini içermesi gerekmektedir.⁵¹² Yönetim Kurulu aynı zamanda bağımsız bir danışmandan görüş almak ve bu görüşün varlığından hissedarları haberdar etmekle yükümlü tutulmuştur.⁵¹³ Panel normal olarak çağrının kamuya duyurulmasından önceki dönemde, eğer önemli bir yeniden yapılandırma projesi varsa sınırlı sayıda çalışan temsilcisine danışılmasına müsaade etmektedir. Çağrının kamuya açıklanmasından sonraki dönemde çalışanlarla görüşme yapılmasında bir kısıtlama kalmamaktadır. Panel 1997 yılı yıllık raporunda City Code Prensiplerinin hissedarların olduğu kadar çalışanların çıkarını da göz önüne aldığı ifadesi yer almıştır.⁵¹⁴ Ancak City Code Kural 21'in esas olarak hissedarları koruduğunu belirtmek gerekir. Zira çağrı sahibinin şirketin tüm çalışanlarını işten çıkaracak olması halinde dahi City Code Kural 21, yönetim kuruluna söz konusu teklife karşı savunma yapma imkânı tanımamaktadır.

Yönetim kurulu üyeleri kontrol hisselerine sahipse, hissedarlara verdikleri tavsiyesi altında yatan nedeni iyi analiz etmesi ve bu kararlarını kamuya açıklamaya hazır olmaları gerekmektedir. Hedef şirketin hissedarları, çağrı ile ilgili konularda yönetim kurulu üyelerinin davranışlarının tutarlı olduğuna güvenmekte haklı görülmektedirler.

Eğer yönetim kurulu üyeleri arasında teklif ile ilgili görüş farklılıkları varsa muhalif kalan üyelerin görüşlerinin de hissedarlara bildirilmesi gerekmektedir. Bir yönetim kurulu üyesi ile başka bir üye arasında çıkar çatışması olması halinde, bu kişinin görüşü ve çıkar çatışmasının niteliğinin de açıklanması istenmektedir.⁵¹⁵

⁵¹² City Code Kural 25.1.

⁵¹³ Bkz. City Code Kural 3.1.

⁵¹⁴ Marchant, s. 43.

⁵¹⁵ City Code Kural 19.2.

Hedef şirket yönetim kurulu tarafından yayınlanan çağrı ile ilgili ilk sirkülerde (ister çağrının kabulünü isterse reddini tavsiye etsin) son denetlenmiş ve yayınlanmış mali tablolardan sonra ortaya çıkan değişikliklere veya bilinen önemli bir değişiklik yok ise buna ilişkin beyana yer verilmesi zorunluluğu bulunmaktadır.⁵¹⁶ Hedef şirketin yönetim kurulu üyeleri tarafından yayınlanan birinci sirkülerde hedef şirketin mevcut veya öngörülen yönetim kurulu üyelerinin şirket ile akdettikleri hizmet sözleşmesinin ayrıntılarına yer verilmesi gerekmektedir. Eğer böyle bir sözleşme yoksa, böyle bir sözleşmenin bulunmadığının belirtilmesi gerekmektedir.⁵¹⁷ Söz konusu hizmet sözleşmeleri, doküman temininden önceki 6 ay içinde imzalanmış veya değiştirilmiş ise önceki sözleşmeye ilişkin detaylara da yer verilmelidir. Yeni imzalanan bir sözleşme yok veya sözleşmede son 6 ay içinde bir değişiklik yapılmamışsa, söz konusu dönem öncesine ilişkin bir sözleşmenin bulunmadığı belirtilmelidir.⁵¹⁸ Söz konusu duyuruda, (i) yönetim kurulu üyelerinin isimleri, (ii) sözleşme ve sona erme tarihi, (iii) maaş ve diğer ödemeler dahil olmak üzere yönetim kuruluna ödenen tüm ücretlerin ayrıntısı, (iv) komisyon veya kâr paylaşım anlaşmaları, (v) erken fesih durumunda ödenmesi ön görülen tazminata ilişkin hükümler, (vi) sözleşmenin erken feshi durumunda şirketin tazminat ödemesine yol açabilecek hususlara ilişkin detaylara yer verilmesi gerekmektedir.

Yönetim kurulu üyelerinin ücretlerinde doküman tarihinden önceki 6 ay içinde bir artış olmuşsa Panel, bu artışı hizmet sözleşmesinin değiştirilmesi olarak değerlendirmekte, bu yüzden de söz konusu artışların açıklanmasını, önceki ve mevcut maaş tutarlarının belirtilmesini istemektedir.⁵¹⁹

Çağrı ile ilgili olarak hedef şirket yönetim kurulu tarafından yayınlanan sirkülerde, (i) Çağrı döneminin başlamasından önceki 2 yıllık dönem içinde, normal işlere ilişkin anlaşmaların dışında, yapılmış olan tüm önemli anlaşmaların hükümleri, (ii) Hedef şirket tarafından hedef şirket menkul kıymetleri ile ilgili olarak verilmiş taahhütlere yer verilmelidir.⁵²⁰

⁵¹⁶ City Code Kural 25.2.

⁵¹⁷ City Code Kural 25.4.

⁵¹⁸ City Code Kural 25.2.

⁵¹⁹ City Code Kural 25.4.

⁵²⁰ City Code Kural 25.6.

Hedef şirket yönetim kurulu, ilk çağrı dokümanının yayınından otuz dokuz gün geçtikten sonra yeni bir önemli bir bilgi (satış sonuçları kâr veya temettü tahminleri, varlık değerlemesi ve temettü ödeme veya önemli bir varlık satın alma veya elden çıkarma planı dahil olmak üzere) açıklaması yapmamalıdır. Otuz dokuz gün geçtikten sonra duyurulması gereken bir durum şirketin bilgisi dahilinde ortaya çıkar, her türlü çabanın gösterilmesine karşın bu duyuru ileri bir tarihe ertelenemiyorsa, Panel duyurunun yapılmasına izin verebilir. Eğer otuz dokuz gün günden sonra bu kural çerçevesinde böyle bir duyuru yapılırsa, Panelin normal olarak çağrının açık kalma süresini de uzatması gerekecektir.⁵²¹

D. Çağrı Dönemindeki İşlem Yasakları

City Code, çağrı yapılacağına kamuya duyurulmasından önceki dönemde çağrıyı yapacak kişi dışında, çağrı yapılacağı bilgisine sahip olan kişilerin; hedef şirket menkul kıymetleri üzerinde işlem yapmalarını yasaklamaktadır.⁵²² City Code aynı zamanda, bu bilgiye sahip kişilerin hedef şirket menkul kıymetlerine ilişkin üçüncü kişilere tavsiyede bulunmalarını da yasaklamaktadır. Çağrı yapılacağına ilişkin bilgi, çağrıyı yapacak olan şirketin hisselerinin fiyatları üzerinde de etkili ise bu yasağın çağrıyı yapacak şirketin hisseleri üzerinde de geçerli olmaktadır.

City Code 4.1 (a)'da çağrı yapacak kişi açık olarak bu yasaktan istisna tutulmuştur. Eğer City Code'da bu istisna söz konusu olmasa çağrı yapacak kişi tarafından yapılan alımların da içeriden öğrenenlerin ticareti suçu oluşturması söz konusu olabilecekti.⁵²³ Söz konusu istisna, çağrı yapana, çağrının kamuya açıklanmasından önce daha düşük fiyata hisse toplama imkânı sağlamaktadır.

Bir çağrının yapılacağına dair bir açıklamanın yapılmasından sonra çağrının yapılmaması sonucunu doğuran herhangi bir gelişmenin olması halinde çağrı sahibi dahil olmak üzere hiç kimse, gerekli duyuru yapılmadan hedef şirket menkul kıymetleri üzerinde işlem yapamaz.⁵²⁴

⁵²¹ City Code Kural 31.9.

⁵²² City Code Kural 4.1 (a).

⁵²³ Weinberg/Blank 2011, s. 4126.

⁵²⁴ City Code Kural 4.2 Note 4.

Çağrının yapılacağıın kamuya açıklanmasında sonra bu kez teklif sahibi ve birlikte hareket edenlere ilişkin kısıtlamalar ortaya çıkmaktadır. Çağrı döneminde, Panel'in izni ve 24 saat önceden satışın yapılabileceğine ilişkin kamuya bir bildirimde bulunmadığı sürece çağrı sahibi ve birlikte hareket edenler hedef şirketin hisselerini satamazlar.

Çağrı sahibi ve birlikte hareket edenlerin çağrı fiyatının altında satış yapmaları yasak kapsamındadır. Eğer böyle bir satış yapılacağı ilan edilmişse çağrı sahibi ve birlikte hareket edenlerin hisse edinmeleri de yasak kapsamındadır.

Eğer görüşmeler sırasında çağrı sahibine fiyat üzerinde etkisi olan, gizli bir bilgi verilmişse çağrı sahibi de hedef şirket menkul kıymetleri üzerinde işlem yapamaz.

525

⁵²⁵ City Code Kural 4.1 ve Kural 4.2 Notu.

V. Zorunlu Çağrı

City Code Kural 9’da düzenlenmemiş olan zorunlu çağrı, tüm hissedarlara eşit davranılması ve kontrol değişikliğinde azınlık hisselerinin korunmasını öngören Genel Prensip 1’e dayanmaktadır.⁵²⁶

Panel’in 1991 yılı Yıllık raporunda zorunlu çağrının düzenlenme felsefesi şu şekilde anlatılmıştır; *“Bu kuralın altında yatan felsefe, hisseler yoluyla bir şirketin kontrolü ele geçirildiğinde ortaklara eşit davranılması prensibi gereği tüm ortaklara, kontrolü sağlayan hisselerle ödenen fiyatla aynı fiyattan (genellikle primli bir fiyat olan) hisselerini satma hakkı tanınması ve böylece olan bitenden memnun olmayan hissedarlara ortaklıktan çıkma şansı tanınmasıdır.”*⁵²⁷

A. Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü Doğuran Haller

1. Genel Olarak

Panel tarafından özel bir muafiyet tanınmadıkça aşağıdaki hallerin ortaya çıkması durumunda çağrıda bulunma yükümlülüğü doğmaktadır:

(i) Herhangi bir kişi veya birlikte hareket eden birden fazla kişinin, belirli bir dönemde, bir veya birden fazla işlemle, %30 veya daha fazla oy hakkı veren hisseler üzerinde menfaat (interest in shares) sahibi olması veya,

(ii) Tek başına veya kendisiyle birlikte hareket eden kişilerle birlikte, bir ortaklığın oy haklarına %30 ile %50 arasında bir oranda sahip olan bir kişinin mevcut oy haklarını artıracak şekilde hedef şirketin payları üzerinde ilave bir menfaat sahibi olması.⁵²⁸

⁵²⁶Christopher Pearson/Nick Adams, Mandatory and Voluntary Offers and their Terms, A Practitioner’s Guide to The City Code on Takeovers and Mergers, 2008/2009, s. 135.

⁵²⁷ Pearson/Adams, s. 136.

⁵²⁸ 1998 yılında yapılan değişiklik öncesinde, bu durumda çağrı zorunluluğunun doğması için %30 ile %50 arasında bir oranda paya sahip olanların 12 aylık bir dönemde paylarının %1’den fazla artırılması gerekiyordu. Başka bir deyişle herhangi bir 12 aylık dönemde yapılan alımlar neticesinde %1 aşılmadıkça çağrı yükümlülüğü doğmuyordu. (Naklen: Pearson, Christopher /Adams

Yukarıda yer alan hükümlere göre çağrıda bulunma yükümlülüğü altında olan bir kişi, Kural 9.3, 9.4, 9.5'teki hükümler çerçevesinde oy hakkına sahip olsun veya olmasın her gruptan sermayeyi temsil eden hisse ve oy hakkı taşıyan diğer menkul kıymetlerin sahiplerine çağrı yapmakla yükümlüdür. Farklı grup hisselerine yapılan tekliflerin birbirleriyle uyumlu olması gerekmektedir

%30 ile %50 arasında oy hakkına sahip olduğunda çağrı zorunluluğunun ortaya çıkması için bir payın bile edinimi yeterli olmaktadır. Bununla birlikte eğer bir kişinin oy hakkı %30'un üzerinde fakat %50'nin altındayken sermaye artırımını nedeniyle sahip olduğu paylar azalmış fakat yine %30'un üzerinde kalmaya devam ediyorsa Panel bu kişiye çağrı yükümlülüğü doğmaksızın kaybettiği oranı tekrar elde etmek üzere payını artırma imkânı tanımaktadır.⁵²⁹

2. Zorunlu Çağrı Bakımından Hisse Üzerinde Menfaat Sahibi Olmanın Anlamı

İngiltere'deki düzenlemeye göre çağrı yükümlülüğünün doğması için mutlaka ilgili hissenin sahibi olunması ve bu yolla oy haklarına sahip olunması şart değildir. City Code 9. maddede zorunlu çağrının doğması için "hisse edinilmesi" yerine "hisseler üzerinde menfaat sahibi olunması" ("interest") ifadesi kullanılmıştır. Türev araçları dolayısıyla ilgili hisseye sahip olma hakkına sahip olunması dahi çağrı yükümlülüğünün doğmasına sebep olabilmektedir. Bunun anlamı ilgili şirketin hisse ve dolayısıyla oy hakkına hiç sahip olunmadan da çağrı yükümlülüğünün doğabileceğidir.

Menfaat terimi hukuki olmaktan çok ekonomik bir terimdir. Panel, bir hissenin fiyat artışından ekonomik yarar sağlayacak bir pozisyon sahibi olmayı (uzun pozisyon) menfaat sahibi olmak olarak nitelendirmektedir. Buna karşın bir hissenin fiyat düşüşünden ekonomik yarar sağlayacak bir pozisyon sahibi olma (kısa pozisyon) "menfaat" olarak nitelendirilmemektedir.

Nick, Mandatory and Voluntary Offers and Their Terms, A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers, 2008/2009, s. 134).

⁵²⁹ Pearson/Adams, s. 134.

City Code'da yer alan menfaat tanımına göre bir kişi, aşağıdaki durumlarda hisse (veya başka bir menkul kıymet) üzerinde menfaat sahibi olarak kabul edilmektedir.

- (i) Bir kişinin hisse senedinin maliki olması,
- (ii) Bir kişinin hisselerle ilişkin oy haklarını, doğrudan veya dolaylı olarak kullanma hakkına sahip olması,
- (iii) Bir kişinin hisseleri üzerinde alım opsiyonu veya satın alma hakkı veren başka bir türev kontrata sahip olması,
- (iv) Bir kişinin hisselerin fiyat artışından kazanç sağlayacak şekilde bir türev aracında uzun pozisyon sahibi olması.

Görüldüğü gibi menfaat sahibi olunması oldukça geniş olarak yorumlanmaktadır. Menfaatin bu kadar geniş yorumlanması neticesinde bir kişinin bir hisse üzerinde farklı farklı menfaatlere sahip olması da mümkün olmaktadır. Örneğin bir kişi, 100 A hissesi üzerinde ödünç alan, 200 A hissesi üzerinde malik sıfatıyla menfaat sahibi olabilir. Çağrı yükümlülüğünün tespitinde, bir kişinin farklı menfaatlere sahip olduğu hisseleri toplanmaktadır. Bu durumda örnekte, çağrı zorunluluğunun hesabında bu kişinin 300 adet A hissesi üzerinde menfaat sahibi olduğu kabul edilecektir.⁵³⁰

Bir kişinin farklı hisselerde farklı menfaate sahip olması söz konusu olduğu gibi birden fazla kişinin aynı hisse üzerinde farklı menfaatlere sahip olması mümkündür. Öyle bir durumda aynı hisse üzerinde farklı menfaatlere sahip olan kişiler ayrı ayrı menfaat sahibi olarak kabul edilmektedir. Örneğin bir kişinin sahibi olduğu 100 A hissesi üzerinde başka bir kişiye alım opsiyonu tanınması durumunda, hisseye sahip olan malik, işlemin karşı tarafı ise opsiyon hakkı sahibi olarak 100 A hissesi üzerinde menfaat sahibi olarak kabul edilecektir.⁵³¹ Eğer yapılan anlaşmada menfaat temin olunan hisse adedi tam olarak belirtilmemiş, örneğin “alım hakkı en fazla 1000 adet hisse üzerinde kullanılabilir” şeklinde üst

⁵³⁰ City Code Definition Interest in Securities Note 7.

⁵³¹ City Code Definition Interest in Securities Note 2.

limit belirtilmemesi, o anlaşma kapsamında menfaat temin edilebilecek en fazla hisse üzerinde menfaat sahibi olduğu kabul edilmektedir.⁵³²

Panelin zorunlu çağrı dışındaki işlemler için geçerli olan menfaate ilişkin genel tanımına göre, bir kişi ödünç verdiği hisseler üzerinde menfaat sahibi olarak kabul edilmekte, ancak ödünç aldığı menkul kıymetler üzerinde ise menfaat sahibi olarak kabul edilmemektedir.⁵³³ Zorunlu çağrıda ise durum farklıdır. Zorunlu çağrıda bir kişi hem ödünç aldığı hem de ödünç verdiği hisseler üzerinde menfaat sahibi olarak kabul edilmektedir. Bunun istisnası ödünç alınan hissenin ödünç verilmiş veya satılmış olmasıdır.⁵³⁴ Bu durumda ödünç alan, menfaat sahibi olarak kabul edilmemektedir.

Hisse alım hakkı, hedef şirketin mevcut hisseleri üzerinde değil de yeni çıkarılacak hisseleri üzerinde ise o menkul kıymet üzerinde menfaat ilişkisinin varlığı kabul edilmekle birlikte hisse üzerindeki menfaatin, söz konusu alım hakkı opsiyonu kullanılarak yeni hisselerin çıkarılmasından sonra doğduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla yeni hisseler üzerinde alım hakkı veren opsiyon ve diğer türev araçlara sahip olunması durumunda çağrı yükümlülüğü hemen değil, söz konusu alım hakkı opsiyonunun kullanılmasından sonra doğmaktadır.

Bir kişinin vekâleten oy kullanmak için ya da bir kuruluş tarafından genel kurula katılmak için yetkilendirilmiş olması bu kişiyi sadece bu nedenle o hisse üzerinde menfaat sahibi haline getirmemektedir. Yine bir bankanın normal bankacılık işlemleri çerçevesinde hisse üzerinde teminat sahibi olması da normal olarak bankayı hisse üzerinde menfaat sahibi haline getirmemektedir.

3. Zorunlu Çağrıda Birlikte Hareket Etmenin Anlamı (Acting in Concert)

City Code'da birlikte hareket etme (acting in concert) yazılı olan veya olmayan bir anlaşma uyarınca, bir ortaklığın kontrolünü ele geçirmek veya sağlamlaştırmak

⁵³² City Code Definition Interest in Securities Note 3.

⁵³³ City Code Definition Interest in Securities Note 4.

⁵³⁴ City Code Kural 9.1.

ya da bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesine engel olma amacıyla iş birliği içinde hareket eden kişiler olarak tanımlanmıştır.⁵³⁵

City Code'da birlikte hareket etmeye ilişkin bir tanıma yer verilmiş olmakla beraber ayrıca aksi ispatlanıncaya kadar birlikte hareket ettiği kabul edilen kişiler de belirlenmiştir. City Code'da sayılan birlikte hareket eden kişiler söz konusu olduğunda, tanımdaki unsurların varlığına bakılmaksızın bu kişilerin birlikte hareket ettiği kabul edilecektir. Bu durumda zorunlu çağrının hesabında örneğin, bir şirketin ve bu şirketin yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu hedef şirket hisseleri toplanacaktır. Bu şirket ile yönetim kurulu üyeleri arasında yönetim kontrolünü ele geçirme hususunda bir anlaşma veya bir işbirliği olup olmadığına bakılmayacaktır. Ancak, bunun aksinin ispatı durumunda çağrı yükümlülüğünün doğup doğmadığının hesabında iki tarafın hisselerinin toplanması esastan vazgeçilecektir. City Code kurallarına göre aksi ispatlanıncaya kadar birlikte hareket ettiği kabul edilen kişiler şunlardır:

- (i) Bir şirket ile; o şirketin ana ortağı, iştirakleri, önceki iştirakleri, aynı sermaye grubu içinde yer alan ilişkili şirketler (bir şirketin sermayesinin %20 ve daha fazlasının kontrol edilmesi bu anlamda ilişkili şirket olarak kabul edilmektedir.)
- (ii) Bir şirket ile o şirketin yönetim kurulu üyeleri ve üyelerin yakın akrabaları,
- (iii) Bir şirket ile o şirkete veya grup şirketlere ait emeklilik fonları,
- (iv) Bir portföyün yöneticisi ile yatırım kararlarını kendi inisiyatifi ile (discretionary basis) verdiği yatırım ortaklıkları ve fonları,
- (v) Yatırım danışmanı ile müşterisi
- (vi) Teklif yapıldığı veya teklifin çok yakın bir zamanda olması beklendiği durumlarda hedef şirketin yönetim kurulu üyeleri

Panel tarafından, birden fazla kişinin birlikte hareket ettiğine karar verilmiş olması durumunda, birlikte hareket etme halinin son bulduğunun kabulü için Panel'e açık bir kanıt sunulması gerekmektedir.⁵³⁶

⁵³⁵ City Code Definition Acting in Concert.

⁵³⁶ City Code Definition Acting in Concert Note 1.

Çağrı sahibinin bir portföy yönetim şirketi ile birlikte hareket etmesi ve portföy yönetim şirketinin müşterilerinin hedef şirket hisse senetlerini satın alması durumunda çağrı sahibi ile portföy yönetim şirketi müşterileri arasında bir irade birliği olmamasına rağmen çağrı zorunluluğu doğuracak oranın hesabında portföy yönetim şirketinin müşterilerinin hisseleri de toplama dahil edilmektedir. Bu şekilde hesaplanan toplam pay oranı çağrı yükümlülüğü doğuran orana ulaşmış ya da bu oranı geçmişse çağrı yükümlülüğü, portföy yönetim şirketi müşterilerine değil, çağrı sahibi ve portföy yönetim şirketi için doğmaktadır. Zira portföy yönetim şirketi müşterilerinin, hedef şirketin kontrolünün ele geçirilmesi yönünde bir iradeleri bulunmamaktadır. İrade birliği içinde olanlar portföy yönetim şirketi ve potansiyel çağrı sahibi olduğundan yükümlülük de yalnız bu kişilere ait olmaktadır.

Birlikte hareket etmenin söz konusu olması için işbirliğinin hissenin (veya başka bir menfaatin) edinimi sırasında olması gerekir. Bir hissedarın diğer hissedarlarla bilgisi dışında pay edinmesinden sonra diğer hissedarlarla şirketin kontrolünü ele geçirmek için işbirliği yapması ve paylarının toplamının ortaklığın oy haklarının %30'undan fazlasına tekabül etmesi halinde Panel normal olarak çağrıda bulunma yükümlülüğü getirmemektedir. Bununla birlikte bu şekilde bu kişilerin bir araya gelinmesinden sonra aşağıdaki durumlar oluştuğu takdirde çağrı yükümlülüğünün doğacağı kabul edilmektedir:

(i) Sahip oldukları oy haklarının toplamı %30'un altında iken, bu ortaklardan herhangi birinin daha fazla pay edinmesi neticesinde toplam oy haklarının %30 veya daha fazla bir orana ulaşması veya

(ii) Bu kişiler %30 ile %50 arasındaki bir oranda oy hakkına sahip iken, birlikte hareket eden ortaklardan herhangi birinin yeni bir pay edinmiş olması.⁵³⁷

Panel, normal olarak ortakların aynı yönde oy kullanmalarını birlikte hareket etmek olarak nitelendirmemektedir. Ancak Panel, olağan veya olağanüstü genel kurullarda yönetim kurulu kontrol etme amaçlı olarak ortakların ittifak içine girmeleri halinde bu ittifaka katılan her bir ortak ve söz konusu ittifak neticesinde seçilen yönetim kurulu üyelerinin birlikte hareket ettiklerini, aralarındaki ilişkinin

⁵³⁷ City Code Kural 9.1 Note 1.

tespiti bakımından birtakım faktörleri değerlendirmek suretiyle kabul edebilmektedir. Sadece bu şekilde hissedarlar arasında yönetimi kontrol amaçlı bir ittifak kurulmuş olması sebebiyle çağrı yükümlülüğü doğmamakla birlikte, bu kişilerin (%30 ile %50 arasında oy hakkı veren paya sahip olmaları halinde) içlerinden birinin yaptığı yeni pay alım çağrı yükümlülüğünün doğmasına yol açmaktadır.⁵³⁸ Panel, hissedarlar tarafından birlikte verilen bir önerinin yönetimi kontrol amaçlı (board control seeking) olup olmadığını tespitinde önerilen yönetim kurulu üyeleri ile bunları öneren ortaklar ve bu öneriyi destekleyenler arasındaki ilişkinin niteliğine, aralarında bir anlaşma olup olmadığına bakmaktadır.

Panelin değerlendirilmesi neticesinde arada böyle bir ilişkinin olmadığı veya ilişki olsa bile önemsiz olduğu sonucuna varılırsa önerinin, yönetim kurulunu kontrol amaçlı olmadığı ve dolayısıyla birlikte hareket etme durumunun olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Bazı durumlarda çağrı yükümlülüğünün doğmaması hisseleri satan kişi hisselerin bir kısmını satmakta, çağrı zorunluluğu doğmaması için diğer kısmını ise satmamaktadır. Böyle bir durumda Panel, satıcının alıcıyla birlikte hareket edip etmediğine bakmaktadır. Eğer satıcı satmadığı payların oy haklarını alıcıya kontrol gücü sağlamakta yardım etme amacıyla kullanılıyorsa Panel normal olarak çağrı yükümlülüğünün doğduğuna karar vermektedir. Söz konusu tespit, olay bazında ve her bir olayın özellikleri göz önünde tutularak yapılmaktadır.

Bazen halka açık olmayan bir ortaklığın ele geçiren kişiler, bu halka kapalı şirkette doğrudan veya dolaylı olarak sahip oldukları hisselerle halka açık bir anonim ortaklığın kontrolünü ele geçirebilirler. Bu durumda normal olarak çağrı yükümlülüğü doğmamakta, ancak aşağıda sayılan faktörlere bağlı olarak Panel çağrı yükümlülüğü getirebilmektedir; ilk şirketin ikinci şirketteki payının önem arz eder büyüklükte olması ve ilk şirketi ele geçirmenin asıl amacının ikinci şirketi ele geçirmek olması.

⁵³⁸ City Code Kural 9.1 Note 2. Burada dikkat edilmesi gereken Panel'in söz konusu ortakları birlikte hareket ediyor kabul etse ve bu kişiler birlikte %30-%50 arasında hisseye sahip olsa bile bu kişilere ancak yeni pay edinilmesi durumunda doğrudan çağrı yükümlülüğü getirdiğidir.

Genel olarak yeni hisselerle iştirak hakkı veren hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, hisse senedi satın alma hakkı tanıyan opsiyon ve varantlara sahip olunması neticesinde çağrı yükümlülüğü doğmamaktadır. Ancak söz konusu kıymetlerin içerdiği dönüşüm, satın alma veya iştirak etme haklarının kullanılması neticesinde çağrı yükümlülüğü doğuran oranlara ulaşılması halinde çağrı yükümlülüğünün doğduğuna karar verilmektedir.

B. Çağrı Hükümleri

1. Çağrı Yükümlüleri

İngiltere’de çağrı yükümlülüğü normal olarak, çağrı yükümlülüğünü doğuran pay alan (veya menfaati edinen) kişi üzerinde doğmaktadır. Fakat, çağrı yükümlülüğü altında olan bu kişi, aslında birlikte hareket eden kişilerden oluşan bir grubun üyesi olmakla birlikte bu grubun hakim ortağı değilse, çağrı yükümlülüğü hakim ortak veya ortakları üzerinde, bazı istisnai durumlarda ise grubun diğer tüm üyeleri üzerinde doğmaktadır. Bu anlamda, hedef şirketin herhangi bir payına sahip olmayan bir kişi de şartları taşıyorsa çağrı yükümlüsü olabilmektedir. Örneğin, hedef şirket paylarının satın alınmasında alıcıyı finanse eden bir kişi, herhangi bir pay satın almamış olsa bile, birlikte hareket eden grubun bir üyesi sayılarak çağrı yükümlüsü olabilmektedir. Buna karşılık, faaliyeti kredi vermek olan bankaların bir ortaklığın paylarının satın alınması için kredi vermiş olması bankayı sadece bu nedenle çağrı yükümlüsü yapmamaktadır. Ancak birlikte hareket edildiğine ilişkin başka kıstasların varlığı halinde çağrıyı finanse eden finans kuruluşlarının da çağrı yükümlüsü olmaları mümkün olmaktadır.⁵³⁹ Örneğin, hedef şirket paylarının satın alınması için verilen kredinin faizinin çok düşük olması veya kredinin faizsiz kullanılmış olması halinde finans kuruluşunun da birlikte hareket eden olarak nitelendirilerek çağrı yükümlüsü olarak kabul edilmesi mümkün olmaktadır.

2. Zorunlu Çağrıda Koşul

⁵³⁹ City Code, Kural 9.2.

İsteğe bağlı çağrıda olduğu gibi zorunlu çağrıda da yapılacak çağrı neticesinde şirket oy haklarının %50'sine sahip olma koşulunun konulmasına müsaade edilmektedir. Eğer çağrı yapılmadan önce çağrı yapan zaten %50'den fazla oy hakkına sahip ise böyle bir koşul konulması mümkün olmamaktadır. Şayet çağrının yapılması çağrıyı yapanın genel kurulu veya başka bir organının iznine tabi ise çağrıyı doğuracak alımın yapılmaması gerekmektedir.⁵⁴⁰

Bunlar dışında çağrının başka bir koşula bağlanması kabul edilmemektedir. Ancak kontrol değişikliği hususunda Rekabet Kurulu'ndan izin alınması kanuni bir zorunluluk olduğundan Rekabet Kurulu'nun kontrol değişikliğine izin vermesi çağrının neticelenebilmesi bakımından kanuni bir şart haline gelmektedir. Kural 9'a göre yapılması zorunlu çağrının, İngiliz Rekabet Kurulu veya Avrupa Komisyonu tarafından birleşmenin incelemeye alınması nedeni ile Kural 12.1 (a) veya (b)'ye göre durması halinde çağrı yapma yükümlülüğü sona ermemektedir. Buna göre hedef şirkette çağrı neticesinde meydana gelecek kontrol değişikliğine Rekabet Kurulu veya Avrupa Komisyonu tarafından izin verilmesi halinde çağrı aynı hükümlerle tekrar yapılmaktadır. Eğer Rekabet Kurulu veya Avrupa Komisyonu kontrol değişikliğine izin vermez ise bu kez çağrı neticelendirilememektedir. Bu durumda Panel, yönetim hâkimiyetini ele geçiren taraftan oy haklarını %30'un altına indirmesini veya önceki seviyeye düşürülmesini isteyebilmektedir.

3. Zorunlu Çağrıda Çağrı Bedeli

Zorunlu çağrıda, çağrı bedelinin nakit veya nakit alternatifi olması ve çağrının ilanından önceki 12 ayda, teklif sahibi veya birlikte hareket edenlerce aynı grup hisseler için ödenmiş en yüksek fiyattan düşük olmaması gerekmektedir. Çağrı yükümlülüğü doğuran payların alımı nakit olarak yapılmamış olsa bile zorunlu çağrının nakit veya nakde eşit değerde olan bir nakit alternatifi ile birlikte yapılması gerekmektedir.

⁵⁴⁰ City Code Kural 9.3.

Zorunlu çağrının açıklanmasından sonraki, fakat çağrının kabule kapanmasından önceki bir tarihte, teklif sahibi ve bu kişi ile birlikte hareket edenlerin, çağrı fiyatından daha yüksek bir fiyatla bir hisse edinmeleri halinde, çağrı fiyatını bu yüksek fiyat düzeyine yükseltmesi gerekmektedir.

Çağrının nakit alternatifli yapılmış olması durumunda, aynı durumdaki ortaklara eşit davranılması genel prensibi uyarınca, önerilen alternatifin tüm ortaklara aynı şekilde yöneltilmesi ve nakit seçeneğinin muhafaza edilmesi gerekmektedir.

Panel bazı durumlarda, çağrı yükümlülüğü doğuran payların satın alınmasında ödenen en yüksek fiyatın çağrı bedeli olarak belirlenmesi kuralına istisna getirmektedir.⁵⁴¹

Ancak her halükarda çağrı bedelinin adil ve makul olması şarttır.

C. Zorunlu Çağrıya İlişkin Muafiyetler

1. Yeni Hisse İhracının Bağımsız Ortaklar Tarafından Onaylanması (Whitewash)

Çağrı yükümlülüğü şirket tarafından yapılan bir tahsisli sermaye artırımında sermaye artırımına katılan kişinin çağrı zorunluluğu doğuracak oranda pay sahibi olması neticesinde de doğabilir. Tahsisli sermaye artırımına katılımın, çağrıya taraf olmayan bağımsız ortaklar tarafından onaylanması halinde ise Panel normal olarak çağrı yükümlülüğüne muafiyet vermektedir. Ancak bazı durumlarda, bağımsız ortaklar tarafından onay verilmiş olsa bile Panel, muafiyet tanımayabilmektedir.

Tahsisli sermaye artırımına onay verilmesinin görüşüleceği genel kurul toplantısında sunulacak dokümanlarda ortakların onayına sunulan öneri hakkında bağımsız uzmanlardan alınmış görüşe ve Panel'in zorunlu bu konu hakkındaki görüşüne de yer verilmesi gerekmektedir.

Bazı istisnai durumlarda Panel, mevcut hisselerin bir ortaktan diğerine devredilmesine ilişkin bağımsız ortakların onayının olması durumunda da çağrıya ilişkin muafiyet verebilmektedir.

⁵⁴¹ City Code Kural 9.5.

2. Teminat Olarak Verilen Hisseler

Hedef şirket hisse senetlerinin, alınan bir ödünç için teminat olarak verilmiş olması ve teminata başvurma neticesinde ödünç verenin söz konusu hisse senetlerine sahip olması durumunda normal olarak çağrı yükümlülüğü doğduğu kabul edilmektedir. Ancak belirli bir süre içinde çağrı yükümlülüğüne neden olan hisselerin ödünç veren ile ilgili olmayan kişilere devri durumunda Panel, çağrıda bulunma yükümlülüğüne muafiyet tanımaktadır.

3.Finansal Zorluktan Kurtarılma

Hedef şirketin ciddi bir finansal güçlük içinde olması ve bu güçlükten kurtulabilmesi için, acil olarak sermaye artırımını yapılması gerekiyorsa Panel, çağrı yükümlülüğünden muafiyet tanıyabilmektedir. Bu durumda bağımsız ortakların onayına ihtiyaç duyulmamaktadır.

Panel'in onayından sonra işlemin mümkün olduğu kadar kısa sürede bağımsız ortaklar tarafından onaylanması gerekmektedir.

Söz konusu muafiyet hali, hedef şirketin içinde bulunduğu finansal zorluktan kurtarılmasına yöneliktir. Hakim ortağın finansal güçlük içinde olması durumunda bu muafiyet halinin uygulanması mümkün değildir. Muafiyetin verilmesi için normal olarak finansal yardımın şirket bünyesine girmesi şartı aranmaktadır.

4. Diğer Haller

Çağrı yükümlülüğü doğuran oy hakkına dikkatsizlikle ulaşılmaması durumunda çağrı yükümlüsü, söz konusu oranların altına düşürecek kadar payı belirli bir zaman dilimi içinde kendisiyle bağlantısı bulunmayan kişilere satmayı taahhüt etmesi durumunda Panel tarafından muafiyet tanınması söz konusu olmaktadır.

Bir kişi %30'un üzerinde oy hakkına pay sahip olmasına rağmen çağrı teklifini kabul etmeyeceğini yazılı olarak beyan eden ortakların %50 veya daha fazla oy

hakkına sahip olması ya da %50 veya daha fazlasının tek bir kişinin elinde bulunması durumunda da muafiyet tanımaktadır.

VI. Kısmi Çağrı

İngiltere’de hisselerin tamamına yapılmayan kısmi çağrı için Panel’in izni gerekmektedir. Panel normal olarak, hedef şirketin %30’un altında oy hakkını temsil eden hisseler için yapılan çağrılara izin vermektedir.⁵⁴² Buna karşılığında, izin başvurusunda bulunanın başvuru tarihinden önceki dönemde önemli tutarda hisse satın almış olması halinde, oy haklarının %30 veya daha fazlasına sahip olacak şekilde yapılan kısmi çağrıya Panel izin vermemektedir.

Oy haklarının %30 veya daha fazlasına sahip olunması ile sonuçlanabilecek bir çağrıda, bağımsız ortakların %50’sinden fazlasının onayı gerekmektedir.

Eşitlik ilkesi kısmi çağrıda da uygulanmaktadır. Kısmi çağrı tüm ortaklara yapılmalıdır. Kısmi çağrıda, satın alınması teklif edilenden fazla sayıda kabul gelmesi halinde çağrı her ortağın satacağı payın oransal (pro rata) olarak hesaplanması gerekmektedir.⁵⁴³

Bir çağrıda eğer hisselerin bir kısmı için daha yüksek, diğer kısmı için daha düşük fiyat öngörülüyorsa, bu çağrı sermayeyi temsil eden hisselerin tamamı için yapılmış bir çağrı olarak değil, kısmi çağrı olarak kabul edilir. Bu durumda çağrı kısmi çağrı olarak kabul edildiği için Panel’in izninin alınması gerekli olur.

⁵⁴² City Code Kural 36.1.

⁵⁴³ City Code Kural 36.7.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARIN YÖNETİM KONTROL DEĞİŞİKLİĞİ

§ 6. Düzenlemenin Tarihsel Gelişimi

Batıda halka açık şirketlerin ortaya çıkması oldukça eski tarihlere dayanmaktadır. Batıda halka açık şirketlerin ortaya çıkmasında, riski ve maliyeti oldukça yüksek, okyanus ötesi deniz seferlerinin başlaması etken olmuştur. Bir kişi tarafından finanse edilmesi oldukça zor ve riskli olan bu seferlerin finansmanı için çok sayıda kişinin sadece konula sermayeyi riske atarak bir araya gelmesine duyulan ihtiyaç, halka açık şirketlerin ortaya çıkması sonucunu da beraberinde getirmiştir. Buna karşı Osmanlı İmparatorluğu'nda yaygın olan, deniz taşımacılığına göre daha az riskli ve fazla sermaye gerektirmeyen ipek yolu üzerinden yapılan ticaretin çok ortaklı şirketlerin ortaya çıkmasına ihtiyaç yaratmadığı ifade edilmektedir.⁵⁴⁴

Türkiye'de halka açık şirketlerin ortaya çıkışı oldukça yenidir. Halka açık şirket sayısında artış esas olarak 1960-1970 yılları arasında yaşanmaya başlanmıştır. Bu dönemde özellikle Almanya'ya çalışmaya giden Türk işçilerinin geri döndüklerinde kendi memleketlerinde çalışma imkânı bulma gayesi ile “işçi

⁵⁴⁴ Sabri F. Ülgener, İktisadi Çözülmenin Ahlak ve Zihniyet Dünyası, Derin Yayınları, İstanbul, 2006, s. 182 vd. Ülgener'e göre Batının Osmanlı İmparatorluğu'nu geride bırakarak gelişmesinin esas sebebi, denizciliğin gelişerek Batının okyanus ötesi kaynaklara ulaşması olmuştur. Böylece deniz aşırı ticaret ipek yolu üzerinden yapılan ticareti kenarda bırakarak gelişmenin rotasının Doğu'da Batı'ya dönmesine sebep olmuştur.

şirketi” olarak adlandırılan şirketlerin kuruluşlarına katılmaları halka açık şirket sayısının artmasına sebep olan faktörlerden biri olmuştur. 1964-1972 döneminde yurtdışından işçi döviz girişi ile kurulan halka açık şirket sayısı 75’tir.⁵⁴⁵ 1969 yılında yapılan bir araştırmada⁵⁴⁶ halka açık anonim ortaklık sayısının yaklaşık 83 olarak tespit edildiği göz önüne alındığında, işçi şirketlerinin halka açık şirketlerin ortaya çıkmasında öncülük yaptığı söylenebilir.⁵⁴⁷

Özellikle 1970’li yıllarda yaşanan enflasyon ve devalüasyon sarmalı sonucunda sözü edilen dönemde kurulan birçok işçi şirketi mali açıdan zorluklar yaşamış, bunlardan bir kısmı kapanırken, ancak hisseleri belirli kişilerin elinde toplanan şirketler yaşamaya devam etme imkanı bulabilmiştir. İşçi şirketlerinin el değiştirmesi sırasında, bugünkü zorunlu çağrı gibi bir müessese bulunmadığı gibi anılan şirket hisselerinin işlem gördüğü bir borsa da bulunmadığından büyük umutlarla yapılan hisse yatırımlarının tamamen değersiz hale geldiğini söylemek mümkündür.

1981 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda⁵⁴⁸ 1970’li yılların sonlarında yaşanan banker krizi olarak adlandırılan, faiz karşılığı, ardında tahvil gibi gerçek bir menkul kıymet olmadan halktan para toplanmasına karşı getirilmiş tedbirler ve reaksiyoner hükümlerin mevcudiyetine karşın halka açık şirketlerin kuruluş sonrasında, hisselerinin belirli ellerde toplanması, başka bir ifadeyle kontrol değişikliği durumunda küçük yatırımcıyı koruyan bir düzenlemeye yer verilmemiştir.

⁵⁴⁵ Aynı dönemdeki işçi döviz girişi toplamı 2 milyar ABD Dolarını bulmuştur; Bkz. Serdar Şahinkaya, Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası’ndan Türkiye Kalkınma Bankası’na: 1975-2001 Döneminde Kurumsal Yapıdaki Temel Dönüşümler Üzerine Düşünceler ve Bazı Öneriler, (<http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P139.pdf>); Bu dönemde kurulan şirketler, çok ortaklı şirketler, hemşehri şirketi, işçi şirketleri olarak anılmaktadır. Söz konusu şirketler için ayrıca bkz. Hikmet Sami Türk, Halk Şirketi ve İşçi Şirketi Kavramı (<http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/305/2889.pdf>).

⁵⁴⁶ Ansay, s. 33.

⁵⁴⁷ Bu dönemde, kurucuları arasında bankalar, İstanbul Ticaret Odası, İstanbul Ticaret Borsası gibi kuruluşların bulunduğu Türkiye Sinai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB), kuruluş aşamasındaki birçok şirkete iştirak ederek, daha sonra da iştirak portföyünden hisse satışı yaparak çok sayıda şirketin halka açılmasına öncülük etmiştir. (Bkz. Reha Tanör, Türk Sermaye Piyasası, 1.C, 2. Bs., Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş, İstanbul, 1999, s. 31.)

⁵⁴⁸ Kanunun yürürlüğe girme süreci hakkında bkz. Ünal Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Es Yayınları, 1982, s. 1 vd.

1986 yılında kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin halen büyük bir kısmının halka açıklık oranlarının %50'den daha düşük olması ve yaklaşık yarısında yönetimi belirleme imtiyazı bulunması,⁵⁴⁹ Türkiye'de borsadan hisse toplanması veya çağrı yoluyla gerçekleşen, şirket yönetim hâkimiyetinin mevcut yönetim ile uzlaşmaya girilmeden (hostile takeover) el değiştirmesi olayına birkaç istisna⁵⁵⁰ dışında rastlanılmamıştır. Türkiye'de karşılaşılan yönetim kontrol değişiklikleri ise genel olarak hakim ortağın, özel anlaşma yoluyla hisselerini bir başka kişiye devretmesi suretiyle gerçekleşmektedir. Bu bakımdan, yönetim kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemelerin bir ihtiyaçtan daha çok konuya ilişkin yurt dışındaki mevzuatın etkisiyle Türk hukukuna girdiği söylenebilir.

Bu konudaki ilk düzenleme, Sermaye Piyasası Kanunu'nda 1992 yılında 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik sırasında gerçekleşmiştir. 3794 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen ve halen ilk haliyle yürürlükte olan Kanun'un 16/A maddesi hükmü şöyledir: *“Halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında veya genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekalet istenmesinde veya ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren, hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapar. Hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortakları, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurulun kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde Kurula ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdürler.”*

⁵⁴⁹ Bkz. Tablo 2, 3 ve 5.

⁵⁵⁰ SPK 2005/16 HB'de yayınlanan Egeli&Co Fund SA - Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı; SPK 2007/52 HB'de yayınlanan Packaging Corrugated BV - Tire Kutsan Oluklu Mukavva Kutu ve Kağıt Sanayi A.Ş. kararı; SPK 2006/26 HB'de yayınlanan Galip Öztürk - Van-Et Entegre Et Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı.

Söz konusu madde hükmü incelendiğinde şu hususlar özellikle dikkat çekmektedir: Kanuna eklenen 16/A maddesinin başlığı “*Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar*”dır. Buna karşın Kanun, 16/A maddesinin ilk fıkrasında yönetim hakimiyeti değişikliği ile ilgili olarak SPK’ya, sadece “kamuyu aydınlatma” ile ilgili değil bunun yanı sıra “küçük pay sahiplerinin korunması” amacıyla da düzenleme yapma yetkisi vermektedir. Kanunda açık olarak küçük pay sahiplerini korumak üzere nasıl bir düzenleme yapılacağı belirtilmemiş olmakla birlikte, “kamuyu aydınlatma” dışında küçük pay sahibini koruyucu düzenleme ifadesi ile İngiltere’de uygulanan zorunlu çağrının kastedilmiş olduğu izlenimi doğmaktadır. Nitekim SPK daha sonra, zorunlu çağrıya ilişkin ilk düzenlemelerini anılan Kanun hükmüne dayanarak gerçekleştirmiştir. Böylece bu hükmün önemli bir neticesinin, Türk hukukunun yönetim kontrolü konusunda daha çok kamuyu aydınlatma esası açısından bakan Amerikan hukuk sisteminden ziyade, İngiliz sistemini benimsemesine yol açması olduğunu söylemek mümkündür. Daha önce de açıklandığı gibi, çağrı konusundaki ABD hukukunun esası, kamuyu aydınlatma sistemine dayanmaktadır. ABD hukukunun genel olarak sermaye piyasası ve özellikle yönetim kontrol değişikliğine ilişkin hukuki düzenlemesi ortaklara karar alacağı konu hakkında yeterli bilgi ve karara ulaşmak için yeterli bir zaman verilmesi durumunda hissedarların kendileri için en doğru kararı vereceği varsayımına dayanır. Kamuyu aydınlatmayı temel alan bakış açısında esas olarak önemli olan, ortakların kontrol değişikliğine sebep olacak çağrı/tender offer sırasında baskı altında kalmamaları (coersion) ve kandırılmamalarıdır. Bu yüzden ABD’de bir kişinin özel anlaşma yoluyla veya borsadan ya da kısmi çağrı yöntemi ile kontrolü ele geçirmesi durumunda diğer hissedarların hisselerini satın alma yükümlülüğü bulunmamaktadır. Buna karşın İngiliz hukuku, ABD ve birçok Kara Avrupası hukukundan farklı olarak kontrol değişikliğinde kontrol dışındaki hissedarları koruyucu bir anlayışa sahiptir. Bu yüzden de ister çağrı ister başka bir yolla gerçekleşsin, kontrol değişikliği durumunda hissedarlara, hakim ortağa ödenen primden yararlanma ve yönetim hakimiyetini ele geçirene zorunlu çağrıda bulunma yükümlülüğü getirerek ortaklıktan çıkma hakkı tanınmaktadır.

Kanun'un 16/A maddesinin dikkati çeken başka bir özelliği ise sadece “çağrı” ile değil, her türlü yolla gerçekleşen (vekaleten oy toplanması, hisse senedi el değiştirmeleri, sermaye artırımları, birleşme ve devirler) yönetim kontrol değişikliğini düzenleme kapsamına almış olmasıdır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun bu bakımdan da ABD'den çok, İngiliz hukukunu esas almış olduğunu söylemek mümkündür. Zira, ABD'de William Act düzenlemeleri, çağrıyı sadece “tender offer” olarak kabul edilen işlemlere uygularken, İngiliz City Code kuralları, sadece çağrıyı değil her türlü yolla gerçekleştirilen kontrol değişikliklerini düzenlemektedir.

Kanunun 16/A maddesinin dikkat çeken başka bir özelliği ise, bu maddeye aykırılığa ilişkin olarak öngörölmüş cezai sorumluluktur.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4. maddesinde halka arz edilecek menkul kıymetler için SPK kaydına alınma zorunluluğu getirilmiştir. Bu hükme aykırı olarak SPK kaydına alınmayan bir hissenin halka arzı ve satışını yapanlar, iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş binden on bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılmaktadır.⁵⁵¹ Buna karşın 16/A maddesinde yer alan yönetim kontrolünü sağlamak amacıyla yapılan çağrı, birleşme, devralma gibi işlemlere aykırı davranmanın cezası ise SPK kaydına alınmadan hisselerin halka arzı ve satışını yapmaya göre çok daha hafif olarak belirlenmiştir. Bir hisseyi SPK kaydına aldırılmadan halka arz edenler iki yıldan beş yıla kadar hapis cezası ile yargılanırken, çağrı yükümlülüğüne uymadan hisse toplayan veya zorunlu çağrı yükümlülüğünün doğmasına karşın bu yükümlülüğü yerine getirmeyenler ise sadece adli para cezası ile cezalandırılmaktadırlar.⁵⁵²

1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'na kontrol değişikliğini düzenleyen 16/A maddesinin eklenmesinden sonra SPK, konu ile ilgili olarak iki ayrı düzenleme yapmıştır. Bu düzenlemelerin birincisi, 6 Temmuz 1993 tarihinde yürürlüğe giren Seri:VIII No.20, “Özel Durumların Kamuya Açıklanması Tebliği”dir. Bu Tebliğ ile SPK, %10 ve üzerinde hisse edinilmesi ve yönetimin doğrudan veya dolaylı olarak el değiştirmesinin gerçekleşmesinden sonra yapılacak bir kamuyu

⁵⁵¹ SPKn. md. 47/A 4 ve f.1 son cümle.

⁵⁵² SPKn. md. 16/A'ya aykırılık, 47/C hükmü uyarınca bin iki yüz elli gün adli para cezası ile cezalandırılırlar.

aydınlatma (post acquisition disclosure) yükümlülüğü getirmiştir. Bu düzenlemeye ek olarak halka açık anonim ortaklığın %10 ve %10'dan fazla hissesini edinenler, her %1'lik alım ve satım işlemini kamuya açıklamakla yükümlü tutulmuştur. SPK'nın o tarihte yürürlükte olan Seri:VIII No.20 Tebliği düzenlemesi tamamıyla kamunun aydınlatılması ile ilgili olup bunun dışında kontrol değişikliğinde küçük pay sahibini koruyucu başka bir hüküm içermemekteydi.

SPK, konuya ilişkin ikinci düzenlemesini ise 9 Mart 1994 tarihinde yürürlüğe giren Seri:IV No.8 Tebliği ile gerçekleştirmiştir. SPK söz konusu Tebliği ile vekaletle oy kullanımını, vekalet toplanmasını ve pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplanmasını düzenlemiştir. Böylece Seri:IV No.8 Tebliği ile birlikte çağrı düzenlemesi, ilk kez Türk mevzuatına girmiştir. Söz konusu Tebliğ'de bir çağrı tanımı yapılmamıştır. Anılan Tebliğ'e göre çağrı yapılması için 30 gün önceden SPK'ya başvuruda bulunulması zorunludur. Tebliğ'de satın alma süresi en fazla 30 gün olarak belirlenirken, çağrıyı kabul için asgari bir süre belirlenmemiştir.⁵⁵³ Çağrı yapanın eşit fiyat uygulama yükümlülüğü olup olmadığı, çağrı süresince çağrı dışında hisse toplayıp toplayamayacağı gibi hükümlere ise Tebliğ'de yer verilmemiştir. Tebliğ ile birlikte, aynı zamanda bir ortağın diğer hissedarların hisselerini satın alma yükümlülüğü doğması hali (zorunlu çağrı) de Türk mevzuatına ilk kez getirilmiştir: Tebliğ'in 17. maddesinde oldukça ilginç ve anlaşılması güç bir zorunlu çağrı hükmüne yer verilmiştir. Bu hükme göre, yapılan isteğe bağlı çağrı neticesinde, “yönetimde kontrolü sağlayamamakla birlikte ortaklığın en az %35 oranında hisse senedini ele geçirenler”, dışarıda kalan ve satılmak istenen diğer tüm hisseleri piyasa fiyatından satın almak zorundadır.⁵⁵⁴ Düzenlemenin mantığı ve neden kontrol hakimiyetinin elde edilmemesine rağmen böyle bir zorunluluk getirildiği tam anlaşılammaktadır.

⁵⁵³ Çağrıda satın alma süresinin en fazlası belirlenirken en az sürenin belirlenmemiş olması dikkat çekicidir. Oysa ABD, İngiltere ve AB düzenlemelerinde hissedarların baskı altında kalmamaları için esas olarak çağrının açık kalacağı en az sürenin belirlenmesi önem taşımaktadır.

⁵⁵⁴ Söz konusu düzenlemede yönetim kontrolünün sağlanamaması zorunlu çağrıyı doğururken AB Direktifinde ve daha sonra SPK tarafından kabul edilecek düzenlemede bir muafiyet hali olarak kabul edilmektedir.

SPK 16/A maddesinin yürürlüğe girmesinden dört seneden fazla bir zaman geçtikten sonra 19.12.1996 tarihinde Seri:IV No.8 Tebliği'nin 17. maddesinde yapılan değişiklikle yukarıda belirtilen zorunlu çağrıya ilişkin düzenlemede değişiklik yapılmıştır. Yeni düzenleme ile İngiltere'deki City Code düzenlemelerine benzer bir şekilde, halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve oy haklarının belirli yüzdelerinin elde edilmesi veya yönetim kontrolünün ele geçirilmesi durumunda zorunlu çağrı yükümlülüğü getirilmiştir.⁵⁵⁵

SPK tarafından oldukça önemli olan zorunlu çağrı düzenlemesinin yapılmasının üzerinden yaklaşık üç yıl geçmesinden sonra 1999 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan bir değişiklikle⁵⁵⁶ Kanun'un 22(i) maddesine “zorunlu çağrı” konusunda düzenleme yapmanın SPK'nın yetkileri dahilinde olduğu açık olarak yazılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4487 sayılı Kanun ile değişik 22(i) maddesinde “yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda vekalet toplayan ya da pay iktisap edenlerin diğer payları satın alma yükümlülüğüne ve azınlıktaki ortakların da kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeleri yapmak” SPK'nın yetki ve görevleri arasında sayılmıştır.

Burada tartışılması gereken diğer bir husus da, 16/A maddesindeki “küçük pay sahiplerini koruma” amacıyla düzenleme yapma yetki ve görevine dayanarak kontrolü ele geçiren kişiye çok ciddi tutarda mali mükellefiyetler getirecek özel hukuk ilişkisine müdahale niteliğinde olan bir düzenlemenin SPK tarafından yapılıp yapılmayacağıdır. SPK'nın dört seneden fazla süre, zorunlu çağrı düzenlemesini yapmamasının ardındaki sebebin, tarafları böylesine önemli bir yükümlülük altına sokabilecek yetkiye sahip olup olmadığı hususunda yaşadığı tereddüt olduğu anlaşılmaktadır. İngiltere örneğinde Panel, gücünü bir yasadan almamış olmasına karşın zorunlu çağrı ve benzeri düzenlemeleri dünyada ilk kez uygulamış ve bu düzenlemelerin bugün için AB ülkeleri dahil pek çok ülkede benimsenmesini sağlamıştır. Panel'in bu uygulaması, aslında sermaye piyasası hukukunun diğer hukuk dallarından farklılığını da ortaya koymaktadır. Mülkiyet

⁵⁵⁵ Burada not edilmesi gereken bir husus, gerçek anlamda zorunlu çağrı düzenlemesinin Kanunun 16/A maddesinin yürürlüğe girmesinden dört sene sonra düzenlenmiş olmasıdır. Bu durum Kanun hükümlerinin yanı sıra Kanunun uygulanmasında düzenleme yapma yetkisine sahip Sermaye Piyasası Kurulu üyelerinin etkisinin ne kadar önemli olduğunu göstermektedir.

⁵⁵⁶ Değişiklik 18.12.1999 tarihli RG'de yayınlanan 4487 sayılı Kanun ile gerçekleştirilmiştir.

ve kontrolün birbirinden ayrıştığı, bir anlamda yarı kamusal hale geldiği ifade edilen ⁵⁵⁷ halka açık şirketlerde yönetime hakim ortak, sahip olduğu mülkiyet hakkının çok üstünde haklar kullanarak, başkalarının paraları ile edinilmiş olan varlıkları yönetme gücüne -üstelik de azınlık ortakların denetiminden uzak olarak- sahip olmaktadır. Dolayısıyla, konunun klasik haklar, mülkiyet çerçevesinde değerlendirilmesi, şirket ile ilgili tüm işlemleri yakinen takip eden hakim ortak ile işi ve gücü tamamen farklı olan azınlık hissedar arasında eşit olmayan ve adaletsiz bir durum yaratabilecektir. Bu nedenle, vermiş olduğu kararlar yargı denetimine tabi olduğu sürece, toplumsal menfaat adına bir kamusal otoritenin, kendisine kanunun verdiği yetki ve görev çerçevesinde azınlık hissedarların yapamadığı kontrolü yapması, düşünemediklerini düşünmesi ve menfaatlerini koruması önemlidir. Bu açıdan bakıldığında SPK'nın "küçük hissedarları koruma" amacıyla zorunlu çağrı yükümlülüğü getirmesi ya da başka tedbirler alması yerinde görülmelidir. ⁵⁵⁸ Ancak mevcut Türk hukuk sistemi ve Anayasa açısından bakıldığında bir idari kuruluş olan SPK'ya böyle bir yetki verilmiş olması ve SPK tarafından böyle bir düzenleme yapılması çok ciddi hukuki sorunlar ortaya çıkarmaktadır. Bu konu ayrıntılı olarak ileride ayrıca ele alınacaktır.

SPK'nın şu anda yürürlükte olan yönetim hakimiyeti değişikliğine ilişkin düzenlemesi, Eylül 2009'da yürürlüğe giren Seri:IV No.44 "Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Tebliğ"dir. ⁵⁵⁹ Söz konusu Tebliğ ile önceki düzenlemesi olan Seri:IV No.8 Tebliği hükümlerine göre oldukça önemli değişiklikler getirilmiştir. Bu değişikliklerin en önemlilerinden biri, çağrı yükümlülüğünün doğması için daha önce %25 olan eşiğin %50'ye çıkarılmış olmasıdır. Önceki düzenlemedeki %25 oranı, Türkiye'deki şirketlerin halka açıklık oranlarının düşüklüğü nedeniyle çok anlam ifade etmiyor, sadece çok sayıda şirketin muafiyet almak üzere SPK'ya başvuruda bulunmasına sebep

⁵⁵⁷ Berle/Means, s. 12.

⁵⁵⁸ Bu alandaki bir eserde, zorunlu çağrının ortaklık hukuku ve borçlar hukuku sistematiğine yabancı olduğu, sözleşme serbestisi gibi hukukun temel bir prensibine istisna getirdiği belirtilerek zorunlu çağrının mümkün olduğu kadar dar yorumlanması gerektiği ifade edilmiştir. Ayrıca aynı eserde küçük (yönetilen) ortağı, hakim (yöneten) ortağa karşı koruyan hükümlere de gerek TTK gerekse Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında yer verilmesi gerektiği ifade edilmiştir. (Bkz. Umut Kolcuoğlu, Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, Vedat Kitapçılık Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, 2009, s. 40). Ayrıca bkz. Abuzer Kendigelen, Anonim Ortaklık-Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü, Hukuki Mütaalalar, C. IV, 2002, s. 238.

⁵⁵⁹ SPK Seri:IV No.44 Tebliği 02.09.2009 tarihli RG'de yayınlanmıştır.

oluyordu. Zorunlu çağrıya ilişkin önceki düzenlemede çağrıya ilişkin muafiyet hallerinden biri “Ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabına rağmen, ortaklığın sermaye dağılımı gereğince, yönetim hakimiyetinde hiç bir değişiklik olmaması”⁵⁶⁰ olduğundan %50’si bir kişi veya gruba ait olan ortaklıklarda %25’e sahip olmak yönetim değişikliğine sebep olmayacağından yapılan başvuru neticesinde muafiyet alınabilmekteydi. Borsada işlem gören bir şirketin hisseleri ile ilgili olarak çağrı yapılacağı haberinin çıkması hisselerin fiyatı üzerinde her zaman bir etki yaratma potansiyeli taşır. Bir şirkette oy haklarının %25’ine sahip olunmasının kontrol değişikliği anlamına gelmediğinin kesin olmasına karşın zorunlu çağrı yükümlülüğünün doğması ve bunun kamuya duyurulması, hisseler üzerinde dayanağı olmayan bir hareketlenme yaşanmasına sebep olabilir. Dolayısıyla yönetim kontrolünün tek bir kişi veya grup tarafından zaten %50’nin üzerinde bir payla sağlandığı durumlarda %25 paya sahip olmanın kontrolde bir değişiklik yaratmayacağı kesin olmasına rağmen zorunlu çağrının doğması, muafiyet başvurusunda bulunulması hissenin gereksiz yere spekülasyona konu olmasına sebep olabilir. Bu bakımdan kanaatimizce zorunlu çağrıyı doğuracak oranın Türkiye şartlarına uygun olarak %50 ve üstüne yükseltilmiş olması isabetli olmuştur.

Seri:IV No.44 Tebliği ile getirilen ikinci önemli yenilik, isteğe bağlı olarak yapılan çağrıda “eşit fiyat” ve “oransallık” gibi ABD ve İngiliz hukukunda geçerli olan ilkelerin uygulanmasının zorunlu hale getirilmiş olmasıdır. Seri:IV No.44 Tebliği ile zorunlu çağrıdaki muafiyete ilişkin kurallarda da bazı değişiklikler yapılmıştır. SPK’nın bir önceki düzenlemesinde, zorunlu çağrıyı doğuran pay oranına ulaşılması durumunda her halükarda çağrı yükümlülüğü doğmakta, ancak çağrı yükümlülüğünde muafiyet hallerinin birinden faydalanılması söz konusuysa SPK’ya muafiyet başvurusu yapılmaktaydı. Yeni düzenlemede ise %50 oranı aşılmış olsa bile Tebliğ’de belirtilen bazı hallerde çağrı yükümlülüğü doğmamaktadır. Muafiyet halinden farklı olarak burada çoğunluğu ele geçiren kişi, durumunun çağrı yükümlülüğü doğurmayan hallerden birine girmesi halinde SPK’ya herhangi bir başvuru yapmamakta ve SPK tarafından bir karar alınması gerekmemektedir. Buna karşın, çoğunluğu ele geçiren kişinin durumunun

⁵⁶⁰ SPK’nın yürürlükten kalkan Seri:IV No.8 Tebliği md. 17 f.3.3.

muafiyet tanınacak hallerden birine girmesi halinde önceki düzenlemede olduğu gibi SPK'ya müracaatta bulunması gerekmektedir. Seri:IV No.44 Tebliği ile önceki düzenlemede yer alan muafiyet hallerinde de bazı değişikliklere gidilmiştir. Bu değişikliklerin bir kısmı zaten SPK'nın uygulamada tatbik ettiği kuralların Tebliğe aktarılması şeklinde olmuştur. Seri:IV No.44 Tebliği'nin getirdiği önemli bir değişiklik de ele geçirmenin pay sahiplerinin %50'sinin katılımı ile toplanan genel kurulda onaylanmasının muafiyet hali olmaktan çıkarılmasıdır. Düzenlemenin amacı ile bağdaşmayan ve oldukça eleştirilen ⁵⁶¹ muafiyet halinin kaldırılması bu açıdan olumlu olmuştur.

SPK'nın Seri:IV No.44 Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Tebliğ, adından da anlaşılacağı üzere esas olarak payların toplanması için isteğe bağlı olarak yapılan çağrıyı ve şirket kontrolünün ele geçirilmesi durumunda kontrolü ele geçiren hissedara, diğer hissedarların hisselerini alma yükümlülüğü getiren “zorunlu çağrı”yı düzenlemektedir. Ancak, Seri:IV No.44 Tebliğine göre, zorunlu çağrı yükümlülüğünün doğması için yönetim kontrolünün hangi yöntemle (isteğe bağlı olarak yapılan kısmi çağrı, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle) ⁵⁶², ele geçirildiğinin bir önemi bulunmamaktadır. Kontrol değişikliğine yol açan, ancak anılan Tebliğ hükümleri içinde düzenlenmemiş olan blok veya münferit pay alımları, birleşme, bölünme, tahsisli sermaye artırımını gibi işlemler neticesinde yönetim kontrolü değişirse yine Tebliğ hükümlerine uygun olarak zorunlu çağrı yapılması gerekmektedir. Yine gerçekleşen tahsisli sermaye artırımını, birleşme ve benzeri bir işlem neticesinde “zorunlu çağrı” yükümlülüğü doğuracak bir kontrol değişikliğinin gerçekleşip gerçekleşmediği, kontrol değişikliğinin gerçekleşmesine rağmen zorunlu çağrıya ilişkin bir muafiyet halinin söz konusu olup olmadığı ve çağrı fiyatının ne olacağı gibi tüm hususlar Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine göre belirlenmektedir.

⁵⁶¹ Bu konuda bkz. Kolcuoğlu, s. 187.

⁵⁶² SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 6 f.1.

§ 7. Yönetim Kontrol Değişikliği Hukukunun Düzenleyici Karar Alıcı ve Denetleyici Otoritesi Olarak Sermaye Piyasası Kurulu

I. Sermaye Piyasası Kurulu

SPK, yönetim kontrol değişikliği hukukunda düzenleme yapma, uygulama, denetleme ve yargılama fonksiyonlarını yerine getiren ve bu alanın en önemli kamu otoritesidir. SPK ilk olarak genel düzenleyici otorite olarak, Kanunun kendisine verdiği yetki ve görevler çerçevesinde gerek isteğe bağlı çağrı gerekse zorunlu çağrıya uygulanacak kuralları belirlemektedir. SPK, söz konusu kuralları, çıkardığı Tebliğler ve bu Tebliğlerde gerçekleştirdiği değişikliklerle veya Kanunun kendisine verdiği özel ve genel nitelikte kararlar alma yetkisini kullanmak suretiyle belirleyebilmektedir.⁵⁶³

İkinci olarak kendi koymuş olduğu kuralların yürütülmesi de bizzat SPK tarafından gerçekleştirilmektedir. Seri:IV No.44 Tebliği çerçevesinde isteğe bağlı çağrı başvuruları SPK'ya yapılmakta ve SPK tarafından sonuçlandırılmaktadır. Yine, ister isteğe bağlı çağrı sonucu olsun isterse başka bir yolla olsun bir şirketin oy haklarının %50 ve fazlasının ele geçirilmesi durumunda yapılması gereken zorunlu çağrı veya zorunlu çağrıdan muafiyet başvurusu da SPK'ya yapılmaktadır. Yapılan başvuruda, çağrı fiyatının ne olacağı ya da zorunlu çağrıya ilişkin bir muafiyet tanınıp tanınmayacağı gibi çağrıya ilişkin tüm önemli kararlar SPK tarafından alınmaktadır. Kontrol değişikliğinin ortaya çıkması sonucunu doğurabilecek birleşme, tahsisli sermaye artırımını gibi işlemler yine SPK tarafından incelenmekte ve neticelendirilmektedir. Bunun dışında halka açılacak şirketlerin ilk halka arzı sırasında ve halka arz sonrasındaki tüm ana sözleşme değişikliklerinde Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alınması zorunluluğu bulunmaktadır. Bu bakımdan, kontrolün ele geçirilmesine karşı başvuru

⁵⁶³ Tebliğler ve tebliğlerde yapılan değişiklikler RG'de ilan edilmek suretiyle kamuya duyurulmaktadır. SPK'nın genellikle görüşmeler sırasında aldığı, benzeri nitelikte olaylara uygulanacak kararlar "İlke Kararlar" olarak adlandırılmaktadır. Bunun dışında SPK'nın olay bazında almış olduğu kararlar da SPK'nın bir olayı nasıl yorumladığı ve mevzuatı nasıl uyguladığını göstermesi açısından yol gösterici nitelikte kararlardır. SPK'nın ilke kararları ve uygulama kararları SPK haftalık bültenlerde yayınlanmak suretiyle duyurulmaktadır.

savunma yöntemlerinden biri olan yönetimde imtiyaz sağlayan paylar ihraç edilip edilmeyeceğini belirleme yetkisine SPK sahip olmaktadır.

Üçüncü olarak SPK yönetim kontrol değişikliği ile ilgili işlemleri denetleme fonksiyonunu yerine getirmektedir. Yönetim kontrol değişikliğinin gerçekleşmesi durumunda tüm hissedarlara yönelik çağrı yükümlülüğü ortaya çıkacağından kontrol değişikliğine ilişkin haberler hisse fiyatı üzerinde genel olarak oldukça fazla etki yaratır. Yönetim kontrolünün değişmesine sebep olacak şirket devralma ve birleşmeleri sırasında kamuya açıklanmamış hisselerin fiyatı üzerinde etkili olan bilgilerin kullanılması suretiyle hisse alım veya satımından menfaat temin edilmesi durumunda Sermaye Piyasası Kanunu 47/I-A-1 maddesinde düzenlenen içeriden öğrenenlerin ticareti (SPKn. md.47/I-A-1) suçunu oluşturabilecektir.⁵⁶⁴ Yine böyle bir durumda gerçek dışı bilgileri yaymak ya da açıklanması zorunlu bilgileri açıklamamak manipülasyon (SPKn. md. 47/I-A-2 ve 3) suçunu oluşturur. Piyasada fırsat eşitliğini bozan, piyasaları olumsuz etkileyen söz konusu suçlara karşı gözetim ve denetim faaliyetlerini yürütmek de SPK'nın görevleri arasındadır. (SPKn. md. 45) Denetimler sonucunda söz konusu suçun işlendiğine dair bulguların ortaya çıkması halinde, SPK tarafından Cumhuriyet savcılığına suç duyurusunda bulunulacaktır. Sermaye Piyasası Kanunu 47/I-A-1, 47/I-A-2 ve 47/I-A-3'te sayılan içeriden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon suçlarından dolayı savcılığın soruşturma başlatması SPK'nın bu konuda savcılığa başvuruda bulunmasına tabi tutulmuştur. (SPKn. md.49)

Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/I-A maddesi Sermaye Piyasası Kurulu'na, Kanuna dayanılarak yapılan düzenlemelere, Kurul'ca alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket eden kişilere idari para cezası kesme yetkisi vermiştir. Bu kapsamda SPK, yönetim kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemelerine, aldığı kararlara aykırı davrananlara idari para cezası verebilecektir. Dolayısıyla hem SPKn. 49. madde çerçevesinde cezai kovuşturma işlemlerini başlatma hem de idari para cezası kesme yetkisi SPK'nın yargısal yetkilere de sahip olduğunu göstermektedir.

⁵⁶⁴ SPK zorunlu çağrı yapılacağı bilgisinin kamuya duyurulmadan kullanılmasının içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu oluşturacağı görüşündedir. Bu konuda bkz. §9 III H.

Dolayısıyla kontrol değişikliği hukukunun düzenlenmesinden, uygulanması, denetim ve konu ile ilgili cezai kovuşturma başlatılmasına kadar her alanında Sermaye Piyasası Kurulu'nun belirleyici bulunması bakımından, kontrol değişikliği konusunun incelenmesi için SPK'nın idari yapı, görev ve yetkilerinin incelenmesi gerekli olacaktır.

II. SPK Teşkilat ve Organları

A. Genel Olarak

Sermaye Piyasası Kurulu, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuş, Kanunun kendisine verdiği görev ve yetkiler çerçevesinde karar almaya yetkili bir kamu tüzel kişisidir.⁵⁶⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, bir kamu kurumu olmakla birlikte idari ve mali özerkliğe sahiptir.⁵⁶⁶ Özerklik, kamu kuruluşunun yürüttüğü faaliyet ve hizmetler ile ilgili olarak alacağı kararlarda emir ve talimata tabi olmaması ve harcamalarını karşılamak üzere kendi bütçesi olması anlamına gelmektedir.⁵⁶⁷ Bu anlamda Sermaye Piyasası Kurulu'nun bir bağımsız idari otorite olduğu kabul edilmektedir.⁵⁶⁸ Kanunda SPK'nın özerk olduğu belirtilmiş olmasına karşın, yetkilerini kullanıp işlevlerini gerektiği şekilde yerine getirebilmesi için özerkliğin, kanunda yer alan hükümlerle güvence altına alınmış olması gerekir.⁵⁶⁹ Aşağıda ayrıntılı olarak açıklanacağı üzere yedi kişiden oluşan Sermaye Piyasası Kurulu üyelerinin dördü bakanlıklar tarafından önerilecek, diğer üçü ise Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği tarafından önerilecek üyeler arasından Bakanlar Kurulunca seçilmektedir.⁵⁷⁰ Sermaye Piyasası Kurulu'nun idari teşkilatının başında olan Kurul Başkanı'nın⁵⁷¹ da doğrudan Bakanlar Kurulu tarafından atandığı dikkate alındığında SPK'nın iktidardan bağımsızlığının özel hükümlerle desteklenmesinin gerekliliğinden kuşku duyulmamaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'na 4487 sayılı Kanun ile yapılan değişiklikle Kurul üyelerinin altı yıllık görev süreleri sona ermeden görevden alınmayacağı esası benimsenmiştir. Söz

⁵⁶⁵ Danıştay İdari Dava Daireleri Genel Kurulu (DİDDGK) 17.04.1998, E.1998/355, K.1998/277 (D.D.,Yıl 29,Sayı 98,1999); bu konuda bkz. Aydın Akgül, Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi, Beta Basım A.Ş., Ocak 2008, İstanbul, s. 66. SPK'nın hukuki niteliği için bkz. Melikşah Yasin, Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri, Seçkin Yayıncılık San. Tic. A.Ş., Ankara, 2002, s. 152 vd.

⁵⁶⁶ SPKn md.17.1. SPK Teşkilat Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği md. 8/1.

⁵⁶⁷ Akgül, s. 64-67.

⁵⁶⁸ Akgül, s. 66.

⁵⁶⁹ Akgül, s. 55.

⁵⁷⁰ SPKn. md.18/1.

⁵⁷¹ SPK Teşkilat Görev ve Çalışma Esasları Yönetmeliği md. 12/2.

konusu hükmün, Kurul üyelerinin bağımsızlığının bir güvencesi olarak getirilmiş olduğu ifade edilmiştir.⁵⁷²

SPK, yedi kişiden oluşan bir karar organı ve başında aynı zamanda Kurul başkanlığını da yapan başkanın bulunduğu idari teşkilattan oluşmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'nda Rekabet Kurulu ve Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu'nda olduğu gibi karar organını ifade eden “Kurul” ve idari teşkilatı ifade eden “Kurum” gibi bir ayrıma yer verilmemiştir.⁵⁷³ Genel olarak “Sermaye Piyasası Kurulu” veya “Kurul” ibaresi bir ayırım söz konusu olmadan hem karar organı hem de idari teşkilat için kullanılmaktadır. Biz özellikle SPK karar organını ifade etmek için “Kurul” veya “Kurul Karar Organı” terimlerini kullanmayı tercih ediyoruz.

B. SPK Karar Organı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun karar organı olan Kurul, ilgili Bakanlıklar, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği tarafından önerilecek kişiler arasından Bakanlar Kurulu kararıyla atanacak yedi üyeden oluşur. Bakanlar Kurulu, adaylardan birini başkan olarak atar. Kurul, Başkanın teklifi ile üyelerinden birini ikinci başkan olarak seçer. İkinci başkan, başkanın görevde olmadığı zamanlarda başkana vekalet eder.⁵⁷⁴ Kurul, Başkan dahil en az beş üyenin hazır bulunması ile toplanır ve salt çoğunlukla karar verir.⁵⁷⁵

Kurul başkan ve üyelerinin görev süreleri altı yıldır. Başkan dışındaki diğer üyelerin üçte biri iki yılda bir yenilenir. Üyelerin üçte birinin iki yılda bir yenilenmesinin amacının tüm üyelerin aynı anda değişmesine engel olarak, böylece Kurulun çalışmalarında bir devamlılığın sağlanması olduğu anlaşılmaktadır.⁵⁷⁶

⁵⁷² Doktrinde söz konusu güvenceden (4487 sayılı Kanun ile getirilen değişiklikten) önce SPK'nın bağımsız idari otorite olmadığı, bu değişiklik sonrası ise bu niteliği taşımaya başladığı ileri sürülmüştür. Ali Ulusoy, Bağımsız İdari Otoriteler, s. 64, (Naklen: Akgül, s. 67).

⁵⁷³ Bu konudaki eleştiri için bkz. Akgül, s. 67-68.

⁵⁷⁴ SPKn. md. 17/2 ve 18.

⁵⁷⁵ SPKn. md. 23/1.

⁵⁷⁶ Bu hususta bkz. Akgül, s. 73.

Kurul Başkan ve üyelerinin görev süreleri dolmadan görevlerine son verilemez.⁵⁷⁷ Kurul üyelerinin görevden alınabilmesi için; atanmaları için gereken şartları kaybetmiş veya Kanun'un 20. maddesinde yasaklanan işlerde çalışmış olmaları, ticaretle uğraşmaları ve serbest meslek faaliyetlerinde bulunmuş olmaları gerekmektedir. Kurul Başkan ve üyeleri ticari amaçlı ortaklıklarda pay sahibi olamazlar; göreve başlamadan önce maliki oldukları payları ve portföyünde hisse senedi bulunan yatırım fonu katılma belgelerini, üçüncü dereceye kadar kan ve ikinci dereceye kadar sıhri hisim dışındaki kişilere satmak veya devretmek suretiyle elden çıkarmak zorundadırlar.⁵⁷⁸ Edinimi yasak olan paylar, sadece halka açık olan veya halka açık olmasa da halka açılması mümkün olan anonim şirket payları değil, aynı zamanda limited şirket ve kolektif şirket gibi diğer tüm ticaret şirketlerine ilişkin paylardır. Burada edinimi yasak olan sadece hisse ve hisseye yatırım yapan yatırım fonu katılma belgeleridir. Hisse senetleri yasak kapsamında olmakla birlikte borçlanmayı ifade eden sermaye piyasası araçlarına ilişkin bir yasak getirilmemiştir. Bu kapsamda Kurul Başkan ve üyelerinin, tahvile, hazine bonosuna, içinde hisse olmayan yatırım fonu katılma belgelerine, yatırım yapmaları Kanuna göre yasak kapsamında değildir. Kurul üyelerinin Seri:V No.59 Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği hükümlerine göre hisse senedine yatırım yapan portföy yönetimine katılmalarına ilişkin bir kısıtlama da bulunmamaktadır. Ancak yatırım fonu katılma belgelerine ilişkin yasağa kıyasen, hisse senedine yatırım yapan portföy yönetimine katılmalarının da yasak kapsamında değerlendirilmesinin gerektiği düşünülebilir. Aynı şekilde dayanak varlığı hisse endeksi veya bir veya birden fazla hisse olan vadeli işlem ve opsiyonlar ile varantların da yasak kapsamında değerlendirilmesi gerekir. Buna karşın dayanak varlığı hisse endeksi veya bir veya birden fazla hisse olmayan, örneğin dayanak varlığı döviz, altın, pamuk gibi varlıklar olan vadeli işlem, opsiyon ve varantlara yatırımın yasak kapsamında değerlendirilmemesi gerekir. Başkan ve Kurul üyelerinin ticaretle uğraşmaları yasak olduğundan şahıs şirketi veya adi ortaklık suretiyle de ticaret yapamazlar.

⁵⁷⁷ SPKn. md. 19.

⁵⁷⁸ SPKn. md. 20.

Yukarıda sözü edilen yasaklara uymayan SPK Başkan ve üyelerinin görevine son verilebilecektir. Bunlar dışında Başbakan'ın onayı ile atama koşullarının ortadan kalkması ve görevleriyle ilgili olarak işledikleri suçlardan dolayı cezası kesinleşen Kurul Başkan ve üyelerinin görevden alınması mümkündür.

Bağımsızlık ilkesi gereği Kurul Başkan ve üyelerinin görevlerini, kendilerini seçen bakanlık ve diğer kamu kurumlarından bağımsız olarak yerine getirmeleri gerekir. Bu bakımdan Kurul'un aldığı kararların sorumluluğu Kurul'un kendisine aittir. Kurul kararlarına karşı açılacak tazminat davaları doğrudan Kurul'a karşı açılır.

SPK Teşkilat Yönetmeliği'nde Kurul Başkan ve üyelerinin, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili diğer kanunların Kurulu yetkili kıldığı görev ve hizmetlerin zamanında ve tam olarak yerine getirilmemesinden Bakanlar Kurulu'na karşı sorumlu olduğu hükmüne yer verilmiştir.

Kurul Başkan ve üyeleri, kendi işleri için göstermeleri gerekli ve mutad olan dikkat, basiret ve çalışmayı Kurul işlerinde de göstermek zorundadırlar.⁵⁷⁹

Kurul Başkan ve üyeleri Kurul mallarına karşı suç işlemeleri, görevlerini kötüye kullanmaları veya ihmal etmeleri halinde devlet memurları gibi cezalandırılır. Bu konudaki kovuşturmalar genel hükümlere göre yapılır.⁵⁸⁰ Buradaki genel hükümlerden kastın ceza usul kanunu mu yoksa devlet memurlarının yargılanmasına ilişkin kurallar mı olduğu hususu tartışmalıdır. Devlet memurlarının yargılanmasına tabi oldukları görüşü⁵⁸¹ kabul edilirse, Kurul Başkan ve üyelerinin ceza mahkemelerinde yargılanması için Başbakan veya ilgili bakanın izni gerektiği sonucuna varılması gerekir.⁵⁸²

⁵⁷⁹ SPK Teşkilat Yönetmeliği md. 17.

⁵⁸⁰ SPKn. md. 25.

⁵⁸¹ 4483 sayılı Memurlar ve Diğer Kamu Görevlilerinin Yargılanması Hakkında Kanun md.3/e. Bu hususta bkz. Yasin, s. 94.

⁵⁸² Memurlara karşı ceza davası açılabilmesi için izin alınma zorunluluğu ve tazminat davasının kamu görevlisine karşı değil ancak devlete karşı açılabilmesi kuralı 1961 Anayasası'nda varolan bir kural değildi. 1961 Anayasası'na 1971 yılında yapılan değişiklikle bu kural Anayasal bir mahiyet kazanmış ve daha sonra 1982 Anayasası'nda da muhafaza edilmiştir. Kamu görevlisinin tazminat davası açılma riski karşısında kamu hizmetleri ifa ederken çekingen davranacağı ve idareye karşı dava açmanın kamu görevlilerine dava açmaya göre davacı bakımından daha güvenceli olacağı görüşleri ile kamu görevlisine karşı dava açılmaması kuralı savunulmaktadır. Buna karşın böyle bir koruma karşısında kamu görevlisinin hukuka aykırı davranma eğiliminin

Diğer birçok kararında olduğu gibi çağrıya ilişkin Kurul kararları, halka açık şirketler, bunların yöneticileri ve hissedarları üzerinde çok önemli mali sonuçlar doğurabilmektedir. Örneğin zorunlu çağrıda, çağrı muafiyet başvurusunun kabul veya reddolunması, çağrı fiyatının olması gerekenden daha düşük veya yüksek belirlenmesinin taraflar üzerinde çok önemli mali neticeleri olmaktadır. Söz konusu kararlar neticesinde tarafların servetleri artabilmekte veya azalabilmektedir.

Kurul Başkan ve üyelerinin görevlerinin gerektirdiği özeni göstermemeleri, görevlerini kötüye kullanmaları veya ihmal etmeleri neticesinde bir zarar ortaya çıkmışsa Kurul Başkan ve üyeleri bu zarardan sorumlu olacak mıdır? Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kurul Başkan ve üyelerinin mali sorumluluğuna ilişkin özel bir hüküm bulunmamaktadır. Kurul Başkan ve üyeleri kamu görevlisi olarak kabul edildiğinden bu durumda sorumluluklarının Anayasa'nın 129/5 maddesine göre belirlenmesi gerekir.⁵⁸³ Anayasa'nın 129/5. maddesine göre, kamu görevlilerinin görevlerini yerine getirirken işledikleri kusurdan dolayı açılacak tazminat davaları kendilerine rücu edilmek kaydıyla ancak idare aleyhine açılabilir. Bu durumda, Kurul Başkan ve üyelerinin görevlerini yerine getirirken işledikleri kusurlar nedeniyle dava, Kurul Başkan ve üyelerine karşı değil, Sermaye Piyasası Kurulu tüzel kişiliğine karşı açılabilir. Ancak Kurul, tazmin ettiği zarar için ilgili görevliye rücu edebilecektir. Buna karşı, Kurul başkan ve üyelerinin kusurları “görev kusuru” değil, “kişisel kusur” olursa bu

artacağı düşüncesiyle kuralı eleştirenler de bulunmaktadır (Bu hususta bkz. Yasin, s. 96). Ayrıca amaç, davacının dava neticesinde alacağı tazminat hakkı için bir güvence sağlamaksa idare ve kamu görevlisinin müteselsil sorumlu olmasının daha yerinde olacağı söylenebilir. Kamu görevlisinin bu şekilde kendisine açılacak davalara karşı korunma sisteminin tarihçesi Fransız Devrimine değin uzanmaktadır. Alexis de Tocqueville, “*Eski Rejim ve Devrim*” adlı eserinde Fransa'da idare mahkemelerinin kurulmasının sebebinin, kralın olağan mahkemelere sözünü geçirememesi ve bu mahkemelerin bağımsızlığından rahatsız olması olduğunu söyler. Almanya gibi ülkelerde olağan mahkemeler hiçbir zaman Fransa'da olduğu kadar bağımsız olmadığından bu tür idari mahkemelerin kurulması söz konusu olmamıştır. Kamu görevlilerinin, önceden kovuşturma izni verilmeksizin olağan mahkemeler önünde yargılanmaması kuralı da devrim sırasında Fransız Anayasası'na girmiştir. Tocqueville, kamu görevlisinin yargılanması için izin sistemi getirilmesinin sonuçlarını şu şekilde ifade etmektedir. “*İki dönem arasındaki tek temel farklılık şudur: Devrim'den önce hükümet yasa dışı ve keyfi önlemlere başvurmaksızın memurlarını, koruyamayabiliyordu. O zamandan beri ise onların yasaları çiğnemelerine yasal olarak izin verebilmiştir.*” (Bkz. Alexis de Tocqueville, *Eski Rejim ve Devrim*, Çeviren: Turhan Ilgaz, 2. Bs., İmge Kitabevi, 2004, s. 119.)

⁵⁸³ Bu hususta bkz. Yasin, s. 94.

durumda Kurul Başkan ve üyeleri hakkında adli yargıda tazminat davası açılabilecektir.⁵⁸⁴

C. SPK İdari Teşkilatı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun faaliyetleri Başkan'a bağlı olarak çalışan bir yürütme teşkilatı tarafından yürütülür.⁵⁸⁵ Kurul başkanı karar organının olduğu gibi yürütme teşkilatının da başıdır. Başkan dışındaki Kurul üyeleri, yürütme teşkilatının çalışmalarına müdahale edemeyecekleri gibi, çalışanlara da emir ve talimat veremezler.⁵⁸⁶

SPK yürütme teşkilatı (1) Başkan (2) Başkan Yardımcıları ve (3) Hizmet Birimleri'nden oluşmaktadır. SPK Başkanı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun en üst amiri olup, SPK'nın genel yönetim ve temsilinden sorumludur.⁵⁸⁷

SPK başkan yardımcıları, Kurul başkanı tarafından verilen görevleri yerine getirir. Kurul Başkan yardımcılara bağlı olan hizmet birimlerini belirlemek Başkan'ın yetkisindedir.⁵⁸⁸ SPK hizmet birimleri ise şöyledir: (1) Denetleme Dairesi Başkanlığı, (2) Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı, (3) Aracılık Faaliyetleri Dairesi Başkanlığı, (4) Kurumsal Yatırımcılar Dairesi Başkanlığı, (5) Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi Başkanlığı, (6) Araştırma Dairesi Başkanlığı, (7) Muhasebe Standartları Dairesi Başkanlığı, (8) Bilgi İşlem İstatistik ve Enformasyon Dairesi Başkanlığı, (9) Hukuk İşleri Dairesi Başkanlığı, (10) İdari ve Mali İşler Dairesi Başkanlığı, (11) Kurumsal İletişim Dairesi Başkanlığı (12) Strateji Geliştirme Dairesi Başkanlığı. Her hizmet biriminin başında bir daire başkanı bulunur. Daire başkanı, kendi hizmet biriminin SPK Başkanı adına genel yönetimi ve temsilinden sorumludur.

Halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımını, birleşme ve çağrı ile ilgili başvurularının muhatabı hizmet birimi olarak Kurumsal Finansman Dairesi'dir. Kurumsal Finansman Daireleri başvurulara ilişkin hazırladığı raporları Kurul'a

⁵⁸⁴ Görev kusuru ve kişisel kusur ayrımı için bkz. Sıddık Sami Onar, İdare Hukukunun Umumi Esasları, C. II, 3. Bs., İstanbul, 1966, s. 1204-1205.

⁵⁸⁵ SPK Teşkilat Yönetmeliği md. 12.

⁵⁸⁶ SPK Teşkilat Yönetmeliği md. 15.

⁵⁸⁷ SPK Teşkilat Yönetmeliği md. 26.

⁵⁸⁸ SPK Teşkilat Yönetmeliği md. 27.

sunmakta ve sözü edilen başvurular nihai olarak Kurul karar organı tarafından karara bağlanmaktadır.

III. SPK'nın Görev ve İşlemleri

A. Genel Olarak

Sermaye Piyasası Kurulu'nun başlıca görevleri sermaye piyasası alanını ve faaliyetlerini düzenlemek, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarını ve bunları ihraç eden kuruluşları kayda almak, gerekli izin ve başvuru dosyalarını sonuçlandırmak, sermaye piyasası faaliyet ve işlemlerini denetlemektir.

SPK'nın yukarıda belirtilen görevleriyle ilgili tüm kararların nihai olarak Kurul tarafından alınması gerekmektedir.⁵⁸⁹ SPK hizmet birimini oluşturan daireler tarafından hazırlanan raporlar Kurul karar organına sunulur ve Kurul karar organı tarafından karara bağlanır. Bu kapsamda, sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeler, ihraç ve halka arz edilecek menkul kıymetlerin kayda alınması, halka açık anonim şirketlerin ana sözleşme değişiklikleri, çağrı ile ilgili başvurular, sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin izinlerin verilmesi, yapılan denetimlerin sonuçları hakkında kararlar nihai olarak Kurul'un karar organı tarafından alınmaktadır.

SPK, düzenleyici işlem yapma yetkisini yönetmelikler ve genel olarak konuları bakımından on iki seriye ayırdığı tebliğlerle kullanmaktadır. SPK, tebliğlerini şu şekilde sınıflandırmıştır: Seri:I hisselerin ihraç ve halka arzına; Seri:II ve Seri:III hisse dışındaki sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzına; Seri:IV menkul kıymetleri halka arz olunan anonim ortaklıklara ilişkin hususlara; Seri:V aracılık faaliyetlerine ve aracı kuruluşlara; Seri:VI yatırım ortaklıklarına; Seri:VII yatırım fonlarına ve Seri:VIII muhtelif konulara; Seri:IX menkul kıymet borsaları; Seri:X bağımsız dış denetlemeye; Seri:XI muhasebe standartları ve Seri:XII tebliğlere ilişkin açıklamalara ayrılmıştır.

İsteğe bağlı ve zorunlu çağrı, vekaleten oy kullanılması ve çağrı yoluyla vekalet toplaması, birleşme ve bölünme halka açık anonim ortaklıklara ilişkin düzenlemeler olması bakımından Seri:IV tebliğleri içinde, (sırasıyla Seri:IV No.44, Seri:IV No.8 ve Seri:IV No.31) düzenlenmiştir. Buna karşın kamuyu aydınlatma yükümlülükleri Seri:IV'te değil Seri:VIII No.54 tebliği içinde

⁵⁸⁹ Yasin, s. 106.

düzenlenmiştir. SPK'nın tebliğler ve yönetmelikler dışında genel düzenleyici nitelikteki diğer bir işlemi de Kurul ilke kararlarıdır. Kurul, genel olarak karşılaştığı bir sorunla ilgili olarak o tarihten sonra gerçekleşen ve aynı koşulları taşıyan tüm olaylara uygulanmak üzere bir karar almakta ve bu kararı haftalık bültende yayımlayarak kamuoyuna duyurmaktadır. Kurul ilke kararları, Kanun ve tebliğler içinde düzenlenmeyen hususlarda Kurulun uygulayacağı kuralları göstermekte ve aksi Kurul tarafından duyuruluncaya kadar bağlayıcı nitelik taşımaktadır.

Kurul, ayrıca kendisine yapılan başvurular veya yapılan denetimler sonucu hazırlanan raporlar ile ilgili olarak sadece ilgili tarafı veya tarafları etkileyen birel kararlar da almakta ve bu kararları da haftalık bülteninde yayınlamaktadır. Söz konusu kararlar gerekçeli olarak yayımlandığı sürece mahkeme içtihatları gibi uygulamayı yönlendiren kararlar olarak sermaye piyasası hukukunun kaynakları arasında yer almaktadır.⁵⁹⁰

SPK Teşkilat Yönetmeliği'ne göre Kurul'un "değerlendirme komitesi", "mevzuatı geliştirme ve planlama komitesi" ve "icra komitesi" adı altında çalışma komiteleri mevcuttur. Ancak, söz konusu komiteler kurulmuş olsa da bu komitelerin yaptıkları çalışmalar da nihai olarak Kurul Karar Organı tarafından karara bağlanmaktadır.⁵⁹¹ Bu anlamda SPK'nın düzenleme yapma işlevleri (yasama), düzenlemeleri uygulama (yürütme) ve düzenlemelerine aykırı davranışlar hakkında idari para cezası verme veya cezai kovuşturma başlatılmasını isteme (denetleme ve yargılama) işlevleri yedi kişiden oluşan tek bir Kurul tarafından yerine getirilmiş olmaktadır.

İngiltere'de kontrol değişikliğini düzenleyici otoritesi olan Panel, düzenlemeleri yapan Code Komitesi (Code Committee) ve Panel idari teşkilatının kararlarına karşı itirazları inceleyen ve disiplin soruşturmalarını gerçekleştiren Soruşturma Komitesi (Hearing Komitesi) olarak iki ayrı komiteden oluşmakta ve her komite kendi kararlarını kendisi almaktadır. Ayrıca soruşturma komitesi kararlarına karşı itirazı değerlendiren ve yüksek yargı mensuplarından oluşan bir üst kurul

⁵⁹⁰ SPKn. md. 22/son.

⁵⁹¹ Bkz. Yasin, s. 106.

(Takeover Appeal Board) mevcuttur. ⁵⁹² İngiltere’de Panel düzenleme, yürütme ve yargılama fonksiyonlarını ayırmaya çalışırken SPK sisteminde böyle bir ayrıma gidilmediği söylenebilir.

Yedi üyeden oluşan Kurul, Başkan dahil en az beş üyenin katılımı ile toplanır ve salt çoğunlukla karar verir. ⁵⁹³ Kurul toplantıları gizlidir. Görüşlerini bildirmeleri istenen ilgili SPK Başkan yardımcıları, daire başkanları ve meslek personeli dışında hiç kimse toplantıya katılamaz. Kurul kararları, toplantıya dışarıdan katılanların yanında alınmaz.

İngiltere’de Panel Soruşturma Komitesi’nin toplantılarına ise ilgili taraflar, tarafların danışmanları ve avukatları katılabilmektedir. Ayrıca tarafların gerekli görmesi halinde Başkanın izniyle tanık dahi dinletilebilmektedir. ⁵⁹⁴

Gerek Sermaye Piyasası Kanunu, gerekse SPK Teşkilat Yönetmeliği’nde SPK kararlarına karşı özel bir itiraz yolu düzenlenmemiştir. Maddi hata gibi istisnai durumlar dışında SPK’nın vermiş olduğu kararlardan dönmesi de rastlanırlar bir durum değildir. Dolayısıyla ilgili taraflar, bir konu hakkında görüşünü açıklamadan SPK tarafından verilmiş bir kararla karşı karşıya kalabilmektedir. Bu durumda söz konusu kişilerin idari yargıya başvurmak dışında başka bir seçenekleri kalmamaktadır. Kararın kamuya duyurulmasından önce ilgili taraflara tebliğ edilmesi ve tarafların varsa itirazlarının değerlendirilmesinin, kararların her türlü görüş alındıktan sonra daha sağlıklı verilmesi ve böylece gereksiz yere çıkabilecek uyuşmazlıkların önlenmesi bakımından faydalı olacağı kanaatini taşımaktayız.

B. SPK’nın Özel Hukuk İlişkilerine Dair Düzenleme Yapma ve Karar Almasının Sonuçlarının İrdelenmesi

SPK düzenlemelerinin ve kararlarının çok önemli bir özelliği, sadece idare ile gerçek veya tüzel kişiler arasındaki ilişkiyi değil, bazı durumlarda iki özel veya

⁵⁹² Bkz. §5 II A 2.

⁵⁹³ SPKn. md. 23/1.

⁵⁹⁴ Bkz. §5 II A 3.

tüzel kişi arasındaki hukuki ilişkiyi doğrudan etkileyebilecek nitelik taşımalarıdır. Örneğin, Seri:IV No.44 Tebliği içinde zorunlu çağrı yükümlülüğünün düzenlenmesi, yönetim kontrolünü ele geçiren kişi veya kişiler ile şirket hissedarları arasında ilgili kanunlarda (Sermaye Piyasası Kanunu, Türk Ticaret Kanunu ve Borçlar Kanunu'nda) düzenlenmemiş bir hukuki ilişki kurulması neticesini doğurmaktadır. Her ne kadar Sermaye Piyasası Kanunu'nu SPK'ya yönetim kontrol değişikliğinde küçük yatırımcıyı koruma (SPKn. md.16/A) ve çağrı yükümlülüğü getirme hususunda düzenleme yapma yetkisi (SPKn. md.22/1 (i)) vermiş olsa da böyle bir yükümlülüğün getirilip getirilmemesine; getirilmiş ise çağrı fiyatının nasıl belirleneceği, hangi hallerde çağrı yükümlülüğünden muafiyet tanınacağı gibi taraflar arasında yeni borç ilişkisi doğuran önemli haklar ve yükümlülükler getiren hükümler kanunla değil bir idari kuruluş olan Sermaye Piyasası Kurulu'nun idari düzenleyici işlemleriyle getirilmiş olmaktadır.

İki özel hukuk kişisi arasındaki hukuki ilişkinin bu şekilde idari işlem ile düzenlenmesi önemli hukuki tartışmaları da beraberinde getirmektedir.

İlk olarak tartışılması gereken husus, SPK'nın bu şekilde özel hukuk kişileri arasında kanunlarda yer almayan yeni bir borç ilişkisi tesis etmesi veya kanunlarda mevcut olan özel hukuk ilişkilerini değiştirici nitelikte düzenleme yapmasının Anayasa'ya aykırılık teşkil edip etmeyeceğidir.⁵⁹⁵ Anayasa'nın 7. maddesine göre, yasama yetkisi Türkiye Büyük Millet Meclisi'nindir. Bu yetki devredilemez. Anayasa'nın Yönetmelikler başlıklı 124. maddesinde ise idarenin düzenleme yetkisinin sınır ve kapsamı şu şekilde belirlenmiştir. "Başbakanlık, bakanlıklar ve kamu tüzel kişileri kendi görev alanlarını ilgilendiren kanunların ve tüzüklerin uygulamasını sağlamak üzere ve bunlara aykırı olmamak şartıyla yönetmelikler çıkarabilir." Yine Anayasa'nın 35. maddesinde mülkiyet hakkı temel haklar arasında sayılmış ve bu hakkın ancak kanunla sınırlanabileceği ifade edilmiştir.

⁵⁹⁵ Doktrinde kamu hukuku kurallarından oluşan Sermaye Piyasası Kanunu'nda gerçek ve/veya tüzel kişiler arasındaki hukuk ilişkisini düzenleyen kurallara yer verilmesinin hukuk metodolojisine aykırı olacağı savunulmuştur. (Bkz. Erdoğan Moroğlu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, Makaleler, 2. Bs., Beta Yayınları, İstanbul, 2001, s. 283.) Ancak SPK'nın Kanunun verdiği yetki çerçevesinde bu tür özel hukuk ilişkisini tebliğ ile düzenlemesi hususuna ise değinilmemiştir.

İdarenin düzenleyici işlem yapma yetkisi konusunda Anayasa Mahkemesi'nin vermiş olduğu kararlar, bu konudaki sınırları çizmiştir.⁵⁹⁶

*“Anayasa'nın 7. maddesinde, yasama yetkisinin TBMM'ce kullanılacağı ve devredilemeyeceği kurala bağlanmıştır. Bu kural karşısında, Anayasa'da yasayla düzenlenmesi öngörülen konularda yürütme organına genel ve sınırları belirsiz bir düzenleme yetkisinin verilmesi olanaklı değildir. Yürütmenin düzenleme yetkisi, sınırlı, tamamlayıcı ve bağımlı bir yetkidir. Bu nedenle, Anayasa'da öngörülen ayırık durumlar dışında, yasalarla düzenlenmemiş bir alanda, yasa ile yürütmeye genel nitelikte kural koyma yetkisi verilemez. Yürütme organına düzenleme yetkisi veren bir yasa kuralının Anayasa'nın 7. maddesine uygun olabilmesi için temel ilkeleri koyması, çerçeveyi çizmesi, sınırsız, belirsiz, geniş bir alanı yürütmenin düzenlemesine bırakmaması gerekir. Temel kuralları koymadan, ölçüsünü belirlemeden ve sınırı çizmeden yürütmeye düzenleme yetkisi veren kural, Anayasa'nın 7. maddesine aykırı düşer.”*⁵⁹⁷

“Yürütmeye yetki gücünü veren kurallara Anayasa'nın kimi maddelerinde yer verilmiştir. Bunlar, düzenleme alanında olağanüstü durumlar ve sıkıyönetim süresince Cumhurbaşkanının başkanlığında toplanan Bakanlar Kurulu'nun sözü edilen durumların gerekli kıldığı konularda KHK çıkarmak (m. 121, 122); Bakanlar Kurulu'nun vergi, resim, harç ve benzeri malî yükümlülüklerin muafık, istisnalar ve indirimleriyle oranlarına ilişkin hükümlerde yasanın belirlediği yukarı ve aşağı sınırlar içerisinde değişiklik yapmak (m. 73); dış ticaretin ülke ekonomisinin yararına olmak üzere düzenlenmesi amacıyla, ithalat, ihracat ve dış ticaret işlemleri üzerine vergi ve benzeri yükümlülükler dışında ek malî yükümlülükler koymak ve kaldırmaktan (m. 167) ibarettir. Yürütmenin tüzük ve yönetmelik çıkarmak gibi klasik düzenleme yetkisi, idarenin yasallığı ilkesi çerçevesinde sınırlı ve tamamlayıcı bir yetkidir. Bu bakımdan, Anayasa'da belirlenen yukarıdaki ayırık durumlar dışında, yasalarla düzenlenmemiş bir alanda yürütme organının subjektif (öznel) hakları etkileyen bir kural koyma

⁵⁹⁶ Bu konuda bkz. Yasin, s. 190.

⁵⁹⁷ AYM, 1993/5 E., 1993/25 K., Karar Günü: 6.7.1993, RG. Tarih-Sayı: 25.02.1995-22213.

yetkisi bulunmamaktadır. Yürütme organının yasa ile yetkili kılınmış olması da yasayla düzenleme anlamına gelmez.” ⁵⁹⁸

Yukarıda verilen Anayasa Mahkemesi kararları da dikkate alındığında SPK'nın özel hukuk ilişkisi yaratan veya mevcut özel hukuk ilişkilerini değiştiren düzenleyici işlemlerinin, kanunda kendisine verilen yetkiye uygun olsa da Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kurul'a bu tür yetki veren bir hükme yer verilmesinin Anayasa'nın 7., 35. ve 124. maddeleri ile bağdaştığını söylemek biraz güçtür.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun ABD düzenlemelerinden etkilenecek bir çerçeve kanun olarak düzenlendiği ve kanunda çizilen çerçevenin içinde ABD'deki sermaye piyasalarını düzenleyici ve denetleyici otorite olan SEC'nin muadili olan Sermaye Piyasası Kurulu tarafından doldurulmasının söz konusu olduğu belirtilmektedir. ⁵⁹⁹ Bununla birlikte ABD'deki aynı konuyu düzenleyen 1934 Securities Exchange Act hükümlerine bakıldığında konuların Türk Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kıyas kabul edilmeyecek ölçüde kapsamlı olduğunu ve oldukça kapsamlı düzenlemeler içinde belirli konularda SEC'ye düzenleme yapma yetkisi verildiğini belirtmek gerekir. Buna rağmen SEC'nin oyda imtiyazlı pay çıkarılmasına yönelik bir kararı, bu konuda SEC'nin bir yetkisinin olmadığı gerekçesiyle ABD mahkemeleri tarafından iptal edilmiştir. İngiliz hukukunda yönetim kontrol değişikliği, 2006 yılına kadar kanunlar içinde değil Panel tarafından yürürlüğe konulan, piyasa ve yargının desteğiyle etkin bir şekilde uygulanan ve gücünü yasadan almayan kurallarla düzenlenmiştir. Ancak 2006 yılında AB Direktifi'ne uyum sağlama zorunluluğu nedeniyle söz konusu düzenlemeler, Şirketler hukuku içine dahil edilerek yasal statüye sahip olmuştur.

Yazılı olmayan hukuk kuralları ile içtihatların hukuki ilişkilerin belirlenmesinde çok önemli rol oynadığı Anglo Sakson hukukunda dahi konu çok ayrıntılı bir şekilde kanun hükümleriyle düzenlenmişken, anılan Türkiye Cumhuriyeti Anayasa hükümleri de göz önüne alındığında böyle önemli bir hukuki ilişkinin mutlaka kanun içinde ve ayrıntılı olarak düzenlenmesi gerektiği kanaatine

⁵⁹⁸ AYM, 1994/70 E., 1994/65-2 K., Karar Günü: 22.12.1994, RG Tarih-Sayı: 28.01.1995-22185.

⁵⁹⁹ Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 142-143.

varmaktayız. Konunun kanunla düzenlenmesi hususu ayrıca AB Direktifi'ne uyum sağlanmasına da olanak sunacaktır.⁶⁰⁰ Bu sorunlara aşağıda zorunlu çağrıya ilişkin bölümde yer verilecektir.

⁶⁰⁰ Bu konuda bkz. Abuzer Kendigelen, Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinin Hukuki Sonucu (Yaptırımı) Prof. Dr. Çetingil ve Kender'e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı, 2007, s. 827.

§ 8. Yönetim Kontrol Değişikliği Düzenlemelerine Tabi Şirketler

I. Genel Olarak

Sermaye Piyasası Kurulu'nun çağrı ve zorunlu çağrıyı düzenleyen Seri:IV No. 44 Tebliği hükümleri tüm halka açık anonim ortaklıklara uygulanmaktadır.⁶⁰¹ Tebliğ halka açık şirketler içinde borsada işlem gören veya görmeyen şeklinde bir ayırım yapmamıştır. Bu sebeple Tebliğ hükümleri ister borsada işlem görsün isterse görmesin Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan tanım içine giren tüm halka açık anonim şirketlere uygulanmaktadır.

Diğer yandan, zorunlu çağrı sadece belirli bir yöntemle değil hangi yöntemle yapılırsa yapılsın bir şirketi yönetim kontrolünün el değiştirmesi durumunda uygulanmaktadır. Bunun neticesi olarak halka açık anonim ortaklık ile ilgili zorunlu çağrının doğmasına sebep olabilecek yöntemlerin tümü, kontrol değişikliği ile ilgili olduğu sürece yönetim kontrolü düzenlemelerine tabi olacaktır.

Yönetim kontrol değişikliğini etkileyen yönetim kurulu üyelerinin seçimi, imtiyazlı paylar,⁶⁰² nama yazılı paylar⁶⁰³ gibi birçok hukuki düzenleme Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenmiş olsa da yönetim kontrolü değişikliğinde hissedarlara, yönetim kuruluna ve şirkete bir yükümlülük veya hak sağlayan bir düzenlemeye Türk Ticaret Kanunu'nda yer verilmemiştir.

Bu bakımdan halka açık olmayan şirketler için bu konuda özel bir hukuki düzenleme bulunmamaktadır. Örneğin ortak sayısı 10 kişi olan bir şirkette yönetime hakim ortak kontrol hisselerini bir üçüncü kişiye devrettiğinde yönetim dışı ortaklar eski ve yeni kontrol sahibine karşı ileri sürebilecekleri bir hakka

⁶⁰¹ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 3/1'da "ortaklık" kısaltması ile halka açık anonim ortaklıkların ifade edildiği belirtilmiştir.

⁶⁰² Bkz. Abuzer Kendigelen, Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1999, s. 181 vd.

⁶⁰³ Bkz. Poroy/Tekinalp, Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, s. 57 vd.

sahip değillerdir. Bu tür şirketlerde, ortaklar arasında yapılan ortaklık sözleşmelerine (shareholders agreement) bir tarafın hisselerini üçüncü kişilere devretmesi halinde diğer tarafa da hisselerini aynı koşullarla satma hakkı veren hükümlere yer verilmek suretiyle kontrol değişikliğine karşı taraflar kendilerini koruma altına almaya çalışmaktadırlar. Örneğin, hakim durumda olsun veya olmasın bir hissedarın hisselerini üçüncü bir kişiye satması durumunda diğer hissedarlara da hisselerini aynı koşullarda devretme hakkı veren bir sözleşme hükmü⁶⁰⁴ hissedarlara zorunlu çağrıya benzer bir koruma sağlayacaktır.

Bunun dışında özellikle banka, aracı kurum ve finans şirketleri gibi kuruluşu ve faaliyete geçmesi SPK, BDDK gibi kamu otoritelerinin iznine tabi şirketlerde belirli oranın üzerinde, özellikle yönetim kontrolünün bir başka kişiye geçmesine sebep olacak hisse devirleri, ilgili kamu otoritesinin iznine tabi tutulmaktadır. Ancak sözü edilen düzenlemelerdeki amaç, sermaye piyasası hukukunda olduğu gibi, yönetim kontrolü dışındaki hissedarların korunması değil, belirli alanlarda faaliyette bulunması uygun görülmeyen, risk yaratabilecek kişilerin bu alanlara girmesine engel olunmasıdır.

Türkiye’de İngiltere’de olduğu gibi yönetim kontrolüne ilişkin düzenlemeler halka açık şirketlerin tümüne uygulanırken, AB Direktifi’nin zorunlu çağrıya ilişkin düzenlemelerinin sadece hisseleri bir borsa veya bir organize piyasada işlem gören şirketlere uygulanması öngörülmüştür. AB Direktifi, üye ülkeleri Direktif’teki yükümlülüklerden daha sıkı olan koşullar getirme konusunda serbest bırakmış olduğundan burada AB Direktifi ile bir uyumsuzluk söz konusu değildir.

Kanaatimizce, Türk hukukunda da İngiltere’de olduğu gibi borsada işlem görenler dışındaki halka açık şirketlerin de düzenlemenin kapsamı içine alınması olumlu olmuştur.⁶⁰⁵ Zira hisseleri borsada işlem görmeyen bir şirketin hissedarları, yönetim kontrol değişikliğinde arzu etmedikleri bir yönetim ile karşı karşıya kaldıklarında hisselerini herhangi bir şekilde satma imkânından yoksun

⁶⁰⁴ Ortaklık sözleşmelerinde (shareholders agreement) yer alan bir hissedara hisselerini diğer hissedarların hisselerini sattığı koşullarla satma hakkı sağlayan hükme “tag along right” adı verilmektedir. Buna karşın bir hissedara, kendi hisselerini satarken diğer hissedarların da hisselerini kendi hisselerini sattığı kişiye satmaya zorlama hakkı veren hükme ise “drag along right” adı verilmektedir.

⁶⁰⁵ Aynı yöndeki görüş için bkz. Kolcuoğlu, s. 40 vd.

kalabilirler. Dolayısıyla, hisseleri borsada işlem görmeyen şirketlerin hissedarları için, kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemelerden, özellikle kontrolü ele geçiren kişinin diğer hisseleri satın alma yükümlülüğüne ilişkin hükümlerden yararlanmak borsada işlem gören şirketlere göre daha da önemlidir.

II. Halka Açık Anonim Ortaklıklar

A.Genel Olarak

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3 (g) maddesi hükmüne göre, halka açık anonim ortaklık, hisse senetleri “halka arz edilmiş olan” veya “halka arz edilmiş sayılan” anonim ortaklıktır.⁶⁰⁶ Bu hükümden de anlaşılacağı gibi Sermaye Piyasası Kanunu'na göre bir şirketin halka açık anonim ortaklık tanımına girmesi için bu şirketin hisse senetlerinin ya “halka arz edilmiş” olması ya da “halka arz edilmiş sayılması” gerekmektedir.

Hisse senetleri halka arz edilmiş olan ya da halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık kabul edilir ve bu ortaklıklar Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde SPK tarafından yapılan düzenlemelere, bu arada yönetim kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemelere tabi olur. Bir şirketin halka açık şirket haline gelmesi halinde SPK bu şirketlerin kaydını tutar.⁶⁰⁷

Anonim ortaklıklar, hisselerinin halka satıldığını, halka açık anonim ortaklık statüsünü kazandıklarını öğrenmeleri durumunda bu durumu, otuz gün içinde SPK'ya bildirmekle yükümlü tutulmuştur.⁶⁰⁸ Şirketlerin bu şekilde yaptıkları bildirim dışında SPK, bir şirketin halka açık olduğunu kendi yaptığı tespitlere ya da hissedarlar veya üçüncü kişilerden gelen ihbar ya da şikayetler neticesinde belirleyebilir. SPK kendisine yapılan, şirketin halka açık olduğunu ifade eden

⁶⁰⁶ Kanunun 3 (h) maddesine göre, menkul kıymet ihraç ve halka arz edilebilecek şirket türü sadece TTK'da düzenlenmiş olan anonim şirketlerdir. Anonim şirket dışındaki şirketlerin paylarını halka arz etmesi mümkün değildir. Bu bakımdan halka açık şirketler, sadece anonim şirket olarak kurulmuş veya sonradan anonim şirkete dönüşmüş şirketler olmaktadır.

⁶⁰⁷ SPKn. md. 11 f.2.

⁶⁰⁸ SPKn. md. 11 f.2. Kanun, halka açık anonim ortaklık statüsünün kazanıldığının bildirilmesinde ilgili şirketi sorumlu tutmuş, ancak hisselerini halka satan şirket hissedarlarına böyle bir yükümlülük getirmemiştir. Oysa hisselerin hissedarlar tarafından satışından şirket ancak sonradan haberdar olabileceğinden satışı yapan hissedar için de bir yükümlülük getirilmiş olması daha uygun olurdu.

bildirim ile bağılı değildir. Yaptığı incelemede şirketin halka açık olmadığı sonucuna varırsa şirketi Kurul kaydına almayabilir.

SPK'nın bir şirketi Kurul kaydına almasının, şirketin halka açık hale gelmesi bakımından kurucu bir işlem olarak kabul edilip edilmemesi tartışılması gereken bir husustur. Yani bir şirket Kanunda halka açık anonim ortaklıklar için aranan şartları taşıyor, ancak bu durum henüz SPK tarafından tespit edilmemiş ve bu yüzden kayda alınmamışsa, bu şirket halka açık anonim ortaklıklara özgü kurallara tabi olacak mıdır? Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK mevzuatında bu hususa ilişkin bir açıklık bulunmamaktadır. Kanaatimizce, bir şirket, Kanunda "halka açık anonim ortaklık" için aranan şartları taşıyorsa SPK tarafından kayda alınmasından önceki dönemde de Kanun hükümlerine tabi olması gerekir. Dolayısıyla kanaatimizce SPK tarafından henüz kayda alınmamış ancak Kanundaki halka açık anonim ortaklık tanımına giren bir şirketin Kurul kaydına alınmasından önceki işlemleri de Kanun hükümlerine tabi olmalıdır. Aynı şekilde bu şirketin hissedarlarının Kanun ve SPK düzenlemelerinde halka açık ortaklık hissedarlarına tanınan haklara sahip olması gerekir. Bu kapsamda, Kanun'daki "halka açık anonim ortaklık" tanımına giren bir şirkette SPK kaydına alınmadan önce meydana gelen yönetim kontrol değişikliklerinin de Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine tabi olması ve anılan Tebliğ'deki şartların oluşması halinde "zorunlu çağrı" yükümlülüğünün de doğması gerekir diye düşünmekteyiz.

B. Halka Açık Anonim Ortaklık Kapsamına Giren Şirketler

1. Hisseleri Halka Arz Edilmiş Anonim Ortaklıklar

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre, hisseleri *halka arz edilmiş* olan anonim ortaklıklar halka açık anonim ortaklıklardır. Hangi durumlarda bir şirketin hisse senetlerinin halka arz edilmiş olduğunu saptamak için ise "halka arz" kavramının tanımına bakılması gerekir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3 (c) maddesinde "halka arz" tanımı yer almaktadır. Buna göre "halka arz", "sermaye piyasası araçlarının satın alınması

için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder.”

Eğer bir şirketin hisselerine ilişkin olarak söz konusu tanımda sayılan hallerden herhangi biri gerçekleşmişse, bu şirketin hisselerinin “halka arz” edilmiş olduğu; dolayısıyla da şirketin halka açık olduğu kabul edilmesi gerekir. Şirketin halka açık kabul edilmesi için bu hallerden birinin meydana gelmesi yeterli olup, hepsinin birden meydana gelmesi gerekmez. Hisselerin “halka arz” edilmesine yol açacak haller aşağıda ayrı ayrı incelenmiştir.

a. Hisse Senetlerinin Satın Alınması İçin Her Türlü Yoldan Halka Çağrıda Bulunulması

Kanuna göre sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmuş olması “halka arz” tanımı kapsamına giren bir işlemdir.

Sermaye piyasası araçları, tüm menkul kıymetleri (hisse senetleri, tahvil ve diğer menkul kıymetler) ve menkul kıymetler dışında kalan diğer sermaye piyasası araçlarını kapsayan en geniş kavramdır.⁶⁰⁹ Bu nedenle bir sermaye piyasası aracı olan hisselerin satışı için yapılan çağrı da “halka arz” kavramına giren bir işlemdir.

Kurulun mevcut düzenlemelerinde hisselerin satışı için yapılacak “çağrının” bir tanımı mevcut değildir. Kurul’un, yürürlükten kaldırılmış olan Seri:I No.21 Tebliği’nde⁶¹⁰ hisse satışı için yapılan çağrı, *çok sayıda, gayrimuayyen kişilere yapılan çağrı* olarak tanımlanmıştır. Çağrı için hala bu tanımdan faydalanılması mümkündür. Çağrının yazılı veya sözlü yapılmasının işlemin çağrı olarak kabulü bu bakımdan bir önemi bulunmamaktadır.⁶¹¹ Halka çağrıda, kullanılan aracın ne

⁶⁰⁹ SPKn. 3 (b).

⁶¹⁰ 19.02.1996 tarih ve 22559 sayılı RG.

⁶¹¹ Çağrı tanımı için bkz. Vural Günel, Sermaye Piyasası Hukuku, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2. Bs., Ankara, s. 23; Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 21; Veliye Yanlı, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirket ve Kamunun Aydınlatılması, Beta

olduğu da önemli değildir. Çağrı, basın, radyo, duvar ilanı veya internet üzerinden yapılabilir, evlere broşür dağıtılabilir. ⁶¹² Çağrı, önceden bilinmeyen “gayrimuayyen” kişilere yapıldığı takdirde “çağrının” gerçek muhatabının kaç kişi olduğu veya neticesinde kaç kişinin bu teklifi kabul ettiği önemli olmamalıdır. Örneğin bir gazeteye verilen ilanda bir anonim şirkete ortak olacak 100 kişinin arandığının belirtilmesi ve neticesinde sadece 20 kişinin ortak olmak için başvurması halinde yapılan işlemin “halka arz” sayılması gerekir. Zira burada önceden bilinmeyen, ilişki içinde bulunulmayan kişiler ortak olmaya çağırılmaktadır. Buna karşın bir kişinin eski okul arkadaşları veya işyeri arkadaşlarından 100 kişiye e-mail vasıtasıyla beraber iş yapmak üzere bir anonim ortaklık kurmak için ortaklık teklif etmesi durumunda söz konusu kişiler önceden belirli ve kişisel ilişki kurulmuş kişiler olduğundan burada bir “halka arz” olmadığı kabul edilmelidir. ⁶¹³ Esas olarak çağrı yapıldığı anda çağrıya muhatap kişilerin bilinen veya bilinmeyen kişiler olup olmadığı kıstası esas alındığında bir kişinin kişisel ilişkisi dışında adreslerini bir yerden temin ettiği çok sayıdaki kişiye e-mail göndermesi halka arz kapsamına girer. Burada çağrının bilinmeyen kişilere yapılmasının önemi, hisse satın almaya davet eden ile davet edilen kişi arasında bir kişisel güven ilişkisinin mevcut olup olmadığı noktasındadır. Eğer taraflar birbirlerini tanıyorlarsa, bunların birlikte iş yapıp yapmamaları hususu aralarındaki ilişkinin niteliğine ve aralarındaki güvene bağlıdır. Eğer bu ilişkide bir sorun çıkarsa sorun sermaye piyasası hukuku çerçevesinde değil, genel hükümlere göre halledilebilecek niteliktedir. Oysa bir kişinin hiçbir ilişkisinin olmadığı, bilmediği kişilere davet yapılmasının, bu şekilde para toplanmasının, özel hukuk alanı dışına taşan, doğrudan, kamu hukukunun bir dalı olan sermaye piyasası hukukunu ilgilendiren bir durum olarak kabul edilmesi gerekir.

Hisse satın almaya çağrı, “halka arz” tanımına giren bir işlem ile gerçekleştiği sürece bu şirketin halka açık anonim ortaklık olarak kabul edilmesi için çağrının kaç kişi tarafından kabul edildiğinin bir önemi olmamalıdır. SPK bir kararında

Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2005, s. 28; Oğuz Kürşat Ünal, Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Nobel Yayın Dağıtım Ltd. Şti., Ankara, 1999, s. 23.

⁶¹² SPK, bir kararında, Ticaret Odası'nın İnternet sitesinde yayınlanan haberlerde halkın şirkete ortak olmaya davet edilmesini halka arz olarak kabul etmiştir. (Bkz. SPK 2004/39 HB'de yayınlanan Almar Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş. kararı).

⁶¹³ Ancak gönderilen e-mail neticesinde ortak sayısının 250'nin üzerine çıkması halinde kurulan şirketin bu kez ortak sayısı bakımından halka açık sayılması gerekecektir.

izinsiz yapılan halka arzda 34 kişinin pay sahibi olmak amacıyla başvurmuş olmasına rağmen şirketin halka açık anonim ortaklık haline geldiğini kabul etmiştir.⁶¹⁴ Bu bakımdan hisse satmak üzere yapılan çağrı, halka arz tanımına giren bir işlem olduğu takdirde, hisse tek bir kişi tarafından satın alınsa bile bu şirket halka açık anonim ortaklık olarak kabul edilecek ve Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi bir şirket haline gelecektir. Ancak bu şekilde kayda giren şirketin mevzuattaki şartları yerine getirmek suretiyle daha sonra Kurul kaydından çıkması mümkün olacaktır.⁶¹⁵

Çağrının “halka arz” olarak kabul edilmesi için davetin mutlaka açık bir şekilde yapılmış olması şart değildir. Hisseleri satın almaya ilişkin çok açık olmayan mesajlar da halka çağrı olarak kabul edilebilmektedir. SPK, bir reklamda “halkı ortaklığa davet edici unsurlar taşınması” ve “holdingi çağrıştırıcı unsurlara yer verilmesi” nedeniyle reklamın halka arz oluşturduğunu kabul etmiş ve bu kapsamda söz konusu işleme izinsiz halka arza ilişkin müeyyideleri uygulamıştır.⁶¹⁶

Şirketi “halka açık anonim ortaklık” statüsüne sokması bakımından halka arzın kimin tarafından yapıldığının bir önemi yoktur. Hissedarların hisse satışı sonucunda alabileceği gibi Sermaye artırımını sırasında ortakların yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen kısıtlanması suretiyle yeni ihraç edilen payların ya da ortakların sahip oldukları mevcut payların halka arz edilmesi neticesinde de bir şirket halka açık hale gelebilir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4. maddesi gereği payların halka arzı için öncelikle SPK kaydına alınmış olması şarttır. Ancak halka arz Kanuna aykırı, yani paylar Kurul kaydına alınmadan yapılmış olsa dahi işlemin geçersiz sayılmaması ve söz konusu halka arz neticesinde şirketin “halka açık anonim ortaklık” statüsünü kazandığının kabul edilmesi gerekir. Aksi yorum, halka arza katılanların Sermaye Piyasası Kanunu'nun tanıdığı haklardan mahrum kalmasına sebep olur.⁶¹⁷

⁶¹⁴ SPK 2000/36 HB'de yayınlanan Organize Holding A.Ş kararı.

⁶¹⁵ SPK kaydından çıkma şartları ile ilgili olarak bkz. §8 III A.

⁶¹⁶ “Bir televizyon kanalının yurtiçi ve yurtdışında Kaldera Holdings Limited Ticaret unvanı altında yayınlanan altın karşılığında rulo kağıt verilmesi konulu reklamın halkı ortaklığa davet edici unsurlar taşınması ...” (Bkz. SPK 2000/22 HB'de yayınlanan Kaldera Holding A.Ş kararı).

⁶¹⁷ Buna karşın halka arza katılanların, halka arz işleminin kanuna aykırı olması sebebiyle haksız fiil veya sözleşmeye aykırılık nedeniyle halka arzı gerçekleştirenlere karşı tazminat talebinde

Burada tartışılması gereken husus, bir şirket ortağının, şirket yönetiminin muhalefetine rağmen şirketi halka açık hale getirip getiremeyeceğidir. Yukarıda belirtildiği gibi, bir şirketin hissedarlarından birinin sahip olduğu hisselerini halka arz etmesi ve bu şekilde şirketi halka açık anonim ortaklığa dönüştürmesi mümkündür. Ancak bunun için, şirket hisselerinin devrine ilişkin ana sözleşmede bir kısıtlama bulunmaması gerekir. Türk Ticaret Kanunu'na göre nama yazılı hisselerin devrini kısıtlayan veya tamamen yasaklayıcı hükümlerin ana sözleşmeye konulması mümkündür.⁶¹⁸ Sözleşmede devri kısıtlayıcı böyle bir hükmün bulunması durumunda ana sözleşmede belirtilen şartlar yerine getirilmiş olmadıkça, pay devri gerçekleşmiş olsa dahi payı devralan şirket hissedarı olma sıfatını kazanmayacaktır.⁶¹⁹ Bu durumda payları devralanlar pay sahipliği sıfatını kazanamadıkları için ortak sayısı 250'nin üstüne çıkmayacak, dolayısıyla şirketin hissedar sayısı bakımından halka açık anonim ortaklık haline dönüşmesi mümkün olmayacaktır. Peki, şirket hisselerinin halka arzının gerçekleşmiş olduğu kabul edilerek bu şirketin halka açık hale geldiği savunulabilir mi? Kanaatimizce ana sözleşme ile hisselerin devrini kısıtlayan ve bu şekilde halka açık hale gelmeye ilişkin bir önlem almış olan şirketi, bir ortağın hisselerini "halka arz" etmesi neticesinde halka açık kabul etmek mümkün değildir. Hisseleri satın alanlar, hisseleri üzerindeki devir yasağından haberdar değilse, paylarını devreden hissedarın devralanları aldatmaya yönelik bir işlem yaptığı sonucuna varmak gerekir. Ancak bu sebeple, şirketin ve diğer hissedarların çıkarlarının aleyhine

bulunması mümkündür. Yargıtay bir kararında, SPK kaydına alınmadan yapılan sermaye artırımının geçersiz sayılmayacağına hükmetmiştir: "*Dairemizin yerleşmiş içtihatlarına göre, TTK'nın 391. ve müteakip maddelerinde düzenlenmiş bulunan esas sermayenin arttırılması işlemlerinde aynı yasanın 392. maddesinin 1. cümlesi yollaması ile anonim şirketin kuruluşuna ait hükümlerin uygulanması gerekmektedir. Anılan maddenin atıfta bulunduğu aynı yasanın 299/5. maddesinde ise kuruluşu tasdik edilen şirketin sonradan butlanı iddia edilemeyeceği hükme bağlandıktan sonra, butlan davasının ise, ancak aynı fıkrada belirtilen koşulların gerçekleşmesi şartına bağlı olarak, sadece şirketten alacaklı olan kişileri ile şirket pay sahiplerince açılabileceği açıkça ve sınırlı olarak saptanmış bulunmaktadır. Kanunun açıkça ve sınırlama getirmek suretiyle getirdiği bu düzenlemenin yorum yoluyla genişletilmesi, anonim şirketlerin bünyesi ile de bağdaştırılması olanağı bulunmadığından, mümkün bulunmamaktadır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda da yukarıda açıklanan hükümlerin dışında ve aksine bir düzenleme getirmediğine göre, halka açık anonim şirketlerde de bu uygulamanın geçerli olacağı kabulü gerekir. O halde, sermaye artırım işlemlerinin butlanla malul olduğu iddiasıyla sermaye artırımını bizzat gerçekleştiren anonim şirketin dava açamayacağı kabulüyle, davanın aktif dava ehliyeti noksanlığı yönünden reddine karar verilmesi gerekirken, bu husus dikkate alınmadan davanın kabulüne karar verilmesi doğru görülmemiş ve kararın bu yönden bozulması gerekmiştir.*" (Yargıtay 11. HD, E. 1987/2859, K. 1987/3563, T. 12.6.1987). Bkz. Kazancı İçtihat Bilgi Bankası.

⁶¹⁸ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 588 vd.

⁶¹⁹ Bu konuda bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 590-593.

sonuç çıkararak, şirketi halka açık bir şirket olarak kabul etmek mümkün olmamalıdır.

b. Halkın Bir Anonim Ortaklığa Katılmaya veya Kurucu Olmaya Davet Edilmesi

Yukarıda (a)'da bir sermaye piyasası aracı olarak hisse senetlerinin satın alınması için her türlü yoldan yapılan çağrının halka arz kavramına girdiği açıklandı. Halka arz kavramı içine giren başka bir durum ise bir anonim şirkete ortak veya kurucu olunmaya davet edilmesine ilişkindir. Anonim şirketlere ortak veya kurucu olunması için de neticede anonim şirket hisse senetlerinin edinimi gerekir. Bu bakımdan yukarıda (a)'da incelenen hisse satın alınmasına çağrı aslında anonim şirkete ortak veya kurucu olmak için davet ile aynı anlama gelmektedir. Anonim ortaklığa kurucu veya ortak olmaya davetin Kanunda ayrı olarak zikredilmesine bir anlam vermek gerekecek midir? Dikkat edilirse yukarıda (a)'da sermaye piyasası araçlarının halka arzından bahsedilirken burada hisse veya bir başka menkul kıymetten değil, “kurucu veya ortak olmaya davetten” söz edilmektedir.

Bir anonim ortaklığa, çeşitli yollarla kurucu veya ortak olmaya davette bulunulması, ancak bu daveti kabul edenlere, ortaklık payı değil, sadece para alındığına ilişkin makbuz veya bir sözleşme verilmesi durumunda Kanundaki tanıma uygun bir halka arzın gerçekleştiği kabul edilecek midir? Daha açık olarak sorulursa, ortada bir anonim şirket söz konusu dahi olmadan ilan yoluyla ortak olunması için para toplanması halinde durum ne olacaktır? SPK, bu tür makbuz karşılığı para toplamanın kanuna aykırı bir işlem olduğu, hiçbir hukuki geçerliliği olmadığı görüşündedir.⁶²⁰ Bu durumda söz konusu işlemi gerçekleştirenler hakkında kanuna aykırılık sebebiyle cezai müeyyide uygulanması gerektiği hususunda kuşku yoktur.⁶²¹ Ayrıca söz konusu kişi hakkında genel hükümlere göre tazminat istenmesi de mümkündür. Ancak ortada bir anonim şirket

⁶²⁰ SPK 2002/7 HB'de yayınlanan “İzinsiz Halka Arz Faaliyetleri” ile ilgili duyuru.

⁶²¹ SPKn. md. 47A.4'e göre söz konusu kişiler iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılır. Verilecek para cezaları üst sınırla bağlı olmaksızın suçun işlenmesi suretiyle temin edilen menfaatin üç katından az olamaz.

bulunmadığı sürece, çağrıya uyarak para yatırımların Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri çerçevesinde Kanuna tabi anonim ortaklık hissedarlarının yararlanacağı haklardan yararlanmasının mümkün olmayacağını düşünmekteyiz. Buna karşı, ortada bir anonim ortaklık varsa, halka arzın gerçekleştiğini ve hisselerin teslimi gerçekleşmiş olmasa da bu şirketin halka açık hale geldiğini ve bu şirketle ilgili işlemlere halka açık anonim şirkete ilişkin hükümlerin uygulanmasının gerektiğini düşünmekteyiz.

Acaba bir şirketin hisselerinin halka arzı Türkiye dışında gerçekleşmişse bu şekilde yurtdışında yapılan halka arz şirketi halka açık hale getirecek midir? Kanaatimizce halka arz yurtdışında olduğundan sadece halka arz şirketi halka açık hale getirmez. Ancak ortak sayısı bakımından şirket halka açık hale gelebilir.

c. Bir Anonim Ortaklığın Hisse Senetlerinin Borsalar veya Teşkilatlanmış Diğer Piyasalarda İşlem Görmesi

Kanundaki tanıma göre halka arz olarak kabul edilen diğer bir durum, bir anonim şirket hisselerinin borsa veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesidir. Borsada sürekli olarak işlem görmenin “halka arz” kavramına dahil edilmesi 2499 sayılı Kanunda değişiklik yapan 1992 yılında kabul edilen 3794 sayılı Kanun ile olmuştur. 3794 sayılı kanun gerekçesinde bu düzenlemenin amacının, daha önce hisseleri SPK kaydına alınmamış⁶²² ama borsa kotunda olan şirketlerin borsada işlem görmeye başlaması durumunda söz konusu ortaklıkların da “Kanun kapsamına alınarak yatırımcının korunması” olduğu belirtilmiştir.⁶²³

Söz konusu hüküm, normal olarak 3794 sayılı Kanunun yasalaştığı dönemde borsa kotunda olan, ancak SPK kaydında olmayan şirketler için getirilmiş ve sadece bu şirketleri ilgilendiren bir düzenlemedir. Bununla birlikte söz konusu hükmün getiriliş amacından farklı neticelere sebep olması da mümkündür. Hisseleri Türkiye’de halka arz edilmemiş ve diğer kriterler bakımından da “halka

⁶²² Gerekçede, “*SPK kaydına alınmamış*”, ifadesi yerine “*SPK’den izin alınmamış*” ifadesi kullanılmaktadır. Bunun sebebi 3794 sayılı Kanun öncesinde halka arzda kayda alma değil, izin sisteminin geçerli olmasıdır.

⁶²³ 3794 sayılı Kanun Gerekçesi, Sermaye Piyasası Mevzuatı.

açık anonim ortaklık” tanımına girmeyen bir Türk şirketin hisselerinin yurtdışı bir borsada işlem görmeye başlaması durumunda, bu hükmün bu durumdaki bir şirketin Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi halka açık anonim ortaklık olarak kabul edilmesine sebep olup olmayacağı tartışılması gereken bir husustur. Madde hükmünde zikredilen “borsa” teriminin sadece yurt içinde kurulu borsaları değil aynı zamanda yurtdışında kurulu borsaları da kapsadığı kabul edildiğinde hisseleri Türkiye’de kurulu olmayan bir borsada işlem gören şirketlerin de Sermaye Piyasası Kanunu bakımından halka açık anonim ortaklık olarak kabul edilmesi sonucu doğacaktır. Kanaatimizce bu durumdaki bir şirket de Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında halka açık bir şirket olarak kabul edilmelidir.

Kanun hükmünde dikkat çeken bir husus da “halka arz” için borsada işlem görmesi şartının yeterli görülmemiş, “devamlı işlem görmesi” şartının aranmış olmasıdır. Madde hükmündeki “devamlı işlem görmesi” ile kastedilenin açık olmadığı ve bunun SPK tarafından belirlenmesi gerektiği ifade edilmiştir.⁶²⁴ Kanaatimizce “devamlı” teriminden icra satışı gibi borsada bir defaya mahsus işlem görme dışında, işlem görmek üzere hisseleri borsaya kabul edilmiş tüm şirketler anlaşılmalıdır.

Hisseler bir kez İMKB’de işlem görmeye başladıktan sonra, işlemlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulmasının o şirketin halka açık anonim ortaklık olma statüsünde bir değişiklik yapmaması gerekir. Dolayısıyla, SPK’nın 30.07.2010 tarih ve 22/675 sayılı düzenlemesinde belirtilen şartlara uygun olarak şirketlerin borsa kotundan çıkması durumu saklı kalmak üzere kanaatimizce, hisselerinin borsada işlem görmesine son verilen şirketler, halka açık anonim ortaklık olarak Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi olmaya devam eder. Bu şirketlerdeki yönetim kontrolü değişiklikleri de bu kapsamda Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine tabi olur.

⁶²⁴ Vural Günel, Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), İstanbul, 1997, s. 170; Bkz. Yanlı, s. 30.

2. Hisse Senetleri Halka Arz Edilmiş Sayılan Anonim Ortaklıklar

Sermaye Piyasası Kanunu md.11, f.1'e göre hissedar sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıklar, hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabii olurlar.

Ortaklıklar, ortaklık pay defteri, genel kurul katılanlar cetveli, kar payı dağıtımına dair muhasebe kayıt ve belgeleri, kuruluş ve sermaye artırımında başvuran ortaklara ilişkin kayıt ve belgelerle ve ortaklığın ortaklarla ilişkilerine ait diğer işlemler sırasında herhangi bir şekilde ortak sayılarının 250'den fazla olduğunu belirleyebilirler.⁶²⁵

Yukarıda da belirtildiği gibi Kanun, bir şirketin halka açık ortaklık haline gelmesinin öğrenilmesi halinde SPK'ya bildirimde bulunma yükümlülüğünü ilgili ortaklığa yüklemiş ayrıca şirket denetçilerini de bu durumu öğrendikleri takdirde yönetim kurulu ve SPK'ya bildirmekle yükümlü tutmuştur.⁶²⁶ SPK'nın konu ile ilgili düzenlemesinde şirket ve şirket denetçilerinin yanı sıra genel kurul toplantılarına katılan hükümet komiserleri ile iş ve işlemleri nedeniyle durumu öğrenen banka ve aracı kurumlara da bu konuda bildirim yükümlülüğü getirmiştir.⁶²⁷ SPK kendisine yapılan bildirim üzerine ilgili şirketi kayda almak zorunda değildir. Kendisine yapılan bildirim inandırıcı bulmadığında, mesela devirlerin muvazaalı olduğunu düşündüğünde kararını yapacağı inceleme sonrasına bırakabilir. Ortak sayısının 250'yi aştığına dair yeterli belge sunulmadığı takdirde şirketi kayda almaktan imtina edebilir.⁶²⁸

Daha önce de ifade edildiği üzere, bir şirketin halka açık anonim ortaklık statüsünü kazanması ve Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi olması için mutlaka SPK tarafından ilgili şirketin kayda alınmış olması gerekmez. SPK'nın şirketi kayda alması şirketin halka açık anonim ortaklık sayılması bakımından kurucu işlem değildir. Şirket henüz SPK kaydına alınmamış olsa bile eğer ortak

⁶²⁵ SPK Seri:I No.40 md. 31.

⁶²⁶ SPKn. md. 11 f.2.

⁶²⁷ SPK Seri:I No.40 md. 31.

⁶²⁸ SPK 2002/2 HB'de yayınlanan Aksaray Holding A.Ş. kararı.

sayısı 250'den fazla ise bu şirketin Kanun hükümlerine tabi bir halka açık anonim ortaklık olduğu kabul edilmelidir.

Bir şirketin ortak sayısının 250'yi geçmesi çeşitli sebeplerle olabilir. Bu sebeplerin en başında hisse devirleri veya sermaye artırımını sırasında yeni ortak alımı gelir. Yukarıda açıklandığı gibi söz konusu hisse devir ve satışları “halka arz” tanımına giren bir işlem ile gerçekleşmişse ortak sayısının 250'yi geçip geçmediğine bakılmaksızın şirket halka açık anonim ortaklık olarak kabul edilecektir. Buna karşın Kanunda yer alan “halka arz” tanımına girmeyen bir işlemle hisseler (özel anlaşmalar) devredilerek hissedar sayısı 250 kişiyi aşabilir. Bu durumda hisseleri halka arz edilmemiş olmasına karşın şirket ortak sayısı bakımından Sermaye Piyasası Kanununa tabi bir şirket haline gelir. Ayrıca ortak sayısı devir dışındaki sebeplerle de örneğin miras veya bağış gibi nedenlerle de 250'yi aşabilir. Bu durumda da şirket halka açık anonim ortaklık statüsü kazanır.

III. Yönetim Kontrol Değişikliği Düzenlemelerine Tabi Olma Bakımından Bazı Özel Durumlar

A. Kurul Kaydından Çıkarılan Ortaklıkların Durumu

Sermaye Piyasası Kanunu md. 11 f. 4'e göre SPK, Kurul kaydına tabi olan şirketlerin kayıttan çıkma veya çıkarılma esaslarını belirlemeye yetkilidir. SPK, Kurul kaydından çıkma ve çıkarılmaya ilişkin esasları Seri:IV No.39 "İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 7. maddesinde belirlemiştir.⁶²⁹ Söz konusu madde hükmüne göre Kurul kaydında olan, hisseleri borsada işlem görenler dışındaki şirketler Tebliğ'de belirlenen durumlarda⁶³⁰ Kurul kaydından çıkabilecektir.⁶³¹ Hisseleri bir borsada işlem gören şirketlerin ise Tebliğ'de belirtilen koşulları taşımaları halinde dahi Kurul kaydından çıkmaları mümkün değildir. Borsada işlem gören şirketlerin Kurul kaydından çıkması için ilk önce payların borsada işlem görmesine son verilmesi gerekmektedir.

Tebliğ'in 7. maddesine göre şirketler aşağıdaki, durumlarda Kurul kaydından çıkabilecektir:

(a) Başvuru tarihinden itibaren geçmiş iki yıl içerisinde; ortak sayısının 200'ün altında olduğunun veya esas sermaye/çıkarılmış sermayesinin %95'i veya daha fazlasının en fazla yirmi ortağa ait olduğunun; ortaklık pay defteri, genel kurul katılanlar cetveli, kar dağıtımına ilişkin muhasebe kayıt ve belgeleri, kuruluş ve sermaye artırımına ait kayıt ve belgeler ile benzeri belge ve işlemlere dayanarak, mahkeme kararı ile tespit ettirilmesi veya,

⁶²⁹ Söz konusu Tebliğ 08.03.2008 tarihli RG'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Söz konusu Tebliğ'den önce Kurul kaydından çıkma ve çıkarılma esasları 27.11.1994 tarihli RG'de yürürlüğe giren Seri:IV No.9 Tebliği'nde ve bu Tebliğ'de çeşitli tarihlerde yapılan değişikliklerle düzenlenmekteydi.

⁶³⁰ SPK Seri:VIII No.39 md. 1 f.2. Hisseleri borsada işlem gören şirketlerin Kurul kaydından çıkarılması.

⁶³¹ SPK Seri:VIII No.39 md. 7 f.1.

(b) Başvuru tarihinden itibaren, Kurulca belirtilen standartlara uygun olarak hazırlanmış, genel kurul onayından geçmiş, son iki yıllık mali tablolarına göre aktif toplamının 7.430.000 TL'nin ⁶³² altında kaldığının özel amaçlı bağımsız denetim raporu ile tespit ettirilmesi veya,

(c) Başvuru tarihinden itibaren, Kurulca belirtilen standartlara uygun olarak hazırlanmış, genel kurul onayından geçmiş son iki yıllık mali tablolarına göre brüt satış hasılatının, esas faaliyetinden herhangi bir gelir elde etmemesi durumunda diğer faaliyetlerden elde edilen gelir ve karlarının 430.000 TL'nin ⁶³³ altında kaldığının özel amaçlı bağımsız denetim raporu ile tespit ettirilmesi.

Yukarıdaki durumların oluştuğunun mahkeme veya denetim raporu ile tespit edilmesi halinde kayıttan çıkmak için şirketin SPK'ya başvuru yaparak talepte bulunması ve SPK'nın bu talebi uygun görmesi gerekmektedir. Yani söz konusu durumun oluşması ve tespitin yapılması Kurul kaydından çıkarılma için yeterli değildir. SPK karar verirken mahkeme kararı veya denetim raporu ile yapılan tespitlerle bağlı değildir. Mahkeme kararı veya denetim raporunda, aranan şartların var olduğu belirtilmiş olsa dahi SPK şirketin Kurul kaydından çıkma talebini reddedebilir. SPK bir kararında, şirketin mahkeme kararıyla ortak sayısını tespit ettirdikten sonra bedelsiz hisse senedi dağıtımını için 282 kişiye mektup gönderdiğini saptaması üzerine mahkeme kararı ile yapılmış bir tespit mevcut olmasına karşın, şirketin kayıttan çıkma talebini reddetmiştir. ⁶³⁴Buna karşın ortak sayısının 200'ün altına düşmesi nedeniyle SPK kaydından çıkarılabilmek için mahkemeden bir tespit kararının alınmış olması şarttır. Aksi takdirde SPK talebi, bir inceleme yapmaksızın mahkeme kararının bulunmaması sebebiyle reddetmektedir. ⁶³⁵

⁶³² SPK 2010/53 HB'de yayınlanan SPK kararı ile 2011 yılı için belirlenmiş olan tutardır.

⁶³³ SPK 2010/53 HB'de yayınlanan SPK kararı ile 2011 yılı için belirlenmiş olan tutardır.

⁶³⁴ "Soytaş Holding A.Ş.(Şirket)'nin ortak sayısının 200'ün altında olduğu T.C. Beyoğlu 2. Asliye Ticaret Mahkemesi'nin 22.09.2000 tarihli kararı ile tespit ettirilmiş olmasına rağmen, Şirket'in Mimitaş Modern İş Merkezleri A.Ş.(Mimitaş A.Ş.)'nin Şirkete katılımından dolayı ortak olan pay sahiplerine bedelsiz hisse senedi de vermek için, ortağı olarak kabul ettiği 282 kişiye posta yoluyla 19.01.2000 tarihli mektup gönderdiği dikkate alınarak, ortak sayısının fiilen 200'ün üstünde olması nedeniyle Kurul kaydından çıkarılmasına ilişkin talebinin olumsuz karşılanmasına karar verilmiştir."Bkz. SPK 2001/15 HB'de yayınlanan Soytaş Holding A.Ş. kararı.

⁶³⁵ SPK 2004/25 HB'de yayınlanan Kristal Tuz Rafinerisi Sanayi ve Ticaret A.Ş kararı.

SPK, başka kayıtlarda ortak sayısının 200'den fazla görünmesi durumunda bir veya birden fazla genel kurul toplantısına katılan ortak sayısının 200'den az olmasını şirketin Kurul kaydından çıkarılması için yeterli görmemektedir.⁶³⁶

Kurul kaydından çıkarılma, talep üzerine yapılabileceği gibi SPK tarafından bir başvuru olmaksızın re'sen alınan bir karar üzerine de gerçekleşebilir. SPK tarafından bir şirketin re'sen Kurul kaydından çıkarılması için mahkeme kararı ve denetim raporunun mevcudiyeti şart değildir.⁶³⁷

Kurul kaydından çıkarılan ortaklıklar, ortak sayısının 250'yi aşması, sermayesinin %95'i veya daha fazlasının yirmiden fazla ortağa ait hale gelmesi veya aktif toplamı ile brüt satış hasılatının yükseltile limitleri aşması halinde, bu durumun öğrenildiği tarihten itibaren 30 gün içinde kayda alınmak üzere Kurula bildirimde bulunmak zorundadırlar.⁶³⁸

Burada tartışılması gereken bir husus, SPK tarafından bu şekilde Kurul kaydından çıkarılan bir şirketin halka açık olma statüsünden tamamen çıkıp çıkmayacağı ve dolayısıyla Kanunun halka açık anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerinin bu şirketlere SPK kaydından çıkarılmasından sonra da uygulanıp uygulanmayacağıdır. Acaba Kurul kaydından çıkarılmasından sonraki bir dönemde yönetim hakimiyetinin değişmesi durumunda Seri:IV No.44 Tebliği hükümleri bu şirkete uygulanacak mıdır? Gerek şirketlerin Kurul kaydından çıkarılmasını düzenleyen Seri:VIII No.39 Tebliği gerekse çağrıyı düzenleyen Seri:IV No.44 Tebliği'nde bu konuya açıklık getirecek bir hüküm bulunmamaktadır.

SPK Seri:VIII No.39 Tebliği'nin 7. maddesinin (a), (b) ve (c) bentlerinde sayılan haller için “veya” bağlacı kullanılmış olduğundan bu hallerden her birinin bir şirketin tek başına Kurul kaydından çıkması için yeterli olduğunun anlaşılması

⁶³⁶ “Genel kurula katılan ortak sayısının 2003 yılı itibariyle 16, 2004 yılı itibariyle 25 kişi olmasına rağmen 2003 yılı haziran cetvelinde kayıtlı ortak sayısının 861, 2004 yılı haziran cetvelinde 856 kişi olduğu, genel kurula katılmamanın genel kurula katılmayan diğer ortaklar açısından ortaklık sıfatını sona erdirmeyeceği dikkate alınarak... Kurul kaydından çıkma şartlarının gerçekleşmediğinin Şirkete bildirilmesine karar verilmiştir.” Bkz. SPK 2005/50 HB'de yayınlanan Uz-Yem Uzunköprü Yem ve Yağ Sanayi Ticaret A.Ş. kararı.

⁶³⁷ SPK Seri:VIII No.39 md. 7 f.2.

⁶³⁸ SPK Seri:VIII No.39 md. 7 f.3.

gerekir. Ne var ki ortak sayısının 200'ün altına düşmesi dışındaki sebepler yüzünden Kurul kaydından çıkan bir şirketin, halka açık anonim ortaklık vasfından çıkmasını ve ortakların Sermaye Piyasası Kanunu'nun koruması dışında bırakılmasını kabul etmek zor görünmektedir. Halka açıklık oranı yüksek olan bir şirket, neden sırf iki yıl üst üste satış hasılatının düşük olması sebebiyle Kanun kapsamı dışında bırakılsın? SPK'nın söz konusu düzenlemesinin sebebi belirli büyüklüklerin altında şirketlerle uğraşmanın kamusal maliyetinin yüksekliği olabilir. Ancak böyle bir amacın normal olarak şirketlerin Kanun kapsamından çıkarılmasında değil de Kanun kapsamına alınmasında aranması gerekmez miydi? Oysa bir şirketin halka açık anonim ortaklık olarak Sermaye Piyasası Kanunu kapsamına girmesinde satış hacmi veya aktif büyüklüğü gibi bir büyüklük şartı aranmış değildir. Girişte aranmayan bir şartın Kanun kapsamından çıkarılma sebebi olarak getirilmiş olmasının yerinde olmadığını söylemek gerekir. Bu durumdaki şirketlere muafiyetler tanınması mümkündür. Ancak Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi bir halka açık anonim ortaklık olmak hissedarlar kullanabilecekleri, zorunlu çağrıda hisselerini satma hakkı gibi haklar sağladığından, ortakların belirtilen sebeplerle bu hakkından mahrum bırakılması hukuka uygun düşmez.

İkinci olarak ortak sayısının 200'ün altına düşmesi nedeniyle şirketin Kurul kaydından çıkarılması durumunu ele alalım. Burada da durumu ikiye ayırarak inceleyebiliriz: İlk varsayım SPK'nın (ve mahkemenin) tespitinin doğru, yani ortak sayısının gerçekten 200'ün altında olmasıdır. Bu durumda SPK'nın kayıttan çıkarma kararından sonra artık şirketin halka açık olmadığı ve halka açık anonim ortaklıklara ilişkin kanun hükümlerinin bu şirkete uygulanmaması gerektiği kabul edilmeli midir? Konunun önemi bir örnek üzerinden daha iyi anlaşılabilir. Şirketin yönetim hakimiyetini ele geçirme amacı taşıyan bir kişi, hissedarların hisselerini devralmaya çalışır. Hisselerin bu şekilde devralınması ile birlikte şirketin ortak sayısı azalmaya başlayıp 200'ün altına düşebilecektir. Bu kişinin, çağrı zorunluluğu doğurmayacak ama fiilen kontrolü sağlayan oranda hisse ele geçirip (Şu anki düzenlemeye göre %49,99 bu imkânı sağlamaktadır.) ortak sayısının 200'ün altına düşmesinden sonra iki yıl bekleyerek şirket Kurul kaydından çıkarıldıktan sonra şirketin tüm hisselerini devralması mümkün

olacaktır. İkinci bir varsayım ise SPK'nın ortak sayısı nedeniyle şirketi kurul kaydından çıkarmış olmasına rağmen, gerçekte ortak sayısının hiçbir zaman 200'ün altına inmemiş olması durumudur. SPK ile ilgili birçok olayda olduğu gibi burada da aynı konunun hem idare mahkemelerini hem de ticaret mahkemelerini ilgilendiren boyutları mevcut olmaktadır. SPK'nın şirketi Kurul kaydından çıkarma kararı netice itibariyle bir idari işlem olduğundan bu karara karşı idare mahkemesinde dava açılması gerekir.⁶³⁹ Kayıttan çıkarılan şirketin hissedarlarının kayıttan çıkma kararı neticesinde menfaatleri etkileneceğinden hissedarlar SPK'nın kararına karşı dava açabilecektir. Ancak burada tartışılması gereken, SPK kaydından çıkarılan şirketin hissedarlarının idari yargıda SPK kararına karşı dava açmadan, ticaret mahkemesinde dava açarak Kurul kaydından çıkarılan şirketin halka açık bir şirket olduğunu savunarak Sermaye Piyasası Kanunu'nun tanıdığı haklardan faydalanmalarının mümkün olup olmadığıdır.

Dava açılması halinde Ticaret mahkemesi, SPK'nın kayıttan çıkarma kararına rağmen şirketin halka açık olup olmadığını inceleyip kararını buna göre mi vermelidir? Yoksa SPK kayıttan çıkardığı için şirketin halka açık olma vasfını yitirdiğini belirtip bu hususu incelemeden davayı reddetmeli midir?

Kanaatimizce, nasıl SPK'nın kayda alma kararının, kurucu bir işlem olarak kabul edilmemesi gerekiyorsa, aynı şekilde SPK'nın Kurul kaydından çıkarma kararının da infisahi bir işlem olarak kabul edilmemesi gerekir. Dolayısıyla, görüşümüze göre adli mahkemeler şirketin halka açık olup olmadığını incelemeli ve kanun hükümlerine göre şirketin halka açık olma şartını taşıdığı sonucuna varmaları halinde SPK'nın Kurul kaydından çıkarmış olduğu şirket hissedarlarını Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerinden yararlandırmalıdır.

Zira, tarafların menfaatleri açısından bakıldığında SPK'nın aktif/kar büyüklüğü gibi bir nedenle şirketi Kurul kaydından çıkarması veya gerçekte ortak sayısının 200'ün altına düşmemesine rağmen SPK'nın düşmüş gibi şirketi Kurul kaydından çıkarması makul bir sebep olmaksızın ortakların bir hak kaybına uğramasına sebep olacaktır. Buna karşın şirketin SPK kaydından çıkarıldığına, dolayısıyla Kanuna tabi olmadığına güvenerek, şirket yönetim hakimiyetini devralan bir

⁶³⁹ Özel hukuk ilişkilerini etkileyen idari işlemlerin yargısal denetim yerinin idari yargı olduğuna ilişkin görüş, yargı kararları ve bu konulardaki tartışmalar için bkz. Yasin, s. 224-232.

kişinin daha sonra hiç beklemediği bir yükümlülükle karşılaşacağı hususunun da göz ardı edilmemesi gerekir.

Kanaatimizce öncelikle SPK'nın sermaye piyasasına hakim olması gereken açıklık, güven ve kararlılık ilkeleri⁶⁴⁰ gereği konuya açıklık getirerek gerekçeleri ile birlikte SPK kaydından çıkarılan şirketlere yönetim hakimiyeti değişikliğine ilişkin düzenlemelerin hangi durumlarda ve hangi şekilde uygulanacağını ayrıntılı bir şekilde Kanunun kendisine verdiği küçük pay sahiplerini koruma amacına ve hakkaniyete uygun olarak açıklaması gerekir.

Bu konuda bulunabilecek makul bir çözüm, şirketlerin SPK kaydından ve borsa kotundan çıkarılmasından sonra belirli bir süre yönetim kontrol değişikliğine ilişkin kurallara tabi olmaya devam etmesidir. Nitekim, yönetim kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemelerde, esinlenmiş olduğumuz İngiltere'de yönetim kontrolünün el değiştirmesinden önceki on yıl içinde şirket hisseleri bir borsada işlem görmüşse söz konusu şirket kontrol değişikliğinin gerçekleştiği sırada halka açık olmasa bile City Code kuralları bu şirkette meydana gelen yönetim kontrol değişikliklerine de uygulanmaktadır.⁶⁴¹

B. Bankaların Durumu

SPKn. md. 50 (a)'ya göre "Kendi menkul kıymetlerini halka arz eden bankalar ile kanunun V. bölümünde öngörülen sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankalar, bu faaliyetlerle sınırlı olarak bu Kanun hükümlerine tabi olurlar. Ancak kanun hükümleri, ortak sayısı bakımından bankalara uygulanmaz."

Kanaatimizce bu hükme verilmesi gereken anlam; bir bankanın diğer anonim ortaklıklardan farklı olarak, sadece ortak sayısının 250'yi aşması sebebiyle halka açık anonim ortaklık olarak sayılmayacağı ve Kanunda yer alan halka açık anonim ortaklıklara ilişkin hükümlere tabi olmayacağıdır.⁶⁴² Yani Kanunun 11.

⁶⁴⁰ SPKn. md.1: "Bu Kanunun konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir."

⁶⁴¹ The City Code on Take Overs and Mergers Sec. F 9.1.

⁶⁴² Ortak sayısının bankalar için uygulanmamasının kökeninde 2499 sayılı Kanun'un yürürlük tarihi olan 1981 yılında yürürlükte olan 7129 sayılı Bankalar Kanunu'na göre bankaların asgari

maddesindeki “ortak sayısı 250’yi aşan anonim ortaklıkların halka açık sayılma” prensibi, söz konusu hüküm gereği bankalar için uygulanmayacaktır. Bu durumda bir bankanın halka açık anonim ortaklık sayılması için mutlaka Kanun’un 3. maddesinin (c) ve (g) hükümleri uyarınca hisselerinin halka arz edilmiş olması, yani hisse senetlerinin satın alınması için halka çağrıda bulunulmuş olması ya da hisselerinin borsada sürekli işlem görmesi gerektiği sonucunu çıkarmaktayız.

Bu çerçevede bir bankanın ortak sayısının 250’yi aşması, ancak hisselerinin halka arz edilmemiş olması ve hisselerinin borsada işlem görmüyor olması durumunda, bu banka halka açık anonim ortaklık sayılmayacaktır. Dolayısıyla bu banka Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun düzenlemelerindeki halka açık anonim ortaklıklara ilişkin hükümlere ve bu arada SPK’nın yönetim kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemelerine tabi olmayacaktır. Buna karşı hisseleri borsada işlem gören veya borsada işlem görmemekle birlikte hisseleri halka arz yoluyla satılan bankalar ⁶⁴³, Kanun uyarınca halka açık anonim ortaklık olarak kabul edildiklerinden ortak sayıları fiilen 250’nin altında olsa dahi Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine ve SPK düzenlemelerine tabi olacaktır. ⁶⁴⁴

kurucu sayısının 100 olması yatmaktadır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun ilk halinde 100’den fazla hissedarı bulunan şirketler halka açık olarak kabul edildiğinden tüm bankaların otomatik olarak halka açık hale gelmemesi için bu hüküm getirilmiştir. Ancak daha sonra bankaların ortak sayısının 100 veya daha fazla olma zorunluluğu kalkmasına rağmen hükümde bir değişiklik yapılmamıştır.

⁶⁴³ SPK’nın bir önceki düzenlemesi olan Seri:IV No.8 Tebliği’nin 17. maddesinde tebliğ hükümlerine tabi şirketler, (1) halka açık anonim ortaklıklar ve (2) hisseleri borsada işlem gören bankalar olarak belirlenmiştir. Söz konusu düzenleme, hisse senetleri halka arz edilmiş, ancak borsada işlem görmeyen bankaların Tebliğ kapsamında olmadığı şeklinde yorumlanmasına müsaitti. Ancak kanaatimizce anılan önceki düzenlemede de böyle bir amaç güdülmemiş, Kanun’un 50 (a) maddesindeki bankalar için getirilmiş ortak sayısının bankalar için uygulanmayacağına dair hüküm vurgulanmak istenmişti. Nitekim yeni düzenlemede bu tür bir ayrıma yer verilmemiş olmasının bu yorumun haklılığını gösterdiğini düşünmekteyiz.

⁶⁴⁴ Sermaye Piyasası Kanunu’nun 50(a) maddesinde bankalara, diğer halka açık anonim ortaklıklardan farklı hükümler uygulanmasına dair bir hükme yer verilmiştir. Bu hükme göre “... Hisse senetleri halka arz yoluyla satılan bankaların dağıtacakları temettü ile yeniden değerlendirme artış fonunun kullanımına ilişkin esasları belirlemeye ilgili oldukları Bakanlık yetkilidir. Bankalar ve sigorta şirketleri kuruluş, denetim, gözetim, muhasebe, malî tablo ve rapor standartları konularında kendi özel kanunlarındaki hükümlere tabidir.”

C. Yatırım Fonlarının Durumu

Gerek Sermaye Piyasası Kanunu, gerekse SPK Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine göre yönetim kontrolü değişikliğine konu şirketin anonim ortaklık olması gerekmektedir. Bu bakımdan anonim ortaklık niteliğinde olmayan yatırım fonlarının yönetim kontrol değişikliği düzenlemelerine tabi olması söz konusu değildir.

Buna karşılık, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve diğer yatırım ortaklıkları, anonim ortaklık niteliğinde olduğundan SPK'nın yönetim kontrolü değişikliğine ilişkin düzenlemelerine tabidirler.

Yatırım fonlarının kontrol değişikliği düzenlemelerine tabi olmamasının altında yatan esas sebep, fon katılım belgelerinin tamamı devralınsa da bunun fon yönetiminde bir değişikliğe sebep olmamasıdır. Zira fon katılım belgeleri sahibine oy hakkı, yönetimi belirleme hakkı gibi haklar vermez. Fon, iç tüzüğünde belirtildiği şekilde yönetilir. Fon tüzüğünü değiştirme yetkisi de kurucudadır. Ayrıca, katılma belgelerinin fiyatı fon içtüzüğünde belirtildiği şekilde fon aktiflerinin değerlemesi suretiyle belirlenir ve katılma belgeleri sahipleri bu fiyat üzerinden katılma belgelerini kurucuya geri satma hakkına sahiptir. Bu nedenle yönetim kontrol değişikliğinin düzenlenmesinde önemli bir sebep olan kontrolü sağlayan ve azınlık paylara farklı fiyat uygulaması, yatırımcının arzu etmediği bir yönetim ile karşı karşıya kalıp hisselerini devredememesi gibi bir durum yatırım fonlarında söz konusu olmaz. Söz konusu olsa dahi katılma belgeleri sahipleri her zaman katılma belgelerini kurucuya satma hakkına sahip olduklarından kontrol değişikliği düzenlemelerindeki satma hakkı gibi özel bir korumaya ihtiyaç duymazlar.

İngiltere'de de yatırım fonları (open-ended investment companies) City Code kurallarına ve bu arada zorunlu çağrı (mandatory offering) düzenlemesine tabi değildir. Yine Avrupa Birliği'nin 2004/25 Direktifi'ne göre de Direktif hükümleri yatırım fonları (open-ended investment companies) için uygulanmamaktadır.

D. Hisseleri Türkiye’de Bir Borsa’da İşlem Gören Yabancı Şirketlerin Durumu

Yabancı bir şirketin hisselerinin Türkiye’de halka arz edilmesi ve Türkiye’de bir borsada işlem görmesi durumunda bu şirket Sermaye Piyasası Kanunu anlamında halka açık bir şirket kabul edilecek ve bu şirketin yönetim kontrolünün değişmesi durumunda Seri:IV No.44 Tebliği hükümleri söz konusu işleme uygulanacak mıdır? Sermaye Piyasası Kanunu’na göre hisseleri borsada işlem gören şirketler, halka açık şirket olarak kabul edildiğine göre merkezi Türkiye dışında olan ancak hisseleri İMKB’de işlem gören bir yabancı şirket de Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi “halka açık anonim ortaklık” olarak kabul edilebilir mi?

Kanaatimizce yabancı şirketi Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi bir şirket olarak kabul etmek ve Kanun’daki tüm hükümleri yabancı şirkete uygulamak mümkün değildir. Ancak şirketin yönetim kontrol değişikliğinde bazı durumlarda SPK düzenlemelerinin uygulanması savunulabilir.

Gerek Sermaye Piyasası Kanunu’nda gerekse SPK’nın Seri: IV No.44 Tebliği’nde bu hususa ilişkin bir açıklık bulunmamaktadır. Bu durumda en uygun çözümün AB Direktifi’ndeki, bir şirketin merkezin bulunduğu ülke ile hisselerinin işlem gördüğü ülkenin farklı olması durumunda geçerli olan kuralların uygulanması olduğu söylenebilir. AB Direktifi’ne göre böyle bir durumda, çağrının fiyatı, çağrı prosedürü ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile ilgili konular hisselerin işlem gördüğü borsanın bulunduğu yerde geçerli olan mevzuata tabi olur. Aynı şekilde belirtilen çağrı fiyatı, çağrı prosedürü gibi hususların SPK kurallarına tabi olacağı ve yetkili otoritenin de SPK olacağı kabul edilebilir. Buna karşılık şirketler hukuku ile ilgili hususlarda (özellikle kontrolü sağlayacak oy hakkı yüzdesi, zorunlu çağrıyı yapmaya ilişkin istisnalar ve hedef şirketin yönetim kurulunun çağrıya karşı yapacağı, çağrının başarıya ulaşmasının engellenmesine neden olacak, savunma yapabileceği durumlar) hedef şirketin merkezinin bulunduğu

ülkedeki kamu otoritesinin yetkili olması ve bu ülkenin hukukunun uygulanması savunulabilir.⁶⁴⁵

SPK'nın Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının ve Depo Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nde Türkiye'de halka arz edilmiş yabancı hisse senetlerine uygulanacak hukuka dair bir hüküm bulunmaktadır. Söz konusu hüküm şöyledir. "Yabancı sermaye piyasası aracına bağlı mali ve yönetsel haklar ile bunların kullanımı yabancı ortaklığın kurulduğu yer mevzuatına tabidir. Bu haklara dair ülke düzenlemeleri ile bu hakların ne şekilde kullanılacağına ilişkin bilgiye izahnamede yer verilir."⁶⁴⁶ Çağrı yükümlülüğü hisseye bağlı bir mali hak/yükümlülük olduğundan söz konusu Tebliğ hükmü gereği yabancı sermaye piyasası aracına şirketin merkezinin bulunduğu ülkenin mevzuatının uygulanması gerektiği sonucuna varılabilir.⁶⁴⁷

Kanaatimizce, hisseleri Türkiye'de kurulu borsalarda işlem gören yabancı şirketlerin yönetim kontrol değişikliğine hangi hukukun uygulanacağı ve hangi ülkenin kamu otoritesinin hangi konularda yetkili olacağını Avrupa Birliği Direktifi de dikkate alınarak ayrıntılı bir şekilde düzenlenmesi ve tüm bu hususlara izahnamede yer verilmesi belirsizliklerin ortadan kalkması ve yatırımcıların korunması bakımından önemlidir.

E. Hisseleri Yabancı Bir Borsa'da İşlem Gören Türk Şirketlerin Durumu

Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK düzenlemelerinde bir Türk şirketin hisselerinin sadece yurt dışında halka arz edilmesi ve yabancı bir borsada işlem görmesi

⁶⁴⁵ AB Direktifi md. 4.2 (e). Ayrıca bu konu için bkz. Kolcuoğlu, s. 50-51.

⁶⁴⁶ Yabancı Sermaye Piyasası Araçlarının ve Depo Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği, md. 13.

⁶⁴⁷ Hisseleri Türkiye'de halka arz olunan ve İMKB'de işlem gören merkezi Avusturya'da kurulu DO & CO Restaurants and Catering Aktiengesellschaft şirketinin halka arz sırasında yayınlanan izahnamesinde yönetim kontrol değişikliği durumuna uygulanan Avusturya Devralma Yasası hükümleri ile birlikte Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine de yer verilmiştir. Ancak izahnamede şirket yönetim kontrolünün el değiştirmesi durumunda Avusturya'nın mı yoksa SPK düzenlemelerinin uygulanacağına açıklık getirilmemiştir. (Şirketin halka arz izahnamesi için bkz. <http://www.kap.gov.tr/yay/Sorgu/SorguBildirimSonuc.aspx?kaynak=slink&sirketID=1530&paketTjpi=-2>).

durumunda bu şirkete hangi kuralların uygulanacağına dair açık bir hüküm bulunmamaktadır.

Dolayısıyla bu konuda ancak mevcut kanun hükümleri yorumlanarak bir sonuca ulaşılması mümkün olabilir. Sermaye Piyasası Kanunu'nda halka arzın gerçekleşme yeri, hisselerin işlem göreceği borsanın yeri ve hissedarların tabiiyetine ilişkin hükümler yer almamaktadır. Ancak halka arz Türkiye'de gerçekleşmediğinde Türk kanunlarına tabi olması mümkün değildir. Dolayısıyla halka arz, yapıldığı yer kanunlarına tabi olarak yapılacak demektir. Bu durumda sadece yurt dışında yapılan halka arz neticesinde bir Türk şirketin halka açık hale geldiğini kabul etmek doğru gelmemektedir. Ancak söz konusu şirketin ortak sayısının halka arz sonrasında 250'yi geçmesi veya yurt dışında bir borsada işlem görmeye başlaması halinde bu şirketin Sermaye Piyasası Kanunu bakımından halka açık anonim ortaklık olarak kabul edilmesi gerekir diye düşünmekteyiz. Bu durumda söz konusu Türk şirketinin hisselerini yurt dışındaki borsada satın alan yabancı hissedarların, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer alan hissedarları koruyucu hükümlerden, bu arada SPK Seri:IV No.44 Tebliği'nde yer alan zorunlu çağrıya ilişkin hükümlerden yararlanabileceği kanaatini taşımaktayız.⁶⁴⁸

⁶⁴⁸ Aynı yönde görüş için bkz. Kolcuoğlu, s. 49.

§ 9. Yönetim Kontrolü ve Yönetim Kontrol Değişikliğine Yol Açan İşlemler

I. Yönetim Kontrolü

Bir şirket için büyümenin en kestirme yollarından biri, piyasada halihazırda faaliyet gösteren başka bir şirketi devralmak, böylece devralınan şirketin varlık, personel ve satışlarını kendi bünyesine katmaktır.

Daha önceki bölümlerde de değinildiği gibi devralma yöntemlerinden biri, sadece devralınan şirket aktiflerini satın almaktır. Aktif satın alma (asset purchase) suretiyle devralma, devralınan şirket ile müşterileri arasında bağlayıcı ve önemli güçlü sözleşmesel bağlar bulunmadığı, devralınan şirketin personeli, organizasyonundan çok aktiflerinin daha önemli olduğu şirketler için geçerlidir. Örneğin market sektöründe bu şekilde varlık satın alma yöntemine oldukça yoğun olarak başvurulmaktadır. Market zincirine sahip bir şirket, yerel bir market zincirinin, birkaç mağazasına ait kira sözleşmelerini, mal ve demirbaşları devralmak suretiyle o bölgeye giriş yapabilmektedir. Bu şekilde varlık satın alma suretiyle büyüme daha çok rekabet hukukunu ilgilendirmekte olup konumuz olan yönetim kontrol değişikliği ile ilgili bir yönü bulunmamaktadır. Zira varlık satışı neticesinde, varlıkları satılan şirketin yönetiminde bir değişiklik olmamakta, varlık satışı öncesi yönetim kontrolüne sahip olanlar, satış sonrasında da yönetim kontrolüne sahip olmaktadır.

Buna karşın hedef şirketin hisselerinin devralınması durumunda, yönetim kurulu üyelerini belirleme yetkisini sağlayan hisseleri ele geçirenler, şirket yönetim kontrolüne sahip olur. Kontrolü sağlayan hisseleri ele geçiren kişi veya kişiler genel kurulda mevcut yönetim kurulu üyelerini azledip kendi belirledikleri kişileri şirket yönetim kuruluna seçerek ⁶⁴⁹ şirket kontrolünü de fiilen ele geçirebilecektir.

Hisseleri borsada işlem gören bir şirketin hisselerinin borsada veya borsa dışında satın alınması mümkündür. Eğer şirketin halka açıklık oranı yüksek ve sermayesi

⁶⁴⁹ Şirket yönetim kontrolünü fiilen ele geçirmenin diğer bir yolu da mevcut yönetim kurulu üyelerinin kademeli olarak istifa edip yerine kontrolü ele geçiren tarafın belirlediği kişilerin yönetim kurulu kararıyla seçilmesidir. Bu şekilde genel kurul toplantısına da gerek olmaksızın yönetim kontrolü fiilen değişecektir.

ortaklar arasında yaygın olarak dağılmışsa böyle bir şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmenin en uygun yolu hissedarlara hisselerini satmaları için çağrıda bulunmak olur. Zira borsada hisse alımı hissenin fiyatını aşırı yükseltir. Hisseler hissedarlar arasında çok yaygın olduğunda kamuya açık bir duyuru yapılmadan çoğunluğu sağlayacak hissedarlara ulaşmak kolay olmaz.

Ancak İMKB’de işlem gören şirketlerin tamamına yakın kısmı, yönetim kontrolünün ele geçirilmesine karşı, sermayesinin %50’sinden daha azının halka açık olması ve yönetimi belirleme imtiyazına sahip hisse çıkarılması suretiyle korunaklı olduğundan,⁶⁵⁰ Türkiye’de şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesi, büyük ölçüde borsa dışında hisselerin şirket yönetimini kontrol eden kişi veya gruptan özel anlaşma yoluyla devralınması suretiyle gerçekleşmektedir. Bu sebeple bir iki istisna dışında borsada alım veya çağrı suretiyle yönetim kontrol değişikliğine rastlanması çok mümkün olmamaktadır.

Hisse devralma dışında yönetim hakimiyet değişikliği iki şirketin birleşmesi neticesinde gerçekleşebilir. İki şirketin birleşmesi neticesinde şirketlerden birinin hissedarları, birleşme sonrasında hissedarı oldukları şirketin başka bir kişi ve/veya grup tarafından kontrol edilme durumu ile karşı karşıya gelebilir. Örneğin, A şirketinin hakim ortağı, sahip olduğu oy haklarını kullanarak A şirketinin B şirketine devrolması suretiyle B şirketi bünyesinde birleşmesine karar verdiğinde, A şirketinin yönetim kontrolü dışındaki hissedarları, birleşme sonrasında kendilerini başka bir kişi veya grubun kontrol ettiği B şirketinin ortağı olarak bulabilirler. Bu nedenle birleşme işlemi de potansiyel olarak yönetim kontrolünün değişmesine sebep olabilecek bir işlem türüdür. Ayrıca, Yeni TTK’da düzenlenmiş olan ortaklıktan çıkarma yolu ile birleşmede, azınlık hissedarlar kendilerini ortaklıktan çıkarılmış olarak da bulabilirler.⁶⁵¹

Hisse devralma veya birleşme suretiyle şirket kontrolünün el değiştirmesi durumunda, Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine göre kontrolü ele geçirenler, çağrı yapmak suretiyle diğer hissedarların sahip oldukları hisseleri satın almakla yükümlü tutulmuşlardır. Kontrolü ele geçiren kişiye getirilmiş olan, diğer hissedarların hisselerini satın alma yükümlülüğü “zorunlu çağrı” (mandatory

⁶⁵⁰ Bkz. Tablo 1, 2, 3, 4, 5.

⁶⁵¹ Ortaklıktan çıkarma yolu ile birleşme için bkz. §9 IV B.

offering) olarak adlandırılır. Yönetim kontrolünün el değıştirmesi durumunda, yönetim kontrolünün hangi yöntemle edildiğine bakılmaksızın zorunlu çağrı yükümlülüğü doğar.

Nihayet, halka açık bir şirketin yönetim kontrolü, hisse alımı veya birleşme olmaksızın ya da hisse alımlarına ek olarak yapılan mevcut ortaklardan vekalet (proxy) toplanması suretiyle de ele geçirilebilir. Burada bir hissedar veya hissedar dahi olmayan üçüncü bir kişi şirket yönetimini belirlemek amacıyla genel kurulda hissedarları temsil etmek üzere vekalet toplamaktadır. Oy çoğunluğunu sağlayacak yeterli vekaletin toplanması durumunda vekaleten oy toplayan kişi şirket yönetim kurulu üyelerini belirleyerek, yönetim kontrolünü elde edebilmektedir.

II. Çağrı Dışındaki Yöntemlerle Hisse Devralması Yoluyla Yönetim Kontrolünün Elde Edilmesi

A. Borsada Hisse Alımı Yoluyla

Daha önce belirtildiği gibi İMKB’de işlem gören şirketlerin çok büyük bir kısmında halka açıklık oranı %50’nin altındadır.⁶⁵² Halka açıklık oranı %50’nin üzerinde olan az sayıdaki şirketin büyük bir kısmında ise yönetim kurulunu belirleme imtiyazı içeren imtiyazlı hisseler mevcuttur. İMKB 100 Endeksini oluşturan şirketlerin sadece 16’sının halka açıklık oranı %50’nin üstünde olduğu bunların da 11’inde yönetimi belirleme yetkisi veren imtiyazlı hisse mevcut olduğu tespit edilmektedir.⁶⁵³ Bunun anlamı, İMKB 100 Endeksini oluşturan şirketlerden sadece 5’inde borsada işlem gören hisselerinin tamamını almak suretiyle yönetim kontrolünün ele geçirilmesinin ihtimal dahilinde olduğudur.

Şirketlerin halka açıklık oranlarının yüksek olması, yani yönetim kontrolünün borsadan hisse alımı ile ele geçirilmesi mümkün olsa dahi, kontrolün borsadan hisse alımı ile gerçekleştirilmesi çok tercih edilen bir yöntem olmayacaktır. Zira borsadan hisse alımı hissenin fiyatını yükselteceğinden bu şekilde kontrol sağlanmasının maliyeti oldukça yüksek olur.⁶⁵⁴ Bunun yerine böyle bir durumda belirli bir seviyeye, örneğin, açıklama zorunluluğunun ortaya çıktığı %5’e kadar borsada alım yapılması, hemen bu seviyede çağrı yöntemine başvurulması tercih edilebilecektir.⁶⁵⁵

⁶⁵² Bkz. Tablo 2, 3.

⁶⁵³ Bkz. Tablo 3.

⁶⁵⁴ Hedef şirket sermayesinin veya oy haklarının %5, %10, %15, %20, %25, 1/3’üne sahip olunması halinde kamuya bildirimde bulunma zorunluluğu (SPK Seri:VIII No.54 Tebliği md. 5/a.) nedeniyle piyasanın hissenin toplandığından bilgisi olur. Bu durumda alımların devam edeceği ve zorunlu çağrının doğacağı beklentisiyle hissenin fiyatında artış olması beklenir.

⁶⁵⁵ Çağrı fiyatı, kontrol primi nedeniyle normal olarak borsa fiyatından daha yüksek olacaktır. İşlem çağrı kapsamına girdiğinde tüm hissedarlara söz konusu primli fiyatın uygulanması söz konusu olacaktır. Bu durumda çağrının ilânından önce çağrı fiyatından daha düşük bir fiyatla hisse toplanması ve maliyetin azaltılması istenecektir.

Borsadan hisse alımının, borsa dışı blok alışı göre bir dezavantajı ise, borsada alım yapılan şirket hakkında mali ve hukuki inceleme (due diligence) ⁶⁵⁶ yapma imkânının bulunmamasıdır. İyi bir due diligence çalışması, hedef şirketin risklerini ve varlıklarını daha yakından tanıyarak daha gerçekçi bir alım fiyatının belirlenmesi gibi yararları bulunur. ⁶⁵⁷

Bazı durumlarda hisse alımı işleminin yapılması gerçekte taraflar arasında borsa dışında kararlaştırılmış olmakla birlikte işlem İMKB’de toptan satışlar pazarında (TSP) gerçekleştirilmektedir. ⁶⁵⁸ TSP’de gerçekleşecek işlemlerde anlaşma asıl olarak taraflar arasında borsa dışında yapıldığından alıcı, şirkete ilişkin due diligence incelemesi yapma imkânına sahip olur. İşlemin İMKB’de gerçekleşmesi de fiyatın tescil edilmesi dışında fazla bir anlam taşımaz. Dolayısıyla söz konusu işlemi, de işlem her ne kadar borsada gerçekleşmiş olarak tescil edilmiş olsa da esasında borsa dışı alım olarak nitelendirmek gerekir. Borsa dışında yapılan anlaşmanın İMKB’den tescil amaçlı geçirilmesi daha çok yabancıların yaptıkları hisse alımları için kullanılan bir yöntemdir. Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar’a göre yurtdışında yerleşik kişilerin, Türk şirketlerinin menkul kıymetlerini satın almaları serbest olmakla birlikte, söz konusu alım-satım işlemlerini sermaye piyasası mevzuatına göre yetkili bulunan banka ve aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleştirmeleri gerekmektedir. ⁶⁵⁹ Öte yandan Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik’in ⁶⁶⁰ 55. maddesi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği’nin ⁶⁶¹ 27/b maddesi hükümleri borsada işlem görme zorunluluğunu düzenlemektedir. Sözü edilen madde hükümlerine göre, borsada işlem gören menkul kıymetlere ilişkin alım ve satım emirlerinin borsaya gönderilmesi esastır. Borsada işlem yapılmasına

⁶⁵⁶ Due Diligence konusu için bkz. Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 74.vd.; Serhat Kutlan, Birleşme ve Devralmada Due Diligence, Yaklaşım Yayıncılık San. Tic. A.Ş., Ankara, 2004.

⁶⁵⁷ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 74.

⁶⁵⁸ İşlemin Toptan Satışlar Pazarı’nda gerçekleşebilmesi için, işlem miktarının o hisse senedi için belirlenmiş özel emir miktarından fazla olması gerekir. İMKB Toptan Satış Genelgesi (En son 05.07.2007 tarih ve 265 sayılı İMKB Genelgesi ile değiştirilmiştir.) md. VI. Özel emir ile TSP’de satış arasındaki en önemli fark özel emrin borsaya iletilen başka bir emirle karşılaşma riskinin mevcut olması, Toptan Satış Pazarı’nda ise işlemin önceden anlaşma yapan kişiler arasında gerçekleştirileceğinin kesin olmasıdır.

⁶⁵⁹ Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar md. 15/d.

⁶⁶⁰ Bakanlar Kurulu’nun 02.10.1984 tarih ve 84/8581 sayılı kararı ile kabul edilen yönetmelik, 06.10.1984 tarih ve 18537 sayılı RG’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

⁶⁶¹ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği 19.12.1996 tarih ve 22559 sayılı RG’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

ilişkin bir istisna getirilmiş olmadıkça borsa üyeleri, müşterileri ve kendi portföyleri için yapacakları işlemlere ilişkin emirleri borsaya iletmekle yükümlüdürler. Yabancıların, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar uyarınca işlemlerini mevzuata göre yetkili aracı kurumlarla yapma yükümlülüğü Borsa mevzuatında yer alan Borsa'da işlem zorunluluğu ile bir arada değerlendirilecek, yabancıların hisse alımlarının borsada yapılmasının zorunlu olduğu görüşü bu alanda yaygın olarak ileri sürülen bir görüş olmuştur. Bu nedenle İMKB'de işlem gören bir şirketin hisselerinin yabancılar tarafından satın alınması, borsa dışında yapılan bir anlaşma ile yapılmış olsa dahi işlemin İMKB Toptan Satış Pazarı'nda tescil edilmesi yaygınlık kazanan bir uygulama olmuştur. Kanaatimizce farklı amaçlar taşıyan iki ayrı düzenlemenin bu şekilde birlikte değerlendirilerek böyle bir sonuca varılmasında bir isabet bulunmamaktadır. Kaldı ki söz konusu yönetmeliklerin esas dayanağı olan 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname'de⁶⁶² işlemlerin borsada yapılma zorunluluğuna ilişkin bir hüküm de bulunmamaktadır. Ayrıca yurt içinde yerleşik kişiler açısından uygulanması savunulmayan borsada işlem zorunluluğunun bu şekilde dolaylı bir yorumla sadece yabancılar için uygulanılmasını savunmak kabul edilebilir bir görüş değildir. Bu kapsamda, yabancıların borsa dışında gerçekleştirdikleri blok hisse alım işlemlerinin borsadan geçirilmesinin hukuki bir zorunluluk olduğu görüşüne katılmamaktayız.

Borsada yapılan alımlarla, bir kişi ve bu kişi ile birlikte hareket edenlerin, doğrudan veya dolaylı olarak hedef şirketin sermayesinin veya toplam oy hakkının %5, %10, %20, %25, 1/3, %50, 2/3 ve %75'ine veya daha fazlasına sahip olması halinde, bu kişiler tarafından bildirim yapılması gerekir. Söz konusu oranlar aşıldıktan sonra belirtilen seviyelerin tekrar altına düşülmesi halinde de bildirimde bulunma yükümlülüğü doğmaktadır.⁶⁶³ Bu bildirimde, hisse edinimi yapan kişinin kimlik bilgileri, bildirim konu işlemlerin tarih, tutar ve miktarları, işlem öncesi ve sonrasında ortaklıkta sahip olunan pay ve oy haklarının sermayeye oranına yer verilmesi zorunlu tutulmuştur.⁶⁶⁴ Bu bildirim esas

⁶⁶² 06.10.1983 tarih 18183 RG'de (Mükerrer) yayınlanmıştır.

⁶⁶³ SPK Seri:VIII No.54 Tebliği md. 5/1.a.

⁶⁶⁴ SPK Seri:VIII No.54 Tebliği md. 8/1.

amacı, Türk hukukunun esinlendiği, ABD hukukunda olduğu gibi ⁶⁶⁵ muhtemel kontrol değişikliği girişimi hakkında hissedarları ve hedef şirket yönetimini haberdar etmek olması gerekir. Ancak, SPK düzenlemelerine göre söz konusu oranların aşılması durumunda yapılan bildirimde hisse ediniminin kontrolü ele geçirme amacı ile yapılıp yapılmadığının açıklanmasına ilişkin bir açıklama istenmemektedir.

B. Borsa Dışı Blok Hisse Alım Yöntemiyle

İMKB’de işlem gören şirketlerin çok büyük bir kısmı ele geçirmeye karşı korunmalı olduğundan, ⁶⁶⁶ Türkiye’de esas olarak yönetim kontrol değişikliği borsa dışında, yönetim kontrolüne sahip hissedarla yapılan özel anlaşma ile gerçekleşmektedir. Zira bu şirketlerin yönetim kontrolünün, başkaca bir yolla, örneğin borsada hisse toplamak ya da çağrı suretiyle ele geçirilmesi mümkün olmamaktadır.

Bu durumda halka açık bir şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyen kişinin şirket yönetim kontrolüne hakim olan kişi veya kişilerle temasa geçmesi gerekecektir. Halka açık bir şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmek için kontrole sahip ortak ile temasa geçildiğinin ve bu hisselerin devrolmasına dair görüşmelerin başladığının duyurulması, hisselerin fiyatı üzerinde doğrudan etki yapan bir bilgidir. SPK düzenlemeleri hisse fiyatları üzerinde etkisi olan bilgilerin kamuya açıklanmasını zorunlu kılar. SPK halka açık anonim ortaklıklar ile ilgili kamuya açıklanması gereken özel durumları ve özel durumların kamuya açıklanma şeklini SPK Seri:VIII No.54 Tebliği ⁶⁶⁷ ile düzenlemiştir. SPK Seri:VIII No.54 Tebliği’nde veya SPK’nın başka bir düzenlemesi içinde yönetim kontrol değişikliği görüşmelerinin açıklanmasına ilişkin özel bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu durumda yönetim kontrolünün devralınmasına ilişkin kontrolü ele geçirmek isteyen taraf ile hakim ortak ve şirket yönetimi arasındaki görüşmelerin de kamuya açıklanmasının SPK Seri:VIII No.54 Tebliği hükümlerinin genel hükümleri çerçevesinde yapılması gerekecektir.

⁶⁶⁵ Hazen, s. 269.

⁶⁶⁶ Bkz. Tablo 1, 2, 3, 4.

⁶⁶⁷ SPK Seri:VIII No.54 Tebliği 06.02.2009 tarih ve 27133 sayılı RG’de yayınlanmıştır.

SPK Tebliği'nin 14/1 maddesinde içsel bilgiler olarak tanımlanan, daha önce kamuya açıklanmamış bilgiler ile daha önce kamuya açıklanmış bilgilerdeki değişikliklerin ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde özel durum açıklaması yapılmak suretiyle kamuya duyurulmasını zorunlu kılmıştır. Yönetim kontrol değişikliklerinin başladığı bilgisi, hisse fiyatı üzerinde etkili olduğunda bu anlamda içsel bir bilgidir. SPK Seri:VIII No.54 Tebliği 4 (f)'de içsel bilgiyi “*sermaye piyasası aracının değerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgiler...*” olarak tanımlanmıştır. Bu durumda yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyen kişinin veya temsilcilerinin yönetim kontrolünü devralma niyetlerinin şirket kontrolüne sahip olan kişi veya bu kişinin temsilcilerine iletilmesiyle birlikte açıklanması gereken içsel bilgi doğmuş olur.

Tebliğ'e göre, söz konusu bilgi, hedef şirket tarafından biliniyorsa, açıklama yükümlülüğü de şirkete ait olacaktır.⁶⁶⁸ Eğer söz konusu bilgi şirketçe bilinmiyorsa kendisine teklif götürülen şirket sermayesi ve oy haklarının önemli bir kısmını elinde bulunduran hissedar açıklama yükümlülüğü altında olacaktır.⁶⁶⁹ Özel durum açıklamasının, içsel bilginin ortaya çıktığı veya öğrenildiği anda en seri haberleşme vasıtasıyla yapılması gerekmektedir.⁶⁷⁰ Bu durumda eğer söz konusu bilgi şirketin bilgisi dahilindeyse şirket, değilse temasa geçilen hissedar tarafından derhal özel durum açıklamasının yapılması gerektiği sonucu ortaya çıkmaktadır. Ancak, henüz hiçbir konunun netleşmediği bir aşamada, hisse fiyatı üzerinde etkili olacak bir bilginin kamuya duyurulması da hem taraflarca istenmez hem de bazı sakıncalar yaratabilir. Kontrolü ele geçirmek isteyen açıklama yapılmadan önce mümkün olduğu kadar düşük fiyatla hisse toplamak istediğinden açıklama yapılmasını istemez. Buna karşın örneğin henüz kontrolü devralma konusunda kesin bir kararın olmadığı, bir finansman sağlanamadığı dönemde bu bilginin açıklanması ve sonradan anlaşma ya da finansmanın sağlanamaması

⁶⁶⁸ SPK Seri:VIII No.54 Tebliği md. 14/1.

⁶⁶⁹ SPK Seri:VIII No.54 Tebliği md. 14/2.

⁶⁷⁰ SPK Seri:VIII No.54 Tebliği md. 21/2. SPK'nın özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin önceki düzenlemelerinden SPK Seri:VIII No.20 Tebliği'nin yürürlükte olduğu 1996 yılında yayınlanmış bir SPK ilke kararında, özel durumların ortaya çıkması sonucunu doğuracak işlemlerin veya görüşmelerin başlaması durumunda, görüşmelerin başlaması aşamasında, görüşmeler boyunca kesinleşen hususlarda her aşamada ve görüşmeler sonuçlandığında özel durum açıklaması yapılmasının gerekli olduğu ifade edilmiştir. Bkz. SPK 1996/17 sayılı HB'de yayınlanan Kurul ilke kararı.

nedeniyle satın alma işleminden vazgeçilmesi, hisse fiyatı üzerinde dalgalanma yaşanmasına sebep olabilecek ve yatırımcıların bundan zarar görmesine sebep olabilecektir.

İngiltere'deki City Code kuralları bu konuda, bilginin piyasaya sızması hisse senetleri fiyatları üzerinde bir hareketlenme söz konusu olmadıkça bu konudaki bir bildirim, ancak niyetin ve yeterli finansmanın sağlanmasının kesinleşmesinden sonra yapılması öngörülmektedir. Bununla birlikte görüşmelere ilişkin bilginin sızması ve hisse fiyatının hareketlenmeye başlaması halinde Panel, bildirim gecikmeksizin yapılması gerektiği görüşündedir.⁶⁷¹ ABD'nin uygulaması da aynı yöndedir. Türkiye'de ise bu yönetim kontrol değişikliğinin kamuya duyurulmasına ilişkin özel bir hüküm olmadığından ancak genel hükümlerden yola çıkarak bir sonuca varılabilir. SPK Seri:VIII No.54 Tebliği'nin 15. maddesine göre *“bir ortaklık, sorumluluğu kendisine ait olmak üzere meşru çıkarlarının zarar görmemesi için içsel bilgilerin kamuya açıklanmasını, bunun kamunun yanıtılmasına yol açmaması ve ortaklığın bu bilgilerin gizli tutulmasını sağlayabilecek olması kaydıyla erteleyebilir.”* Bu durumda kanaatimizce, kendisiyle temasa geçilen şirket ve hissedar, ancak Tebliğ'in 15. maddesindeki koşulların varlığı halinde bilgilerin açıklanmasını erteleyebilir. Aksi takdirde açıklamanın yapılma zorunluluğunun doğduğu kabul edilebilecektir. Ancak ortaklığın meşru bir çıkarı açıklama neticesinde zedelenecekse erteleme söz konusu olabilecektir. Dolayısıyla meşru çıkarın zedelenmesi durumu söz konusu olmadıkça Tebliğ'e göre erteleme yapılamayacaktır. Kanaatimizce henüz kesinleşmeden bilginin açıklanmasından sonra devralma işleminin tamamlanmamış olmasının yaratacağı manipülatif ortam ve sebep olabileceği zarar riskinin meşru sebep olarak kabul edilmesi gerekir.

Bilginin kesinleşmeden açıklanması yalnız hissedarlar değil, doğrudan şirket üzerinde de olumsuz etki yaratabilir. Şirketin finansal güçlükten kurtulması için yapılan yönetim kontrol değişikliğinin, böyle bir açıklama neticesine kesilmesi, tamamlanamaması riski de şirketin meşru çıkarlarına zarar verir. Henüz bu aşamada kesinleşmemiş bilginin açıklanması yatırımcıları yanıltma riski taşır. Bu da şirketin sorumluluğunu gerektiren bir durumdur. Böyle bir bilginin açıklanması

⁶⁷¹ Bkz. §5 IV A.

aynı zamanda SPKn. md. 47/I-A-3 maddesine de aykırı düşebilecektir. SPK 47/I-A-3 maddesine göre, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyecek yanıltıcı ve mesnetsiz bir bilgi vermek suç teşkil eder.⁶⁷² Bu durumda şirket için bilginin açıklanmasının ertelenmesi kararı vermesi aynı zamanda bir gereklilik olarak ortaya çıkabilir. Açıklama yükümlülüğünün hissedara düşmesi durumunda hissedarın böyle bir kararı alamayacağı anlaşılmaktadır. Zira erteleme kararı verilebilmesi için hedef şirket yönetim kurulunun karar alması gerekmektedir.⁶⁷³ Bu durumda kendisi ile temasa geçilen hakim ortağın açıklama yükümlülüğünden kurtulması için derhal durumu şirket yönetim kuruluna bildirmesi ve ertelemeye şirket yönetim kurulunun karar vermesi gerekir. Eğer hedef şirket yönetim kurulu erteleme kararı vermezse kendisiyle temasa geçilen hissedar açıklama yapmak durumunda kalabilir.

Tebliğ hükmüne göre ayrıca, ertelemenin kamunun yanıltılmasına yol açmaması gerekmektedir. Yukarıda belirtildiği gibi devralma konusunda hiçbir netliğin olmadığı bir dönemde açıklama yapılması kamuyu yanıltabilir. Dolayısıyla bu durumda bu şartın da oluştuğu kabul edilebilir. Bunun dışında şirketin bilgilerin gizli tutulmasını sağlayabilmesi gerekmektedir. Söz konusu görüşmelere katılan mali danışmanlar, bağımsız denetim firmaları ve avukatlık büroları çalışanları dahil çok sayıda kişi görüşmelerden haberdar olacaktır. Bu durumda şirket görüşmeye katılanlardan yazılı gizlilik taahhütnamesi istemelidir.⁶⁷⁴ Ayrıca şirket, SPK Seri:VIII No.54 Tebliği md.15/3'te sayılan diğer tedbirleri almakla yükümlü olacaktır. Aksi bir davranış şirketin sorumluluğunu ortaya çıkarabilecektir. Şirket gizlilik taahhütnamesi almış ve diğer yükümlülüklerini yerine getirmiş olmasına rağmen bilgi sızar ve hisse fiyatında artış görülürse ne yapılması gerekir? SPK Seri:VIII No.54 Tebliği'nin 17. maddesinde hisse fiyatında dalgalanma yaşandığında ilgili borsanın teklifi üzerine şirketin derhal açıklama yapmakla yükümlü olduğu belirtilmiş, ancak Tebliğ'in 15. maddesi, yani içsel bilginin kamuya açıklanmasına ilişkin hükmünün saklı olduğu ifade edilmiştir. Buna karşın Tebliğ'in 15/3 (c) maddesine göre bilgilerin gizliliğinin sağlanamaması halinde bilginin kamuya açıklanmaması gerekmektedir. Birbiriyle

⁶⁷² 47/I-A-3'e aykırılık aynı madde hükmüne göre iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası gerektirmektedir.

⁶⁷³ SPK Seri:VIII No.54 Tebliği md. 15/son.

⁶⁷⁴ SPK Seri:VIII No.54 Tebliği md. 14/4.

çelişkili olarak görülebilecek iki hüküm ancak şu şekilde yorumlanırsa bir anlam taşıyabilir. Eğer bilgi şirket dışında bir kaynaktan sızmışsa 15. madde hükmü saklı olur ve ertelenmiş bilgi açıklanmaz. Ancak bilgi içeriden sızmışsa 17. maddenin 15. maddeye atfı 15/3 (c)'ye yapılmış olarak kabul edilir ve 15/3 (c) maddesi hükmü uyarınca ertelemeye son verilir ve içsel bilginin kamuya açıklaması yapılır.

Şirketin yönetim kontrolüne sahip olan hissedarlarla görüşme yoluyla yönetim kontrolünün ele geçirilmesinde, kontrolü devralmak isteyen kişi, hisseleri devralmadan önce şirket hakkında, kamuya açıklanmış olanlardan daha ayrıntılı bilgilere sahip olur. Alıcı ve satıcı arasında öncelikle aralarında varmış oldukları anlaşma noktaları ile satın alma prosedürünün ne şekilde işleyeceği gibi hususları içeren, tarafların alım ve satım kararı için bir bağlayıcılığı olmayan bir anlaşma imzalanır.⁶⁷⁵ Alıcı tarafa şirket hakkında kamuya açıklanmamış bilgiler verilecekse, verilecek bilgilerin gizliliğinin korunması için mutlaka verilen bilgileri açıklamayacağına dair taahhütleri içeren gizlilik anlaşmasının imzalanması gerekir. Yapılan due diligence⁶⁷⁶ çalışması neticesinde taraflar fiyat ve diğer hususlarda anlaşmaya vardıkları takdirde bu kez bir hisse alım sözleşmesi akdedilir. Bu anlaşmadaki en önemli husus hisselerle ödenecek fiyattır. Hisse fiyatının önemi, sadece alıcı ile satıcı arasındaki ilişki de değildir. Bu fiyat aynı zamanda yönetim kontrol değişikliği neticesinde ortaya çıkacak zorunlu çağrıda da uygulanacak hisse satış fiyatı olacaktır. Bu nedenle söz konusu fiyat, hisselerin borsa fiyatını doğrudan etkileyebilecek nitelikte, SPK Seri:IV No.58 Tebliği'nde yapılmış tanıma göre "içsel bilgidir". Söz konusu bilgi, hisse fiyatı üzerinde doğrudan etkili bir bilgi olduğundan bu bilginin, kamuya açıklanmadan kullanılmasının SPKn. md. 47/I-A-1'de düzenlenmiş içeriden öğrenenlerin ticareti suçunu oluşturması söz konusu olabilecektir.⁶⁷⁷

Hisse alım anlaşması imzalanmasından sonra, hisse alımına ilişkin kamu kuruluşlarından alınması gereken izinler varsa, bunların başvurularının yapılması

⁶⁷⁵ Bu anlaşma İngilizce'de "letter of intent" olarak adlandırılmaktadır.

⁶⁷⁶ Bkz. Bölüm 3, II, A.

⁶⁷⁷ SPK tarafından SPKn. md. 47/I-A-1'de düzenlenmiş olan içeriden öğrenenlerin ticareti suçuna aykırılık nedeniyle yapılan suç duyurularına bakıldığında SPK'nın yönetim kontrol değişikliği görüşmeleri sırasında sızan bilginin kullanılması nedeniyle suç duyurusunda bulunduğu görülmektedir.

ve gerekli izinlerin alınması gerekir. Bunların başında Rekabet Kurulu'ndan alınması gereken izin de bulunmaktadır. Bunun dışında devralınan şirketin tabi olduğu mevzuata göre, belirli oranda veya kontrolü sağlayan hisselerin devri ilgili kamu kuruluşunun iznine tabi tutulmuşsa, ilgili kuruluştan hisse devri için izin alınması gerekecektir.⁶⁷⁸ Rekabet Kurulu ve gerekli diğer izinlerin alınması ve anlaşmada belirtilen diğer şartların yerine gelmesinden sonra taraflar hisse devrini gerçekleştirmek üzere bir araya gelirler. Kapanış (closing) olarak adlandırılan bu toplantıda, satıcı taraf hisselerin devrini gerçekleştirirken alıcı taraf da anlaşmaya uygun olarak hisse alım bedelini öder. Şirket oy haklarının çoğunluğunu temsil eden hisselerin devri ile birlikte alıcı taraf artık şirket yönetimini belirleyecek hisselerle sahip olacaktır. Ancak, hisselerle sahip olmakla birlikte şirket yönetimine fiilen hakim olunması için alıcı tarafından belirlenen kişilerin yönetim kuruluna seçilmesi gerekir. Bunu sağlamak üzere kapanış günü, genel kurulun toplanması alıcı tarafından belirlenen kişilerin yönetim kuruluna seçilmesi mümkündür. Bunun yanı sıra mevcut yönetim kurulu üyelerinin kademeli olarak istifa etmesi suretiyle yeni yönetim kurulu üyeleri yönetim kurulu tarafından seçilebilir. Bu durumda genel kurulun toplanmasına da ihtiyaç duyulmayacaktır. Ancak bunun için mevcut yönetim kurulu üyelerinin istifa etmeye razı olması gerekir. İstifa söz konusu olduğu takdirde, kapanış toplantısında kademeli olarak alıcının belirlediği yönetim kurulu üyelerinin TTK md. 315'e göre seçilmesi mümkün olur. Yeni TTK'da boşalan üyeliklere yönetim kurulu tarafından üye atanması konusunda bir değişiklik bulunmamaktadır. Yeni TTK md. 363'e göre de yönetim kurulu

⁶⁷⁸ Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, SPK Seri:VI No.24 Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca SPK iznine; Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, SPK Seri:VI No.11 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca SPK iznine; İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca SPK iznine; Aracı Kuruluşlar, SPK Seri:V No.46 Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ uyarınca SPK iznine; Gayrimenkul Değerleme Hizmeti Verecek Şirketler, SPK Seri:VIII No.35 Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Gayrimenkul Değerleme Hizmeti Verecek Şirketler ile Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ uyarınca SPK iznine; Portföy Yönetim Şirketleri, SPK Seri:V No.59 Portföy Yöneticiliği Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca SPK iznine; Radyo ve Televizyon Kuruluşları, 6112 Sayılı Radyo ve Televizyonların Kuruluş ve Yayın Hizmetleri Hakkında Kanun uyarınca Radyo Televizyon Üst Kurulu iznine; Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri, Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik uyarınca BDDK iznine; Finansal Holding Şirketleri, Finansal Holding Şirketleri Hakkında Yönetmelik uyarınca BDDK iznine; Varlık Yönetim Şirketleri, Varlık Yönetim Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik uyarınca BDDK iznine; Bankalar, 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu ve Bankaların İzne Tabi İşlemleri İle Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Yönetmelik uyarınca BDDK'nın iznine; 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu uyarınca .

üyeliğinin boşalması halinde yönetim kurulu, kanuni şartları haiz birini geçici olarak yönetim kurulu üyeliğine seçip ilk genel kurulun onayına sunar.

III. Çağrı (Tender Offer)

A. Genel Olarak

Çağrı (“tender offer”) ⁶⁷⁹ halka açık bir şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmek için kullanılan bir yöntemdir. Çağrıda, halka açık bir şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmek veya stratejik öneme sahip belirli bir paya sahip olmak isteyen bir kişi veya bir grup, şirketin tüm hissedarlarına hisselerini satmaları için bir teklifte bulunmaktadır.

Önceki bölümlerde de açıklandığı gibi, ABD ve İngiltere’de şirketlerin halka açıklık oranlarının çok yüksek olması nedeniyle şirket yönetim kontrolünün hissedarlara yapılan bir çağrı neticesinde ele geçirilmesi mümkün olmaktadır.

Türkiye’de ise halka açık şirketlerin halka açıklık oranlarının oldukça düşük olması ve şirketlerde borsada işlem görmeyen imtiyazlı payların bulunması sebebiyle, yönetim hakimiyetine sahip hissedarlar ile anlaşma yapılmadan, hissedarlara çağrıda bulunarak yönetim kontrolüne sahip olunması mümkün olmamaktadır. Bu yüzden Türkiye’de halka açık anonim ortaklıkların yönetim kontrol değişikliği esas olarak, yönetim kontrolüne sahip hissedardan kontrolü sağlayan hisselerin satın alınması ile gerçekleşmektedir.

İzinsiz ya da SPK kaydına alınmaksızın hisse senedi halka arzı karşılığı para toplanması, oldukça sık rastlanılan ve küçük yatırımcıların mağduriyetine sebep olmuş bir konudur. Bu nedenle de Sermaye Piyasası Kanunu’nun ilk kabul edilen halinde de hisse senetlerinin halka arz ve satışı kanuni bir düzenlemeye tabi

⁶⁷⁹ Çağrı konusunda doktrinde kullanılan terminoloji için bkz. İlhan Dinç, Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, Legal Yayıncılık San. Tic. Ltd. Şti., İstanbul, 2006, s. 65.

tutulmuş ve bu hükümlere aykırı hareket edenlere ilişkin ciddi cezai müeyyideler getirilmiştir. ⁶⁸⁰ Buna karşın, bir şirketin kontrolünün ilan yoluyla ele geçirilmesi ise çok fazla karşılaşılan ve sorun yaratan bir konu olmamıştır. Bu bakımdan SPK'nın konuya ilişkin düzenlemesinin ⁶⁸¹ esas gayesi hiçbir zaman, uygulanmasına rastlanılmayan, uygulansa dahi halka açıklık oranlarının düşük olması sebebiyle kontrolü ele geçirme aracı olarak işlev görmesi çok mümkün olmayan çağrıyı (tender offer) değil, kontrol değişikliği durumunda ortaya çıkan kontrol priminden ⁶⁸² tüm hissedarların eşit olarak faydalanmasını sağlamak üzere “zorunlu çağrıyı” düzenlemek olmuştur. Bu bakımdan yönetim kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemenin esas amacı zorunlu çağrı olmuştur. Bu bakımdan çağrı ve zorunlu çağrının ilk düzenlendiği SPK Seri:IV No.8 Tebliği'nde esas olarak zorunlu çağrıya ilişkin temel kurallar belirlenirken, anılan Tebliğ'de isteğe bağlı çağrıya ⁶⁸³ ilişkin eşit fiyat veya oransallık gibi bir kural belirlenmemiştir. SPK'nın konuya ilişkin son düzenlemesi olan SPK Seri:IV No.44 “Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nde ⁶⁸⁴ “isteğe bağlı çağrı” olarak adlandırılan çağrı işleminde uyulması zorunlu olan eşit fiyat ve oransallık gibi ABD ve İngiliz hukukunda çağrı işleminde uygulanan kurallara yer verilmiştir. Böylece SPK'nın Seri:IV No.44 Tebliği'nin kabulünden sonra, bir işlemin çağrı olarak kabul edilmesi hissedarların eşitlik ve oransallık prensibinden yararlanması sonucunu doğuracaktır. Eğer bir işlem çağrı olarak nitelenmezse örneğin bir kişi, üç ayrı kişiden (Örneğin Alıcı A, H1'den 100 tane hisseyi 50 TL'den, H2'den 50 tane hisseyi 30 TL'den ve H3'ten 10 tane hisseyi 25 TL'den almışsa) borsa dışı işlemle farklı fiyatla hisse satın almışsa düşük fiyatla hissesini satanlar ve hiç hisse satmayanlar Alıcıdan herhangi bir hak talebinde bulunamayacaklardır. Buna karşı, Alıcının satın alma işlemi çağrı olarak nitelendirildiğinde ise H2, H3 ve diğer hissedarlar hisselerinin oransal olarak hesaplanacak miktarını 50 TL'den almasını A'dan talep edebileceklerdir.

⁶⁸⁰ SPKn. md. 47/I-A-4.

⁶⁸¹ SPK Seri:IV No.8 Tebliği ve SPK Seri:IV No. 44 Tebliği.

⁶⁸² Bir şirketin yönetim hakimiyetini sağlayan hisselerine göre daha yüksek bedel ödenmesi.

⁶⁸³ O dönemde yürürlükte olan Seri:IV No.8 Tebliği'nde “gönüllü çağrı” olarak ifade edilmiştir.

⁶⁸⁴ 02.09.2009 tarih ve 27337 sayılı RG'de yayınlanmıştır.

B. Çağrı Tanımı ve İşlemin Çağrı Olarak Kabulünün Neticeleri

Çağrı, Seri:IV No.44 Tebliği'nin 3 (d) maddesinde, “bir ortaklığın pay sahiplerine, söz konusu paylarını devralmak üzere yapılan zorunlu veya isteğe bağlı pay alım teklifi” olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımın başarılı bir tanım olduğunu söylemek mümkün değildir. Zira, bu tanıma göre, bir kişinin her hangi bir ilan vermeksizin, yani kamuya açık aleni bir çağrı yapmadan, tanıdığı bir kişiye yaptığı hisse alım teklifinin dahi rahatlıkla “çağrı” kavramına girdiğinin ve bu işlemin Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine tabi olduğunun savunulması mümkündür. Halbuki Tebliğ'in amacının, böyle aleni olmayan iki kişi arasındaki alım teklifini düzenlemek olmadığı açıktır.

Tebliğ'de “çağrı” ibaresi ile “zorunlu çağrı” ve “isteğe bağlı çağrının” kastedildiği belirtilmiş olmakla birlikte, her şeyden önce “isteğe bağlı çağrının” kendisinin bir tanımının yapılması ihtiyacı bulunmaktadır. Buna karşın Tebliğ içinde isteğe bağlı çağrının bir tanımı yapılmamış, 13. maddede, “ortaklar veya üçüncü şahıslar tarafından, ortaklık paylarının tamamı ya da bir kısmı için çağrıda bulunulabilir” şeklinde bir ifade kullanılmakla yetinilmiştir. SPK düzenlemesi içinde “çağrı” tanımının yapılmasının, özellikle Seri:IV No.44 Tebliği'nin yürürlüğe girmesinden sonra, daha da önemli bir hale geldiği kanaatini taşımaktayız. Seri:IV No.44 Tebliği'nin yürürlüğe girmesinden önceki dönemde ⁶⁸⁵ de “çağrı” tanımı yapılmamış olmakla birlikte, zorunlu çağrı dışında kalan çağrılarda “eşit fiyat” veya “oransallık” gibi uygulanması zorunlu kurallar bulunmadığından, bir işlemin çağrı kapsamına girip girmediğinin, tarafların hakları bakımından o kadar fazla bir önemi bulunmamaktaydı. Bu dönemde, asıl önemli düzenlemenin zorunlu çağrı olduğu görülmektedir. Seri:IV No.44 Tebliği ile birlikte, isteğe bağlı yapılan çağrılar, ABD'de William Act ve İngiltere'de City Code Kurallarında olduğu gibi uyulması zorunlu kurallara tabi olmuştur. Çağrıda uyulması zorunlu kuralların başında, tüm hissedarlara eşit fiyat uygulanması (eşit fiyat veya en iyi fiyat kuralı)

⁶⁸⁵ Bu dönemde gerek isteğe bağlı çağrı gerekse zorunlu çağrı Seri:IV No.8 Tebliği ile düzenlenmekteydi.

⁶⁸⁶ isteğe bağlı ve kısmi çağrıda, çağrıyı kabul edenlerin talebinin, satın alınmak istenen hisse miktarından fazla olması durumunda taleplerin oransal (pro-rotal) karşılanması (oransallık kuralı) gelmektedir.

Ayrıca ABD ve İngiltere’de, çağrı konusu hisse üzerinde manipülatif işlemlerin yapılmasının önlenmesi ve yatırımcıların korunması bakımından çağrının belirli kurallara tabi olarak yapılması zorunluluğu bulunmaktadır. Medyada bir kişinin halka açık bir şirketin hisselerini satın almayı planladığı yönünde haberler çıkmaya başlaması veya bir kişinin şirketin tüm hissedarlarına hisse alım teklifi içeren bir mektup göndermesi durumunda uygulanması gereken kurallar ne olacaktır? Bu tür haberlerin çıkması ve yayılması ile birlikte belirsizlik içinde bir beklenti doğacağı ve hisse fiyatında bir hareketlenme yaşanacağı muhakkaktır. İşte bu belirsizliklerden yatırımcıların zarar görmemesi için, çağrının hangi aşamada, nasıl kamuya duyurulacağı; çağrı için idari otoriteye (SEC veya Panel) başvurma zorunluluğu; çağrı haberlerinin medyaya sızması durumunda belirli bir süreye kadar çağrı yapma veya yapmama iradesinin beyan edilmesi zorunluluğu (“put up or shut up” kuralı) ⁶⁸⁷; çağrının duyurulmasının öncesindeki ve sonrasındaki dönem içinde çağrı konusu hisse alım ve satımına ilişkin yasaklar gibi hususlar oldukça ayrıntılı bir şekilde düzenlenmekte ve söz konusu kurallara aykırılık hukuki ve cezai müeyyidelere tabi tutulmaktadır.

Dolayısıyla, bir hisse satın alma işlemi “çağrı” olarak kabul edildiğinde, söz konusu işlem, ilgili düzenlemelerde yer alan tüm bu kurallara tabi olacak, bu kurallara aykırı olarak yapılan işlemler hukuki ve cezai müeyyideye tabi tutulacaktır. Öte yandan işlem, çağrı olarak nitelendirilmediğinde, söz konusu kural ve düzenlemelere tabi olmadan yapılabilecektir.

Bir işlemin çağrı teşkil edip etmediği bazı durumlarda oldukça açıktır. Mesela borsadan yapılan alımlar, yönetim kontrolü amacıyla yapılıyor olsa da genel olarak çağrı olarak kabul edilmemektedir. Bununla birlikte daha önce anlaşmaya

⁶⁸⁶ SPK Seri:IV No.44 Tebliği’nde eşit fiyat, bir genel esas olarak belirlenmiş olmakla birlikte Tebliğin yazılım şekli bu kuralın sadece zorunlu çağrıya uygulanacağı, isteğe bağlı çağrıda ise uygulanmayacağı şeklinde yorumlanmaya da müsait hale getirmiştir.

⁶⁸⁷ İngiltere’deki “Put up or shut up” kuralı hakkındaki açıklamalar için bkz. §5 IV A.

varılmış olan alıcılarla borsada toptan satış pazarında yapılan blok satışlarda sırf işlemin borsada yapılmış olması gerekçe gösterilerek işlemin çağrı olmadığı savunulamaz. Eğer anlaşmaya varılan hissedarlara yapılan teklif, “çağrı” niteliğinde bir işlem ise işlemin sonradan borsadan geçmesi, işlemin hukuki niteliğini değiştirmez kanaatini taşımaktayız. Yine bir kişinin, şirketin yönetim kontrolüne sahip ortağına götürdüğü alım teklifi ve bu çerçevede gerçekleşen alım işlemi “çağrı” tanımı kapsamına giren bir işlem olarak nitelendirilmez.

Öte yandan bazı işlemlerin de çağrı kavramı kapsamına giren bir işlem olduğu çok açıktır. Örneğin bir kişinin SPK Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine göre SPK’ya başvurmak ve Tebliğ ekindeki bilgi formunu doldurmak ve ilan etmek suretiyle yapmış olduğu alım teklifinin “çağrı” olduğu konusunda bir tereddüt duyulmaz.

Buna karşın borsa dışında, ilan verilmeksizin, çok sayıda kişi ile temasa geçilmek suretiyle yapılan hisse alımlarında durum her zaman bu kadar açık olmayabilir. ABD’de “street sweep” olarak adlandırılan, çok kısa sürede yüksek tutarlarda borsa dışında yapılan alımlarla şirketlerin kontrol ele geçirme girişimlerine sıklıkla rastlanılmaktadır. Söz konusu borsa dışında ve kısa süre içinde agresif bir şekilde yapılan alımların çağrı kapsamına girip girmediği, yani ABD’deki William Act hükümlerine tabi olmadan yapılıp yapılamayacağı ABD’de tartışılan konulardan biridir. ABD’de çağrıya ilişkin mevzuatta, çağrının (tender offer) bir tanımı yapılmamıştır. Tanımın yapılmama sebebinin, uygulamaya esneklik kazandırılması, hangi işlemin çağrı kapsamına gireceğinin mahkemelere bırakılması olduğu belirtilmektedir. ABD’de bir işlemin çağrı olarak kabul edilip edilmeyeceğinin, dolayısıyla William Act’e tabi olup olmayacağının tespitinde mahkemelerce benimsenen yöntem “Wellman Testi” veya “8 Faktör Testi” olarak adlandırılan testtir. Wellman testine göre, bir işlemin çağrı/tender offer olarak kabul edilip edilmemesinde dikkate alınması gereken sekiz faktör şöyledir: (1) Hisselerini satın almak için aktif ve yaygın olarak ilişkiye geçilen hedef şirket ortaklarının sayısının fazla olması, (2) Satın alma talebinin şirket hisselerinin önemli bir yüzdesi için yapılmış olması, (3) Önerilen fiyat teklifinin piyasa fiyatının üzerinde olması, (4) Alım teklifine dair hükümlerin, üzerinde müzakere edilebilir olmaktan uzak, karşı tarafa dikte ettirilmesi şeklinde olması, (5)

Teklifin, belirli sayıda hissenin teklifi kabul etmesi şartına bağılı olarak yapılması, (6) Teklifin sadece limitli bir zaman dilimi için açık olması, (7) Hisse sahiplerinin hisselerini satma baskısı altında kalmış olmaları, (8) Satın almaya ilişkin yapılan kamuya açıklamanın ardından veya bu açıklama ile birlikte hızlı bir şekilde önemli tutarda hisse alımına geçilmesi.⁶⁸⁸ Bu faktörleri dikkate almak suretiyle yapılacak değerlendirmeye göre bir işlem çağrı olarak kabul edildiğinde⁶⁸⁹ satın alma işleminin William Act hükümlerine uygun olarak yapılması gerekmektedir. Eğer işlem çağrı niteliğinde olmasına karşın, William Act hükümlerine uyulmadan gerçekleşmişse bu kez hissedarlar, çağrıda geçerli eşitlik ve oransallık kuralı gereği hisselerini satma sahip olabilecekler ve William Act hükümlerine aykırılıktan sorumluluğun doğması söz konusu olacaktır.

SPK'nın gerek önceki düzenlemesi Seri:IV No.8 Tebliği, gerekse yeni düzenlemesi olan Seri:IV No.44 Tebliğinde çağrının tam bir tanımı olmadığı gibi, çağrı kapsamına girebilecek bir işlem yapıldığında ya da çağrı yapılacağına ilişkin haberler medyada çıktığında, bu işlemlerin muhatabını SPK'ya başvurmaya veya kamuya belirli bir açıklama yapmaya zorlayan bir hüküm de bulunmamaktadır. Sadece Tebliğ md. 17.1.(a)'da, bir ortaklığın sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak ortaklık paylarının toplanmasına karar verilmesi durumunda kamuya açıklama yapılması zorunluluğu düzenlenmiştir. Buradaki kamuya açıklanması istenen çağrı kararının, Tebliğ hükümlerine göre SPK'ya başvurularak yapılacak olan çağrıya ilişkin olduğu, Tebliğ dışında çağrı kapsamına girebilecek işlemlere ilişkin bir hükme yer verilmediği görülmektedir.

Dolayısıyla kanaatimizce Tebliğde düzenlenmemiş, çağrı tanımı kapsamına girebilecek işlemler için burada bir boşluk bulunmaktadır. Bir kişi SPK'ya başvuruda bulunmadan adreslerini ele geçirdiği, bir şirketin tüm hissedarlarına mektup yazıp hisselerini satın almayı teklif etse ya da bir gazeteye verdiği röportajda, şirketin hisselerini satın almaya hazır olduğunu söylese veya bir

⁶⁸⁸ Wellman testi hakkındaki açıklamalarımız için bkz. §3 III A.

⁶⁸⁹ ABD mahkemeleri bu faktörlerin hepsinin bir arada bulunmasını aramamakta ve faktörlerin her birine eşit ağırlık vermektedir.

dergiye XYZ hisseleri alınır diye bir ilan verse ⁶⁹⁰ ve hisseleri satın almaya başlasa bu durum SPK Seri:IV No.8 Tebliği hükümleri çerçevesinde nasıl değerlendirilecektir? Bu ilan, mektup veya röportaj, Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine göre bir çağrı olarak kabul edilecek midir? Eğer işlem Tebliğe aykırı olarak neticelendirilirse bunun neticeleri neler olacaktır?

Gerek Seri:IV No.44 Tebliği, gerekse SPK'nın diğer düzenlemelerinde bu sorulara açık bir cevap bulmak mümkün değildir. Bu nedenle böyle bir durumda SPK'nın nasıl bir tavır alacağı da belirsizdir. Bu konuda fikir yürütürsek, SPK'nın bu konudaki kararı iki şekilde olabilir. Birincisi, bu şekilde yapılan edinimler zorunlu çağrıyı doğurmadıkça, SPK duruma müdahale etmez ve zorunlu çağrıyı doğuran edinimden sonra zorunlu çağrıya ilişkin kuralları işletir. İkinci ihtimal ise SPK'nın, mektup, röportaj veya ilan ile hisse toplanmasının çağrı kavramı kapsamına girdiğine karar vererek, kendisine başvurulmadan başlatılan girişime son verilmesini ve eğer bu şekilde çağrı oluşturacak şekilde hareket edilecekse Seri:IV No.44 Tebliği 13. ve 14. madde hükümlerine, bu arada oransallık ve isteğe bağlı çağrıya ilişkin diğer kurallara uyulmasını talep etmesidir. Böyle bir durumda SPK'nın ikinci şekilde karar vermesinin olması gereken hukuk açısından daha doğru olacağını düşünmekteyiz. ⁶⁹¹

Konu ile ilgili SPK kararlarını incelediğimizde, SPK'nın çağrıya ilişkin düzenlemelerine uyulmaksızın ortaklara mektup yollanması suretiyle hisse toplanmasının düzenlemeye aykırılık oluşturduğu görüşünde olduğunu görmekteyiz. SPK kararına konu olayda mektupla hisse toplanmasının Tebliğ'e aykırı olduğu belirtilmekle birlikte ilgilileri uyarmakla yetinilmiştir. ⁶⁹²

⁶⁹⁰ ABD'de William Act öncesinde çağrı, genellikle bu şekilde, ekonomi gazetelerinden birinde çıkan bir ilan ile yapılmaktaydı.

⁶⁹¹ Söz konusu eşitlik ve oransallık haklarının da bir kanun hükmü değil idari düzenleme olması zorunlu çağrıda çağrı yükümlülüğünün tebliğ ile getirilmesi ile aynı hukuki sorunları (Anayasa'ya aykırılık ve birden fazla yargı yerinin [adli yargı ve idari yargı] aynı hususta görevli olmaları) yaratacaktır. Söz konusu hukuki sorunlar hakkında açıklamalarımız için bkz. §11 IIX A.

⁶⁹² SPK'nın önceki çağrı düzenlemesi Seri:IV No.8 Tebliği'nin yürürlükte olduğu dönemde verdiği bir kararda bu husus şöyle ifade edilmiştir. "*Seri:IV No.8 Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği*"ne aykırı olarak 09.03.2003 tarihinde ortaklara gönderdiği mektup ile hisse senedi toplamak isteyen Soytaş Holding A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı'ın uyarılmasına, karar verilmiştir." SPK 2004/27 HB'de yayınlanan Soytaş Holding A.Ş. kararı.

Ayrıca bir işlemin SPK Seri:IV No.44 Tebliği kapsamında “çağrı” tanımına giren bir işlem olarak kabul edilmesinin, işlemin taraflarının hak ve yükümlülükleri üzerinde de önemli bir etkisi olacaktır. Dergide yayınlanan ilan veya gönderilen mektup “çağrı” olarak nitelendirildiğinde, ilan veya mektup tarihinden itibaren tüm hissedarlara eşit fiyat ve eşit muamele (Seri:IV No.44 Tebliği md.4 f.1) pay sahibinin talebi halinde nakit ödeme (Seri:IV No.44 Tebliği md.4 f.2) ve hisselerini satmak isteyen hissedarlar arasında oransal dağıtım (Seri:IV No.44 Tebliği md.13 f.1) kurallarının uygulanması söz konusu olabilecektir. Bunun aksine söz konusu işlem çağrı olarak kabul edilmediğinde yukarıda belirtilen eşit fiyat, nakit ödeme ve oransallık kuralları söz konusu işleme uygulanmayacaktır.

Kanaatimizce, bu belirsizlik ve boşluğun giderilmesi bakımından SPK'nın Kanununun vermiş olduğu yetki ve görev çerçevesinde, çağrı tanımını ayrıntılı bir şekilde yapması ve çağrı tanımı kapsamına giren bir işlemin tebliğ hükümlerine göre yapılmasının zorunlu olduğunu açıklığa kavuşturması gerekir.⁶⁹³

Daha önce de ifade edildiği gibi Türkiye’de, halka açıklık oranlarının düşük olması, şirket kontrolüne bir veya birkaç kişi veya grubun sahip olması sebebiyle, ABD ve İngiltere’de olduğu gibi çağrı yöntemi ile şirket yönetiminin ele geçirilmesi işlemine Türkiye’de fazlaca rastlanılmamaktadır. Zira yönetim kontrolüne sahip hissedarlarla anlaşmaya varılmadan isteğe bağlı çağrı yapıldığı takdirde, söz konusu hakim hissedarlar hisselerini devretmedikleri sürece bu çağrıdan bir netice elde edilmesi mümkün olmayacaktır. Bu durumda çağrı yapmak yerine kontrole sahip hissedara teklif götürmek daha makul bir yol olmaktadır. Bununla birlikte SPK düzenlemelerinde halka açıklık oranı, %50’nin altında, yönetim kontrolünün bir veya birkaç kişiye ait olduğu bir şirketin hisseleri için çağrı yapılmasına engel olacak bir hüküm bulunmamaktadır. Dolayısıyla sonuçsuz kalacağı önceden belli olsa bile bu şirketlerin paylarının satın alınması

⁶⁹³ Gerçekten SPK'nın mevcut Tebliğ hükümlerine göre işlem “isteğe bağlı çağrı” olarak adlandırıldığından sanki çağrı yapanın SPK'ya başvurmasının da isteğe bağlı olduğu gibi bir anlam çıkarılabilir. Oysa isteğe bağlı olması gereken, çağrı girişiminde bulunup bulunmamak olmalıdır. Ancak çağrı tanımı kapsamına giren bir girişimde bulunulmasından sonra artık isteğe bağlı bir durum olmamalı; böyle bir girişimde bulunan kişi Tebliğ hükümlerine uygun olarak hareket etmeli; SPK'ya çağrıda bulunmak için başvuruda bulunmalı ya da çağrı girişiminden vazgeçmelidir.

için de çağrı yapılması kural olarak mümkündür. Nitekim SPK, yönetim hakimiyetini sağlayan imtiyazlı hisseleri borsada işlem görmeyen ve halka açıklık oranı %50'nin altında olan bir şirket için yapılan çağrıyı onaylamıştır.⁶⁹⁴

Uygulamada çok fazla rastlanmıyor olsa bile kanaatimizce isteğe bağlı çağrı yine de ayrıntılı ve titiz bir düzenlemeyi gerektirecek önemi haiz bir konudur. Bunun nedenlerinden birincisi, çağrı, her zaman hedef şirket hissesinin borsa fiyatına göre primli bir fiyattan yapıldığından, çağrı yapılacağı haberi hisse fiyatı üzerinde her zaman etkili olur; hisse üzerinde manipülatif işlemlerin ve içeriden öğrenenlerin ticaretinin yapılmasına uygun bir ortam yaratır.⁶⁹⁵ Bir kişinin yeterli

⁶⁹⁴ Orascom Construction Industries (OCI) isimli yabancı bir şirket İMKB'de işlem gören Batıçim hisselerinin %21,75'ine sahipken Türkiye'de kurulu bir iştiraki vasıtasıyla Batıçim A ve B Grubu hisselerinin tamamını satın almak üzere çağrıda bulunmuş ancak yapılan çağrı neticesinde sadece 7 adet hisseyi çağrı yoluyla satın alabilmiş ve şirketin yönetim kontrolünde herhangi bir değişiklik olmamıştır. (Bkz. www.imkb.gov.tr/companynews'de yayınlanan Batıçim'e ilişkin 23.02.2007 ve 13.04.2007 tarihli Şirket Haberleri); SPK 2007/12 HB'de yayınlanan OCI Çimento A.Ş.-Batıçim kararı. Çağrının hisselerin fiyatı üzerinde etkili olduğundan sonuç elde edilemeyeceğinin belli olmasına karşın çağrı yapılması hisse üzerinde manipülatif etki yaratabilecektir.

⁶⁹⁵ Bunun en önemli göstergesi 2005-2010 yılları arasında SPK'nın içeriden öğrenenlerin ticareti suçu nedeniyle suç duyurusunda bulunduğu beş vakanın tamamının isteğe bağlı çağrı veya zorunlu çağrı doğmasına sebep olacak hisse devirleri ile ilgili olmasıdır. Bu konuda bkz. SPK 2010/34 HB'de yayınlanan Batıçim hisse senetlerine ilişkin karar: "*Batı Anadolu Çimento Sanayi A.Ş. (Batıçim) hisse senedinde 23.02.2007-27.02.2007 döneminde gerçekleştirilen işlemlerin incelenmesi sonucunda; 23.02.2007-27.02.2007 döneminde Batıçim hisse senedinde SPKn'nun 47/I-A-1 maddesinde tanımlanan içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun unsurlarını içeren fiilleri nedeniyle ... hakkında Cumhuriyet Savcılığına suç duyurusunda bulunulmasına, karar verilmiştir.*"; SPK 2008/2 HB'de yayınlanan Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş. kararı: "*Yaşar Holding A.Ş. (Yaşar Holding) tarafından, Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş. (Viking) ile ilgili olarak yurt dışında yerleşik yabancı bir şirketle ortaklık görüşmelerine ilişkin yapılan 16.07.2004, 05.10.2004 ve 26.05.2005 tarihli özel durum açıklamaları ve özel durum açıklamaları öncesinde hisse senedinin piyasasında gerçekleşen işlemler ile yine Yaşar Holding A.Ş. tarafından DYO Boya Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş. (DYO Boya) ile ilgili olarak yapılan 19.12.2001, 10.05.2002 ve 20.05.2002 tarihli özel durum açıklamaları ve özel durum açıklamaları öncesinde hisse senedinin piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin SPKn'nun 47/I-A-1 ve 47/I-A-3 maddesi çerçevesinde incelenmesi sonucunda; Süleyman Levent Çullu, Yıldırım Çullu, Tuncer Sunucu, Didem Uzunoğlu, Nihat Uzunoğlu, Serhan Kazım Uzunoğlu ve Ahmet Olcay Sunucu adlı şahısların SPKn'nun 47/I-A-1 maddesinde tanımlanan içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun maddi ve manevi unsurlarını içeren fiilleri nedeniyle, SPKn'nun 49'uncu maddesi uyarınca haklarında Cumhuriyet Savcılığı'na suç duyurusunda bulunulmasına karar verilmiştir.*" SPK 2007/49 HB'de yayınlanan Global Menkul Değerler A.Ş. ve Şekerbank T.A.Ş. kararı: "*Global Menkul Değerler A.Ş. ve Şekerbank T.A.Ş. hisse senetlerinde 21.04.2003-30.04.2003 döneminde gerçekleştirilen işlemlerin SPKn. ve ilgili mevzuat kapsamında incelenmesi sonucunda; A) Fatih Tezcan (01.02.1953, Gümüshacıköy doğumlu, 17251393102 TC kimlik no'lu) hakkında SPKn. 'nun 47/I-A-1 maddesi kapsamında işlem yapılmak üzere SPKn. 'nun 49'ncü maddesi uyarınca Cumhuriyet Savcılığı'na suç duyurusunda bulunulmasına, B) Kurulumuzca, hakkında suç duyurusunda bulunulacak şahsın mahkumiyeti durumunda, söz konusu şahıs hakkında Türk Ceza Kanunu'nun 53'üncü maddesinin (d) bendinde öngörülen güvenlik tedbirlerinin uygulanması yönünde talepte bulunulmasına, karar verilmiştir.*" SPK 2007/8 HB'de yayınlanan Petrol Ofisi A.Ş. kararına göre "*(Petrol Ofisi, Şirket) hisse senedinde gerçekleştirilen işlemlerin SPKn. 'nun 47/A-1 maddesi kapsamında incelenmesi sonucunda; 13.03.2006 tarihli özel durum açıklamasından önce Petrol Ofisi A.Ş. hisse senetlerinin piyasasında gerçekleştirilen ve SPKn'nun 47'nci maddesinin A-1 bendinde tanımlanan "içerden*

bir kaynağa sahip olmadan hissenin piyasa fiyatının çok üstünde bir fiyatla çağrı yapacağını duyurması ya da yeterli kaynağa sahip olsa bile yüksek fiyatla çağrı yapacağını duyurduktan sonra çağrıdan vazgeçmesi hallerinde çok sayıda yatırımcı bundan zarar görebilecektir.

Çağrıya ilişkin titiz bir düzenleme yapılması gereksiniminin ikinci neden ise isteğe bağlı çağrı ile zorunlu çağrının korumasının farklı amaçlara hizmet ediyor olması; dolayısıyla sadece zorunlu çağrıyı düzenlemenin yatırımcıları korumak için yeterli olmamasıdır. Zorunlu çağrı sadece bu yükümlülüğün ortaya çıktığı anda şirkete ortak olan hissedarlara tanınmış bir haktır. Zorunlu çağrı, bu yükümlülüğün ortaya çıkmasından önce hisselerini devredenleri korumaz. Zorunlu çağrı doğuncaya kadar geçen dönemde hissedarları, şirket hisselerini toplayan kişinin eşit olmayan davranışlarından isteğe bağlı çağrıya ilişkin kuralların koruması gerekir. ABD’de zorunlu çağrıya ilişkin bir düzenleme olmayıp William Act hükümlerinin tamamının isteğe bağlı çağrıya ilişkin olması, isteğe bağlı çağrı düzenlemelerinin önemi hakkında bir ölçüde fikir verebilir.

öğrenenlerin ticareti” suçunun tüm unsurlarını içeren işlemleri nedeniyle, Ali İhsan-Mihri oğlu 17.11.1955 Doğanşehir-Malatya doğumlu, İstanbul-Beşiktaş nüfusuna kayıtlı olan Ahmet Önder Fırat ve Yaşar-Fatma oğlu 10.01.1964 Adana doğumlu, Adana-Seyhan nüfusuna kayıtlı olan Fatih Akol hakkında, SPKn’nun 47’nci maddesinin A-1 bendi kapsamında işlem yapılmak üzere aynı Kanun’un 49’uncu maddesi uyarınca Cumhuriyet Savcılığına suç duyurusunda bulunulmasına karar verilmiştir.” SPK 2006/25 HB’de yayınlanan Gorbon Işıl Seramik A.Ş.’ye ilişkin karar : “04.04.2002 ile 11.04.2002 tarihleri arasında Gorbon Işıl Seramik A.Ş. hisse senetlerinin piyasasında gerçekleştirilen işlemlere ilişkin olarak, 4487 sayılı Kanunla değişik 2499 sayılı SPKn. ve ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde yapılan incelemeler sonucunda; 09 ve 10 Nisan 2002 tarihlerinde Gorbon Işıl Seramik A.Ş. hisse senetlerinin piyasasında gerçekleştirilen ve SPKn’nun 47/A-1 maddesinde tanımlanan içerden öğrenenlerin ticareti suçunun tüm unsurlarını içeren işlemleri nedeniyle, Refik Aziz Gorbon isimli şahıs hakkında, SPKn’nun 47/A-1 maddesi kapsamında işlem yapılmak üzere aynı Kanun’un 49’uncu maddesi uyarınca ilgili yer Cumhuriyet Savcılığına suç duyurusunda bulunulmasına, karar verilmiştir.” 2005/56 HB’de yayınlanan Toprak Finansal Kiralama A.Ş. (TOPFN)’ye ilişkin karar: “Toprak Finansal Kiralama A.Ş.(TOPFN) hisse senedinde Turgay Bingöl isimli yatırımcı tarafından 30.03.2005 tarihinde gerçekleştirilen dikkat çekici işlemlere ilişkin olarak yapılan inceleme sonucunda; A) TOPFN hisse senedinde 30.03-31.03.2005 tarihlerinde SPKn’nun 47/A-1 maddesinde tanımlanan içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin suçun maddi ve manevi unsurlarını içeren fiilleri nedeniyle SPKn’nun 47/A-1 maddesi kapsamında işlem yapılmak üzere Turgut ve Sevim oğlu 45331030852 kimlik numaralı Turgay Bingöl hakkında aynı Kanununun 49’uncu maddesi uyarınca Cumhuriyet Savcılığı’na suç duyurusunda bulunulmasına, B) Sermaye Piyasası Kanunu’nun 46’ncı maddesinin birinci fıkrasının (i) bendi uyarınca, Turgay Bingöl hakkında 29.12.2005 tarihi mesai bitimi itibari ile borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda geçici olarak işlem yapma yasağı getirilmesine, Turgay Bingöl’ün MKK nezdindeki hesaplarına ilişkin işlem yasağı kaydının işlenmesine ve işlem yasağının getirildiği tarih ve saat itibari ile kaydi paylarının Kurulumuz kaydından çıkarılmasına, karar verilmiştir.”

Bu çerçevede SPK Seri:IV No.44 Tebliği'nde hangi hisse alım tekliflerinin “çağrı” kavramı kapsamına gireceğinin belirlenmesi, dolayısıyla çağrı tanımının iyi bir şekilde yapılması önemlidir. Kanaatimizce, çağrı tanımının yapılmasında Sermaye Piyasası Kanunu ve mevzuatında yer alan “halka arz” tanımından yararlanılması mümkündür. Zira, menkul kıymetlerin satışı için yapılan “halka arzda”, yatırımcılar hisse satın almaya davet edilirken “çağrıda” ise yatırımcılar sahip oldukları hisselerini satmaya davet edilmektedir. Bu kapsamda çağrının bir unsuru olarak, “payları satın almaya çağrıda” olduğu gibi,⁶⁹⁶ aleni alım teklifinin kimliği bilinmeyen çok sayıda kişiye yapılması halinde bu teklifin çağrı oluşturacağı kabul edilmesi gerekir. Halka arzda olduğu gibi⁶⁹⁷ çağrıda da çağrının yazılı veya sözlü yapılmasının bir önemi olmamalıdır. Çağrıda da hangi aracın kullanıldığına da bir önemi olmamalıdır; hisse satmaya davet, basın, radyo, duvar ilanı veya internet üzerinden yapılırsa da işlemin çağrı olduğu kabul edilmelidir. Hisse satmaya davet evlere dağıtılan broşürlerle de yapılabilir. Bu anlamda, kamuya açık/aleni olmayan, hisse alım teklifleri “çağrı” tanımı kapsamında kabul edilmelidir. Buna karşı yukarıda örnek olarak verilen hissedarlara gönderilen mektuplarda, gazetede yayınlanan röportajda ya da bir dergide çıkan ilanda yer alan alım tekliflerinin çağrı oluşturacağı kabul edilmesi gerekir.

Burada tartışılması gereken bir husus da, şirket kontrolünü ele geçirme amacının, çağrının unsurlarından biri olarak kabul edilip edilemeyeceğidir. Yani kontrolü ele geçirmek amacıyla yetersiz sayıda hisseyi satın almak için yapılan kamuya açık olarak yapılmış bir teklif, çağrı olarak kabul edilmeli midir? Kanaatimizce yönetim hakimiyetini ele geçirme şartının mutlaka çağrının yapılması anında mevcut olması gerekmez. Bir çağrının yapılaş amacı o anda kontrolü sağlamak değil, mevcut pozisyonu sağlamlaştırmak da olabilir. Yönetim kontrolünü ele geçirecek işlem ise ilk çağrının yapılmasından sonra gelebilir. Kontrolün ele geçirilmesi tek değil, birden fazla girişim halinde gerçekleştirilebilir. Bu bakımdan bir pay alım teklifinin “çağrı” olarak kabul edilmesinde, böyle subjektif

⁶⁹⁶ Bkz. §8 II B 1 a.

⁶⁹⁷ Günel, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 23; Tekinalp, Sermaye Piyasası Hukuku, s. 21; Yanlı, Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirket ve Kamunun Aydınlatılması, s. 28; Ünal, Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 23.

bir unsurun varlığının aranması doğru olmayacağı gibi gereksiz tartışma ve anlaşmazlıklara yol açacağını ve çağrının kapsamını iyice daraltacağını düşünmekteyiz.⁶⁹⁸ Ancak düzenlemenin amacı yönetim kontrolü değişikliğini düzenlemek olduğundan, yönetim kontrolünü sağlama konusunda bir etkisi olmayan işlemler, mesela oydan yoksun hisselerin satın alınması için yapılan teklifler, aleni olarak yapılmış olsa bile çağrı tanımını kapsamına girmemelidir. Çağrı için yönetim kontrolünün ele geçirilme amacının bir şart olarak aranmaması, kısmi çağrının da çağrı kavramı kapsamı içinde mütalaa edilmesine imkan sağlar. Seri:IV No.44 Tebliği kısmi çağrıya imkan tanıdığından, SPK'nın da yönetim kontrol hakimiyetini ele geçirme amacı taşımayan pay alım tekliflerini de çağrı kavramı içinde değerlendirdiği söylenebilir.

Kanaatimizce yönetim kontrolünü ele geçirme amacı, çağrının bir unsuru olarak kabul edilmese de satılması teklif edilen hisse tutarının en azından ortaklık pozisyonunu güçlendirmeye elverişli büyüklükte olmasıdır. Mesela, sermayenin/oy haklarının % 5'inden daha az hisselerle yapılan çağrı Tebliğe tabi olmadan yapılabilirdir.⁶⁹⁹ Ancak SPK Tebliğinde böyle bir alt sınır olmadığından, mevcut düzenlemeye göre miktarı her ne olursa olsun tüm çağrıların tebliğ hükümlerine tabi olması sonucu ortaya çıkmaktadır.

Genel olarak, isteğe bağlı çağrı, (“voluntary offering”) terimi zorunlu çağrının (“mandatory offering”) karşıtı olarak kullanılmaktadır. Eğer bir kişi çağrı yükümlülüğü altında olmamasına rağmen çağrı yöntemi ile hisse toplarsa bu işleme isteğe bağlı çağrı denilmektedir. Bu kapsamda “çağrıyı”, hukuki bir zorunluluk olmamasına karşın bir halka açık anonim ortaklık paylarının bir kısmını veya tamamını satın almak için kamuya açık/aleni olarak yapılmış bir satın alma teklifi olarak tanımlayabiliriz.⁷⁰⁰

⁶⁹⁸ Bir işlemin “çağrı” olarak kabul edilmesi için kontrolü sağlama amacının zorunlu bir unsur olarak kabul edilmesi görüşüne karşı eleştiriler için bkz. Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifleri, s. 228-229.

⁶⁹⁹ ABD'de bir şirketin hisselerinin %5 veya daha fazlasını satın almak için yapılan çağrılar için SEC'ye kayıt zorunluluğu bulunmamaktadır.

⁷⁰⁰ AB Direktifi'nin 2.1.a maddesinde çağrı (take over bid), “bir şirketin menkul kıymetlerinin tamamının veya bir kısmının elde edilmesi için menkul kıymet sahiplerine yapılmış ve çağrının yapılması sırasında veya çağrı sonrasında ilgili hedef şirketin kontrolünü elde etme amacı taşıyan halka açık olarak yapılmış bir teklif olarak” tanımlanmıştır.

İsteğe bağlı çağrının diğer bir uygulaması ise SPK'nın iznine tabi bazı hususlarda SPK'nın izninin bir şartı olarak hakim ortağa diğer hisseleri satın alma şartı getirmesi neticesinde ortaya çıkmaktadır. Bir şirketin hukuki statüsünün ve faaliyet alanlarının önemli ölçüde değişmesi, SPK kaydından çıkılmak istenmesi gibi durumlarda SPK, ortaklara çıkış hakkı tanınması bakımından talep edilen izni vermesinin bir ön şartı olarak hakim konumdaki hissedarlara diğer hissedarların hisselerini alma yükümlülüğü getirmektedir.⁷⁰¹ Bu durumda Seri:IV No.44 Tebliğine göre zorunlu çağrının doğmasına sebep olacak bir yönetim kontrol değişikliği meydana gelmemesine rağmen çağrı yapılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Yani bu anlamda işlem, zorunlu çağrı değil, isteğe bağlı çağrıdır. Ancak çağrıyı yapan, bunu esas olarak kendi iradesi ile değil SPK'nın bir işleme izin vermek için getirmiş olduğu şart nedeniyle yapmaktadır. Son olarak isteğe bağlı çağrı, bir şirketin İMKB kotasyonundan çıkmak istemesi durumunda yine SPK düzenlemesi gereği uygulanmaktadır. Bu durumlarda çağrı, SPK'nın düzenlemesi neticesinde zorunlu olarak yapılıyor olsa da aslında isteğe bağlıdır. Zira söz konusu SPK'nın iznini gerektiren işlem den veya İMKB kotasyonundan çıkmaktan vazgeçilirse çağrı yapmak zorunluluğu ortadan kalkacaktır.

C. Çağrıya İlişkin Genel Prensipler

Daha önceki bölümlerde açıklandığı gibi İngiltere'deki yönetim kontrol değişikliğine ilişkin City Code düzenlemelerinde Panel önce tüm işlemlere uygulanacak genel prensipleri belirlemekte, daha sonra da tüm kural ve uygulamalarını söz konusu genel prensiplerin esaslarına uygun olarak şekillendirmektedir. AB Direktifi de İngiliz City Code düzenlemelerinden etkilenecek altı adet genel prensip belirlemiştir. AB Direktifi içinde belirlenmiş prensipler, daha sonra İngiliz Şirketler Kanunu'nda 2006 yılında yapılan değişiklikle aynen kabul edilince AB Direktifi ile İngiliz hukukunda genel prensipler aynı hale gelmiştir.

City Code ve AB Direktifi'nde benimsenen genel prensipler şöyledir:

⁷⁰¹ Bu yöndeki SPK kararı için bkz. SPK 2004/27 HB'de yayınlanan Unit Investment Societe Anonyme - Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. kararı.

- Hedef şirketin aynı grup hisselerine sahip hissedarlarına eşit davranılması zorunludur. Bir kişi tarafından bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesi durumunda o şirketin diğer hissedarları korunmalıdır.⁷⁰²
- Hedef şirketin hissedarları, çağrı teklifi hakkında sağlıklı karar almalarını sağlayacak şekilde yeterli bilgi ve zamana sahip olmalıdır. Yönetim kurulunun hissedarlara tavsiyesini verdiğinde, çağrı teklifinin, çalışanlar, çalışma koşulları ve şirketin iş yerinin yerleşimi üzerindeki etkileri hakkındaki görüşlerini içermesi gerekir.⁷⁰³
- Hedef şirketin yönetim kurulu, şirketin bütünsel çıkarını düşünerek hareket etmeli ve hissedarlarının teklifi kabul etme olasılıklarını yok saymamalıdır.⁷⁰⁴
- Hedef şirket, teklifi yapan şirket veya teklifle ilgili diğer şirketlerin hisselerinin değerinde yapay artış veya azalış yaratacak ve piyasanın normal fonksiyonunu yerine getiremez hale getirecek şekilde yapay bir piyasa oluşturmamalıdır.⁷⁰⁵
- Teklif yapan kişi, eğer nakit teklif yapıyorsa teklifini mutlaka, çağrı bedelinin tamamını nakit olarak garanti ettikten sonra ve çağrı bedelindeki değişikliği garantiye almak için her türlü tedbiri aldıktan sonra duyurmalıdır.⁷⁰⁶
- Hedef şirketin işlerinin yürütülmesi, çağrı nedeniyle makul bir süreden daha uzun bir süreyle aksatılmamalıdır.⁷⁰⁷

SPK Tebliği incelendiğinde, söz konusu genel prensipler içinden sadece birine (“*Hedef şirketin aynı grup hisselerine sahip hissedarlarına eşit davranılması*”) yer verildiği,⁷⁰⁸ öteki prensiplere ise yer verilmediği görülmektedir.

⁷⁰² City Code-AB Direktifi GP 1.

⁷⁰³ City Code-AB Direktifi GP 2.

⁷⁰⁴ City Code-AB Direktifi GP 3.

⁷⁰⁵ City Code-AB Direktifi GP 4.

⁷⁰⁶ City Code-AB Direktifi GP 5.

⁷⁰⁷ City Code-AB Direktifi GP 6.

⁷⁰⁸ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 4: “*Çağrıda, ortaklığın aynı gruba dahil tüm payları eşit muameleye tabi tutulur. Herhangi bir kişi veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından, bir ortaklığın yönetim kontrolünün belli bir grup payların iktisabı ile elde edilmesi halinde, ortaklığın*

Tebliğde yer alan hissedarlara eşit davranılması genel prensibinin bir sonucu şirket yönetim kontrolünün değişimi durumunda zorunlu çağrı yükümlülüğünün ortaya çıkması, diğer bir sonucu ise çağrı sırasında eşit fiyat ve en iyi fiyat kuralının uygulanmasıdır. Zorunlu çağrı, Tebliğde tanımlanan yönetim hakimiyetinin ele geçtiğinin kabul edilmesine sebep olacak pay değişikliklerinin ortaya çıkması durumunda, tüm hissedarların hisselerini tebliğ hükümlerine uygun olarak satın alma yükümlülüğü anlamına gelir ve kontrol sahibi olan hisselerle ödenen primli fiyattan diğer hissedarların da yararlanmasını sağlar. Eşit fiyat kuralı, çağrıda, herkese eşit fiyatın uygulanması anlamına gelir. En iyi fiyat kuralı (best price rule) ise çağrıyı yapan veya onunla birlikte hareket edenlerin çağrı fiyatından daha yüksek bir fiyatla hisse alımı yapmaları durumunda, söz konusu alıma uygulanan yüksek fiyattan tüm hissedarların yararlanma hakkını ifade eder.

Eşitlik prensibi, yalnız zorunlu çağrı için değil, isteğe bağlı çağrıda da uygulanması gereken bir prensiptir. Nitekim, ABD ve İngiltere’de çağrı tanımı kapsamına giren tüm işlemlerde, eşit işlem kuralı uygulanmaktadır.⁷⁰⁹ Tebliğin 4. maddenin ilk cümlesinde “zorunlu çağrı” ibaresi değil “çağrı ibaresi” nin⁷¹⁰ kullanılmış olması sebebiyle, bu prensibin bir yansıması olan eşit fiyat ve en iyi fiyat kuralının isteğe bağlı çağrıda da uygulanacağı izlenimi ortaya çıkmaktadır. Buna karşın Tebliğ’de, en iyi fiyat kuralının sadece zorunlu çağrı için uygulanması öngörülmüş⁷¹¹, isteğe bağlı çağrıda bu kuralın uygulanacağına dair bir hükme ise yer verilmemiştir. İsteğe bağlı çağrıda, en iyi fiyat kuralına yer

diğer grup veya gruplarına dahil tüm pay sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde çağrının yapılması zorunludur.”

⁷⁰⁹ ABD’de zorunlu çağrı olmadığından eşit işlemin bir yansıması olan eşit fiyat veya en iyi fiyat kuralı (best price rule) çağrı/tender offer tanımı kapsamına giren işlemlere uygulanmaktadır. Hisse alım teklifinin, William Act kurallarına uyulmadan, SEC’ye başvuru yapılmaksızın yapılmış olması, ancak daha sonra söz konusu teklifin çağrı/tender offer tanımı kapsamına giren bir işlem olduğu mahkemelerce karara bağlanması durumunda bu işleme de eşit fiyat kuralı uygulanmaktadır. İngiltere’de ise eşit işlem ve bu ilkenin yansıması olan eşit fiyat ve diğer kurallar hem isteğe bağlı (voluntary) hem de zorunlu (mandatory) çağrıda uygulanmaktadır.

⁷¹⁰ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 4: “Çağrıda, ortaklığın aynı gruba dahil tüm payları eşit muameleye tabi tutulur...”

⁷¹¹ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 9: “Fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin esaslar: Zorunlu çağrı fiyatının kamuya açıklanmasından sonra ve fiili çağrı süresi sona ermeden önce, çağrıya konu ortaklık paylarının çağrıda bulunan veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından çağrı fiyatından daha yüksek bir fiyattan satın alınması halinde çağrı fiyatı, satın alınan paylar için ödenen en yüksek fiyattan aşağı olmayacak şekilde yeniden belirlenir.”

verilmemesinin sebebinin bir hatadan mı kaynaklandığı yoksa bilinçli bir tercih mi olduğu tam olarak anlaşılmamaktadır. Ancak, kanaatimizce “en iyi fiyat kuralının” uygulanmaması durumunda hissedarlara eşit davranma prensibi ve buna bağlı eşit fiyat kuralının bir anlamı kalmaz. Zira sözü edilen kuralın olmaması, düşük bir çağrı fiyatıyla çağrı yapılırken bir yandan da çağrı dışında daha yüksek fiyatla hisse alımı yapılmasını mümkün kılar. Ayrıca zorunlu çağrıda bu kuralın uygulanıp da isteğe bağlı çağrıda uygulanmamasının ratio legis’i de bulunmamaktadır. Dolayısıyla kanaatimizce, isteğe bağlı çağrıda en iyi fiyat kuralının uygulanmaması, Tebliğ’de kabul edilmiş olan hissedarlar arasında eşitlik prensibine de aykırı düşer. Bu bakımdan SPK’nın en iyi fiyat kuralının isteğe bağlı çağrıda uygulanacağına dair açık bir hükme Tebliğde yer vermesi gerektiğini düşünmekteyiz.

Kanaatimizce Tebliğ’de, City Code ve AB Direktifi’ndeki öteki genel prensiplerden, (1) hedef şirket hissedarlarına sağlıklı karar almalarını sağlayacak şekilde yeterli bilgi ve zaman tanınması; (2) yönetim kurulu üyelerince şirketin bütünsel çıkarı düşünülerek hareket edilmesi; (3) hisse üzerinde yapay fiyat ve yapay piyasa oluşturmayacak şekilde hareket edilmesi; (4) çağrının, çağrı bedelinin ödenmesinin garanti altına alınmasından sonra duyurulması; (5) çağrının hedef şirketin işlerinin aksamasına neden olmayacak şekilde makul bir sürede tamamlanması prensiplerine yer verilmemiş olması önemli bir eksiklik olarak göze çarpmaktadır.

D. Çağrının İcrası

1. Genel Olarak

Yukarıda da belirtildiği gibi Seri:IV No.44 Tebliği'nde bir çağrı tanımı yapılmamış, isteğe bağlı çağrıya ilişkin olarak “ortaklar veya üçüncü şahıslar tarafından, ortaklık paylarının tamamı ya da bir kısmı için çağrıda bulunulabilir” şeklinde bir ifade kullanılmakla yetinilmiştir.⁷¹² Tebliğin 4. maddesinin son paragrafında ise çağrı yoluyla pay toplanması amacıyla yapılacak her türlü ilan, reklam ve duyurularla ilgili metinler hakkında önceden SPK'dan izin alınması zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca Tebliğ'in 15. maddesinde de çağrı başvurularında Tebliğ'in 2 no'lu ekinde yer alan bilgi formunun düzenlenmesinin zorunlu olduğu ifade edilmiştir. Tebliğ'in kamuyu aydınlatmaya ilişkin esaslar başlıklı 17/a maddesinde de “ortaklar veya üçüncü şahıslar tarafından, ortaklığın sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak ortaklık paylarının toplanmasına karar verilmesi” halinde bu durumun SPK'nın özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esasları çerçevesinde kamuya açıklanacağına dair bir hükme yer verilmiştir.

Söz konusu hükümler dışında Tebliğ'de, çağrı kapsamına giren bir işlem yapacak kişinin SPK'ya yapacağı başvuruyu veya yapması gereken ya da yapmaktan kaçınması gerekenleri düzenleyen bir hükme yer verilmemiştir. Dolayısıyla bir çağrı girişiminde bulunan bir kişiyi, çağrı sürecini başlatmaya zorlayacak veya çağrı sürecini kendiliğinden başlatacak bir açık hüküm bulunmamaktadır. SPK Tebliğinde işlem “isteğe bağlı çağrı” olarak adlandırılmış olduğundan SPK'ya başvurmanın da isteğe bağlı olduğu gibi bir izlenim ortaya çıkmaktadır. Oysa “isteğe bağlı” olması gereken çağrı girişiminde bulunup bulunmamak olmalıdır. Bir kişi çağrı tanımı kapsamına giren bir işlem yaptığında ise artık bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak hareket etmek; bu kapsamda SPK'ya başvuruda

⁷¹² SPK Seri:IV No.44 md. 13.f.1.

bulunarak mevzuata uygun olarak çağrıda bulunmak ya da çağrıdan vazgeçmek zorunda olmalıdır.

Bu kapsamda örneğin, medyada bir kişinin belirli bir şirketin hisselerini satın almayı planladığı yönünde bir röportaj vermesi veya bir kişinin hedef şirketin tüm hissedarlarına hisselerini satın alma teklifi içeren bir mektup göndermesi ya da bir gazetede hisse alımına ilişkin ilan vermesi halinde söz konusu haber, mektup veya ilan Tebliğ kapsamında bir çağrı işlemi olarak kabul edilecek midir? Eğer bunlar çağrı kapsamı içine giren bir işlem olarak kabul edilecekse bu kişi hangi aşamada SPK'ya başvurmakla yükümlü olacaktır?

Kanaatimize göre söz konusu röportaj, mektup veya ilanın çağrı olarak kabul edilmemesi halinde, SPK Seri:IV No.44 Tebliği ile getirilmiş düzenlemenin bir anlamı kalmaz.⁷¹³ Tebliğ hükümleri dışında, tebliğ hükümlerine uyulmadan hisselerin toplanması mümkün olur. Dolayısıyla daha önce de ifade ettiğimiz gibi Tebliğ'de, hem çağrı tanımının yapılmaması hem de çağrı kapsamına giren bir işlem yapılması halinde SPK'ya başvuruda bulunulmasının gerektiği ve bu işlemde Tebliğ hükümlerine uyulacağı belirtilmemiş olması önemli bir eksiklik olarak ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla bu konuda mutlaka bu eksikliği giderecek şekilde bir düzenleme yapılması gerektiğini düşünmekteyiz.

Tebliğ'de, çağrıya ilişkin olarak çağrı sahibini çağrı sürecini başlatmaya ya da SPK'ya başvuruda bulunmaya zorlayan bir hükme yer verilmemiş olmakla birlikte çağrının kamuya duyurulmasına ilişkin bir hükme yer verilmiştir.⁷¹⁴ Kamuya yapılacak açıklamayı düzenleyen sözü edilen madde hükmüne göre, bir ortaklığın sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak ortaklık paylarının toplanmasına karar verilmesi durumunda kamuya açıklama yapılması zorunludur. Söz konusu yükümlülük, bu kararı alan kişi tarafından, SPK'nın Seri:VIII No.54 "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" çerçevesinde yerine getirilecektir.⁷¹⁵ Bu

⁷¹³ Yukarıda da değinildiği gibi SPK bir kararında SPK Tebliğ hükümlerine uymadan mektupla hisse toplama girişimini Tebliğ'e aykırı bulmuştur. Bkz. SPK 2004/27 HB'de yayınlanan Soytaş Holding A.Ş. kararı.

⁷¹⁴ SPK Seri:IV No.44 md. 17/a.

⁷¹⁵ Söz konusu bilgi hedef şirket hisselerinin fiyatı üzerinde etkili bir bilgi olduğundan bu bilginin, Seri:IV No.54 Tebliği'nde yer alan tanıma göre bir "içsel bilgi" olarak kabulü gerekir. İçsel bilgi SPK Seri:VIII No.54 Tebliğinde şöyle tanımlanmıştır: "*Sermaye piyasası aracının değerini ve*

takdirde de bu bilginin, çağrı kararı alınır alınmaz en seri haberleşme vasıtasıyla hisselerin işlem gördüğü borsaya iletilmesi gerekecektir. Kanaatimize göre bu hükmün de isabetli olduğu söylenemez. İlk olarak Tebliğe göre kamuya açıklanması istenen özel durum, çağrıda bulunmaya ilişkin olarak alınmış karardır. Bir kişi çağrı yapma kararı almış olsa bile, çağrıyı açıklamadan önce hisse fiyatı yükselmeden borsadan veya borsa dışı özel anlaşma ile alım yapmak, banka ve kredi kuruluşları ile görüşmeler yaparak çağrının finansmanını temin etmek isteyebilir. Bu bilgi kendisinde kaldığı, dışarıya sızıp hisse üzerinde manipülatif hareketlere neden olmadığı müddetçe çağrıyı yapacak kişiyi bu kararı kamuya açıklamaya zorlamanın makul bir sebebi de yoktur. Ayrıca çağrı yapılacağına dair bir karar verilip verilmediğinin, dolayısıyla bu yükümlülüğe uyulup uyulmadığının saptanması da çok mümkün değildir. Kaldı ki SPK'nın çağrının kamuya açıklanmasına ilişkin Seri:IV No. 44 md. 17/a'da yazılı olduğu şekilde uygulamadığı anlaşılmaktadır. SPK bir kararında, çağrı ile ilgili görüşmeler sırasında çağrı yapılacağına ilişkin bilgiyi, çağrı sahibi ve temsilcilerinden edinerek kullananlar hakkında SPKn. 47/I-A-1'e (içeriden öğrenenlerin ticareti) aykırılıktan işlem yaparken, çağrı sahibine, md. 17/a'ya aykırılıktan (kamuya duyurunun yapılmaması) işlem yapmamıştır.⁷¹⁶ Oysa md. 17/a'nın tam olarak uygulanması durumunda, çağrı yapanın kararı alır almaz, avukatlara ve diğer kişilere bilgiyi vermeden kamuya açıklaması gerekecek, açıklama yapmaması durumunda ise Seri:IV No.44 md. 17/a'ya aykırılık teşkil edecekti.

Kanaatimizce ABD ve İngiltere düzenlemelerinde olduğu gibi bilginin sızması ve borsada hisse fiyatında hareketlenme olması durumunda, ne tür bir açıklama yapılacağı, kamuya açıklama yapmadan önce çağrının finansmanının temin edilmiş olması ve çağrı kararının kamuya açıklanmasından önce nihai kararın verilmiş olması şartlarının aranıp aranmayacağı, çağrı sürecinin ne zaman başlayacağı hususlarının ayrıntılı olarak düzenlenmesi gerekir. ABD ve İngiltere'de, çağrının kamuya ne zaman ve hangi şartlar altında duyurulması

yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi.” Bu kapsamda, tereddütsüz olarak çağrı yapılacağı bilgisinin bu tanıma giren bir bilgi olduğu kabul edilmelidir.

⁷¹⁶ OCI Çimento kararı için bkz. s. 347.

gerektiği çağrıya ilişkin en önemli konulardan birini teşkil eder. ABD ve İngiltere’de çağrının duyurulması konusunda bir bakıma birbirleri ile çatışan iki kural mevcuttur. Bu kurallardan birincisi, çağrıya ilişkin haberlerin kamuya yansımaları halinde çağrıya ilişkin duyurunun derhal yapılması ve çağrı sürecinin başlatılmasıdır. İkinci kural ise, çağrının, ancak çağrıya ilişkin kesin kararın verilmesi ve çağrının tamamlanmasına ilişkin mali desteğin sağlanmasından sonra açıklanmasıdır. ABD’de 2000 yılına kadar çağrıya ilişkin bilginin kamuya sızması ile birlikte çağrı süreci başlamış kabul edilmekte ve aynı gün SEC’ye çağrı için başvuruda bulunulması gerekmektedir. Böylece haberin çıktığı gün çağrı süreci de başlamış kabul ediliyordu. SEC, bu düzenlemesinin sebebini, medyada çıkan yeterli olmayan haberlerin piyasayı manipülatif tarzda etkilemesinin önlenmesi için, çağrı sürecinin hemen başlatılması ve ayrıntılı bilgi içeren SEC formlarının yayınlanması sayesinde kamunun doğru bilgilendirilmesi olarak ifade etmiştir.⁷¹⁷ Buna karşın ABD’de 2000 yılında yapılan değişiklikle basında çağrı ile ilgili bir haber çıkar çıkmaz çağrı sürecinin başlatılması kuralından vazgeçilmiş, çağrı sürecinin başlama anı, hissedarların hisselerini satabilir duruma geldikleri an olarak belirlenmiştir. Bu yeni düzenlemenin riski, çağrının başlama anına kadar çağrıya ilişkin haberlerin yayılmasıyla hedef şirket hisseleri üzerinde manipülatif hareketlerin yaşanmasıdır. Ancak ABD William Act hükümleri ile yeterli kaynağa sahip olmadan veya kesin bir niyeti olmaksızın bir kişinin çağrı planladığına ilişkin kamuya açıklama yapılması yasaklanmıştır. Buna aykırı olarak yapılan açıklamalar hileli ve manipülatif işlem olarak kabul edilmektedir. İngiltere’de de çağrı haberlerinin medyaya yansımaları ile birlikte çağrının kamuya açıklanma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte yine City Code kurallarına göre çağrı duyurusunun, çağrının tamamlanacağına ilişkin kesin bir kanaate ulaşılmışından sonra yapılması gerekir. Henüz kesin bir karara varılmadığı bir dönemde çağrı yapılacağı haberlerinin sızması durumunda iki kural arasında bir çatışma ortaya çıkar. Panel, böyle bir durumda kesinleşmemiş olsa dahi çağrı yapılmasının planlandığının açıklanması gerektiği görüşündedir. Bu durumda “çağrı yapma konusunda görüşmeler başlamıştır” veya “muhtemel bir teklif sahibi çağrı yapmayı düşünmektedir” gibi kesin olmayan ve kısa bir açıklama yapılması yeterli görülmektedir. City Code’un çağrı yapılacağına basına sızması ile kesin

⁷¹⁷ SEC Release No. 34-16384 (29 Kasım 1979), (Naklen: Kenyon-Slade, s. 108).

çağrı duyurusunun yapılması arasında geçen sürenin uzamasına ve manipülatif hareketlere engel olunması için getirmiş olduğu önemli bir kural bulunmaktadır. “Shut up or put up” kuralı olarak adlandırılan bu kurala göre, kesin niyet içermeyen kısa açıklamanın yapılmasından sonra hedef şirket, Panel’e başvurarak açıklamayı yapan tarafın niyetini kesinleştirmesi için bir süre belirlenmesini isteyebilir. Panel, böyle bir süre verdiğinde bu sürenin sonuna kadar çağrı yapılacağına veya yapılmayacağına açıklanması zorunlu hale gelir.⁷¹⁸

SPK’nın çağrıya ilişkin gerek önceki düzenlemesi olan Seri:IV No.8 Tebliği, gerekse mevcut Seri:IV No.44 Tebliği’nde, hisse üzerinde çağrı söylentisi haberinin yaratacağı olumsuzlukları önlemeye yönelik çağrı haberinin sızması durumunda kamuya açıklama yapılması ve kamuya açıklama yapılmadan önce nihai kararın verilmiş ve çağrı finansmanının sağlanmış olmasına dair bir kural bulunmamaktadır.⁷¹⁹

⁷¹⁸ Bu konuda bkz. §5 IV A.

⁷¹⁹ SPK’nın Seri:VIII No.54 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği’nde haber ve söylentilerin doğrulanmasına ilişkin bir hüküm bulunmakla birlikte bu hükmün çağrı yapacak olan kişi tarafından çağrıya ilişkin kamuya açıklama yapılması ile doğrudan bir ilgisi bulunmamaktadır. Söz konusu madde hükmü, ortaklık tarafından kamuya açıklanmış bilgiler hakkında basın yayın organlarında çıkan bu bilgilerle çelişen haberlerin ilgili şirket tarafından bir açıklama yapılmasına ilişkindir. SPK’nın Seri:VIII No.54 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği’nin Özel Haber veya söylentilerin doğrulanması başlıklı 18. maddesi şöyledir: “Ortaklıklar hakkında, yatırımcıların yatırım kararlarını ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek öneme sahip, basın-yayın organları veya kamuoyunda çıkan, ortaklığı temsile yetkili kişiler kaynaklı olmayan ve daha önce özel durum açıklaması, izahname, sirküler, Kurulca onaylanan duyuru metinleri, finansal raporlar ve diğer kamuyu aydınlatma dokümanları vasıtasıyla kamuya duyurulmuş bilgilerden farklı içerikteki haber veya söylentilerin varlığı halinde, bunların doğru veya yeterli olup olmadığı konusunda, bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde ortaklıklarca bir açıklama yapılması zorunludur. Söz konusu açıklama yükümlülüğü Kurul veya ilgili borsa tarafından herhangi bir uyarı, bildirim veya talep beklenmeksizin ortaklıklarca yerine getirilir. Söz konusu haber veya söylentilerin bu Tebliğin 15. maddesi çerçevesinde ertelenen bilgilere ilişkin olması durumunda, ertelemeye devam etme kararı ortaklığın sorumluluğundadır. Kamuya açıklanmış bilgilere dayanarak ortaklık hakkında yapılan yorum, analiz, değerlendirme ve tahminler birinci fıkra kapsamı dışındadır.” Aynı Tebliğ’de ortaklık sermayesinin veya toplam oy hakkının %5, %10, %15, %20, %25, 1/3, %50, 2/3 ve %75’ine veya daha fazlasına sahip olunması durumunda en geç durumun ortaya çıktığı günü izleyen üçüncü iş günü saat 9.00’a kadar ilgili borsaya açıklama yapma zorunluluğu bulunmaktadır. Ancak burada da çağrı yapılıp yapılmayacağına ya da hisse edinim amacının yönetim hakimiyetini ele geçirme olup olmadığına ilişkin bir açıklama istenmemektedir. Oysa söz konusu kamuyu aydınlatmaya ilişkin düzenlemelerin esinlenildiği ABD hukukunda söz konusu açıklamaların amacı yönetim kontrolünün ele geçirilmesine ilişkin bir girişimin olup olmadığına kamuya açıklanmasıdır. Türkiye’de ise yönetim kontrolünü ele geçirme gibi bir amacın mevcut olup olmadığı açıklanmaksızın sadece belirtilen eşiklerin aşıldığının açıklanması ile yetinilebilmektedir.

Dolayısıyla çağrının hisse fiyatları üzerinde önemli bir etkisi olduğu gerçeğine rağmen SPK'nın çağrıya ilişkin düzenlemelerinin yeterli olduğunu söylemek mümkün değildir. oldukça fazla belirsizlikler içerdiği görülmektedir. Bu konudaki düzenleme eksikliklerinin sebebi, halka açıklık oranlarının düşüklüğü nedeniyle isteğe bağlı çağrı ile şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesinin mümkün olmaması ve bu nedenle de bu tür çağrıya uygulamada çok az rastlanılması olabilir. Ancak daha önce de ifade edildiği gibi halka açıklık oranı düşük olan, yani yönetim kontrolüne sahip olan ortaklarla anlaşmaya varmadan kontrolünün ele geçirilmesi mümkün olmayan bir şirkete ilişkin olarak çağrı yapılmasının önünde bir engel bulunmamaktadır. Böyle bir çağrı, kontrolü sağlamak bakımından sonuçsuz kalsa bile çağrı yapılacağı duyulması hissenin fiyatının yükselmesine ve hisse üzerinde manipülatif hareketlerin yaşanmasına sebep olabilecektir. Nitekim 2007 yılında yönetim kontrolü sağlayan borsada işlem görmeyen imtiyazlı ve borsada işlem gören imtiyazsız Batıçim hisseleri için, yönetim kontrolüne sahip hissedarlarla anlaşmaya varılmadan yapılan çağrı SPK tarafından onaylanmıştır.⁷²⁰ Çağrı öncesinde çağrı yapan şirket yaptığı alımlarla Batıçim sermayesinin % 23,75'ine sahip duruma gelmiş ancak SPK'nın Seri:VIII No.54 Tebliği'nin 5. maddesi uyarınca yaptığı açıklamalarda şirketin yönetim kontrolüne sahip olmayı planladığı veya çağrı girişiminde bulunacağına dair bir açıklama yapmamıştır.⁷²¹ Yapılan çağrı neticesinde yönetim kontrolü değişikliği olmamakla beraber çağrı hisse fiyatında önemli artışa neden olmuş ve söz konusu dönemde İMKB'de gerçekleşen alım-satım işlemlerine ilişkin olarak SPK, içeriden öğrenenlerin ticareti suçu işlendiği iddiasıyla üç yatırımcı hakkında suç duyurusunda bulunmuştur.⁷²² Öte yandan söz konusu düzenlemelere sadece çağrı ile ilgili olarak değil, aynı zamanda hakim ortak tarafından özel anlaşmayla yönetim kontrolünün devrinin kamuya açıklanması bakımından da aynı derecede

⁷²⁰ SPK 2007/12 HB'de yayınlanan OCI Çimento A.Ş - Batıçim kararı.

⁷²¹ Bkz. Çağrıya ilişkin olarak OCI Çimento tarafından 23.03.2007 tarihinde yapılan özel durum açıklaması : “*Hali hazırda OCI, Batıçim'in sermayesinin %21,5751'ini temsil eden 13.894.387 adet B grubu hissesinin dolaylı sahibidir.*” (<http://www.imkb.gov.tr/companynews/companynews.aspx?Sflang=tr>)

⁷²² SPK 2010/34 HB'de yayınlanan Batıçim hisse senetlerine ilişkin karar: “*Batı Anadolu Çimento Sanayi A.Ş. (Batıçim) hisse senedinde 23.02.2007-27.02.2007 döneminde gerçekleştirilen işlemlerin incelenmesi sonucunda; 23.02.2007-27.02.2007 döneminde Batıçim hisse senedinde SPKn'nun 47/I-A-1 maddesinde tanımlanan içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun unsurlarını içeren fiilleri nedeniyle... hakkında Cumhuriyet Savcılığına suç duyurusunda bulunulmasına, karar verilmiştir.*”

önemlidir. Türkiye’de kontrol değişikliğinin esas olarak uygulandığı tek yöntem olan hakim ortağın yönetim kontrolünü devretmesi neticesinde çağrı yükümlülüğü ortaya çıkabileceğinden, bu konudaki bilgiler de hisse senedi fiyatı üzerinde önemli etki yaratır. Nitekim 2005-2010 yılları arasında SPK’nın içeriden öğrenenlerin ticareti suçu nedeniyle suç duyurusunda bulunduğu diğer vakaların tamamının da isteğe bağlı çağrı veya zorunlu çağrı doğmasına sebep olacak hisse devirleri ile ilgili olması dikkat çekicidir.⁷²³ Bu durum bu konuda ayrıntılı düzenleme yapılmasının önemini ortaya çıkarmaktadır.

⁷²³ SPK 2010/34 HB’de yayınlanan Batıçim hisse senetlerine ilişkin karar: “Batı Anadolu Çimento Sanayi A.Ş. (Batıçim) hisse senedinde 23.02.2007-27.02.2007 döneminde gerçekleştirilen işlemlerin incelenmesi sonucunda; 23.02.2007-27.02.2007 döneminde Batıçim hisse senedinde SPKn’nun 47/I-A-1 maddesinde tanımlanan içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun unsurlarını içeren fiilleri nedeniyle ... hakkında Cumhuriyet Savcılığına suç duyurusunda bulunulmasına, karar verilmiştir.” SPK’nın söz konusu kararında bahsedilen “içeriden öğrenenlerin ticareti” suçuna konu olan 23.02.2007 tarihli özel durum açıklaması şöyledir: “Orascom Construction Industries (“OCI”)’in dolaylı olarak tamamına sahip olduğu bir iştiraki olan OCI Çimento Anonim Şirketi (“OCI Çimento”), Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayi A.Ş.’nin (“Batıçim”) tedavüldeki A ve B hisselerinden OCI’ya ait olmayanları almak amacıyla, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. aracılığıyla, Batıçim hissedarlarına, gönüllü çağrı (“Çağrı”) yapmak için izin almak üzere Sermaye Piyasası Kuruluna başvurmuştur. Hali hazırda OCI, Batıçim’in sermayesinin %21,5751’ini temsil eden 13.894.387 adet B grubu hissesinin dolaylı sahibidir.”; SPK 2008/2 HB’de yayınlanan Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş. kararı: “Yaşar Holding A.Ş. (Yaşar Holding) tarafından, Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş. (Viking) ile ilgili olarak yurt dışında yerleşik yabancı bir şirketle ortaklık görüşmelerine ilişkin yapılan 16.07.2004, 05.10.2004 ve 26.05.2005 tarihli özel durum açıklamaları ve özel durum açıklamaları öncesinde hisse senedinin piyasasında gerçekleşen işlemler ile yine Yaşar Holding A.Ş. tarafından DYO Boya Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş. (DYO Boya) ile ilgili olarak yapılan 19.12.2001, 10.05.2002 ve 20.05.2002 tarihli özel durum açıklamaları ve özel durum açıklamaları öncesinde hisse senedinin piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin SPKn’nun 47/I-A-1 ve 47/I-A-3 maddesi çerçevesinde incelenmesi sonucunda; ... adlı şahısların SPKn’nun 47/I-A-1 maddesinde tanımlanan içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun maddi ve manevi unsurlarını içeren fiilleri nedeniyle, SPKn’nun 49’uncu maddesi uyarınca haklarında Cumhuriyet Savcılığı’na suç duyurusunda bulunulmasına karar verilmiştir.”; SPK 2007/49 HB’de yayınlanan Global Menkul Değerler A.Ş. ve Şekerbank T.A.Ş. kararı: “Global Menkul Değerler A.Ş. ve Şekerbank T.A.Ş. hisse senetlerinde 21.04.2003-30.04.2003 döneminde gerçekleştirilen işlemlerin SPKn. ve ilgili mevzuat kapsamında incelenmesi sonucunda; ... hakkında SPKn.’nin 47/I-A-1 maddesi kapsamında işlem yapılmak üzere SPKn.’nin 49’ncü maddesi uyarınca Cumhuriyet Savcılığı’na suç duyurusunda bulunulmasına, B) Kurulumuzca, hakkında suç duyurusunda bulunulacak şahsın mahkumiyeti durumunda, söz konusu şahıs hakkında Türk Ceza Kanunu’nun 53’üncü maddesinin (d) bendinde öngörülen güvenlik tedbirlerinin uygulanması yönünde talepte bulunulmasına, karar verilmiştir.” SPK’nın söz konusu kararında bahsedilen “içeriden öğrenenlerin ticareti” suçuna konu olan Şekerbank T.A.Ş.’nin 22.04.2003 tarihli özel durum açıklaması şöyledir: “Global Menkul Değerler A.Ş. ile Bankamız arasında yapılması öngörülen stratejik bir ortaklık ve kapsamı hakkında Global Menkul Değerler A.Ş. ve hakim ortaklar ile görüşmelere başlanmıştır.” Konuya ilişkin olarak Global Menkul Değerler A.Ş.’nin 22.04.2003 tarihli özel durum açıklaması ise şöyledir: “Şekerbank T.A.Ş. ile Şirketimiz arasında yapılması öngörülen stratejik bir ortaklık ve kapsamı hakkında Şekerbank T.A.Ş. ve hakim ortakları ile görüşmelere başlanmıştır.”; SPK 2007/8 HB’de yayınlanan Petrol Ofisi A.Ş. kararına göre: “(Petrol Ofisi, Şirket) hisse senedinde gerçekleştirilen işlemlerin SPKn.’nin 47/A-1 maddesi kapsamında incelenmesi sonucunda; 13.03.2006 tarihli özel durum açıklamasından önce Petrol Ofisi A.Ş. hisse senetlerinin piyasasında gerçekleştirilen ve SPKn’nun 47’nci maddesinin A-1 bendinde tanımlanan “içeriden öğrenenlerin ticareti” suçunun tüm

2. Çağrı Fiyatı

Zorunlu çağrıda SPK'nın karar vermesi gereken en önemli husus, zorunlu çağrının hangi fiyatla yapılacağıdır. Zira zorunlu çağrıda çağrı fiyatının çağrıda bulunan kişilerin, çağrıyı doğuran pay alımları dahil olmak üzere, çağrı yükümlülüğünün doğduğu tarihten önceki altı ay içinde, ortaklığın aynı grup paylarına ödedikleri en yüksek fiyatın altında olmaması gerekir.⁷²⁴ SPK'nın karar verirken çağrı yapacak olanın belirttiği fiyatın bu kurala uygunluğunu incelemesi gerekecektir. Dolayısıyla zorunlu çağrıda SPK, çağrı yapan tarafından açıklanan çağrı fiyatının kurallara uygun hesaplanıp hesaplanmadığını incelemekte ve bu incelemeye göre nihai çağrı fiyatını belirlemektedir.

unsurlarını içeren işlemleri nedeniyle, Ahmet Önder Fırat ve Fatih Akol hakkında, SPKn'nun 47'nci maddesinin A-1 bendi kapsamında işlem yapılmak üzere aynı Kanun'un 49'uncu maddesi uyarınca Cumhuriyet Savcılığına suç duyurusunda bulunulmasına karar verilmiştir." SPK'nın söz konusu kararında bahsedilen "içeriden öğrenenlerin ticareti" suçuna konu olan şirket hisselerinin devralınmasına ilişkin özel durum açıklaması şöyledir: "Yapılan görüşmelerde taraflar Petrol Ofisi A.Ş. hisselerinin % 34'ünün OMV'ye satılması konusunda anlaşmışlardır. Devire konu olan hisselerin toptan satış bedeli USD 1.054.000.000 olup, satış bedeli peşin olarak tahsil edilecektir."; SPK 2006/25 HB'de yayınlanan Gorbon Işıl Seramik A.Ş.'ye ilişkin karar: "04.04.2002 ile 11.04.2002 tarihleri arasında Gorbon Işıl Seramik A.Ş. hisse senetlerinin piyasasında gerçekleştirilen işlemlere ilişkin olarak, 4487 sayılı Kanunla değişik 2499 sayılı SPKn. ve ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde yapılan incelemeler sonucunda; 09 ve 10 Nisan 2002 tarihlerinde Gorbon Işıl Seramik A.Ş. hisse senetlerinin piyasasında gerçekleştirilen ve SPKn'nun 47/A-1 maddesinde tanımlanan içerden öğrenenlerin ticareti suçunun tüm unsurlarını içeren işlemleri nedeniyle, ... isimli şahıs hakkında, SPKn'nun 47/A-1 maddesi kapsamında işlem yapılmak üzere aynı Kanun'un 49'uncu maddesi uyarınca ilgili yer Cumhuriyet Savcılığına suç duyurusunda bulunulmasına, karar verilmiştir." SPK'nın söz konusu kararında bahsedilen "içeriden öğrenenlerin ticareti" suçuna konu olan Gorbon Işıl Seramik A.Ş.'nin 12.04.2002 tarihli özel durum açıklaması şöyledir: "Şirketimizin bazı ortaklarının çoğunluk hisselerinin Avrasya Yatırım Holding A.Ş.'ne satışı ile ilgili görüşmelerinin başlanıldığını 18.02.2002 tarihinde bildirilmişti. Taraflar arasında yapılan görüşmeleri takiben, anılan şirketin incelemeleri sonunda Gorbon Işıl Seramik A.Ş.'ne ortak olmaktan vazgeçtikleri kararını bugün öğrenmiş bulunuyoruz."; 2005/56 HB'de yayınlanan Toprak Finansal Kiralama A.Ş.(TOPFN)'ye ilişkin karar: "Toprak Finansal Kiralama A.Ş.(TOPFN) hisse senedinde ... isimli yatırımcı tarafından 30.03.2005 tarihinde gerçekleştirilen dikkat çekici işlemlere ilişkin olarak yapılan inceleme sonucunda; A) TOPFN hisse senedinde 30.03-31.03.2005 tarihlerinde SPKn'nun 47/A-1 maddesinde tanımlanan içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin suçun maddi ve manevi unsurlarını içeren fiilleri nedeniyle SPKn'nun 47/A-1 maddesi kapsamında işlem yapılmak üzere ... hakkında aynı Kanunun 49'uncu maddesi uyarınca Cumhuriyet Savcılığı'na suç duyurusunda bulunulmasına, B) Sermaye Piyasası Kanunu'nun 46'nci maddesinin birinci fıkrasının (i) bendi uyarınca, Turgay Bingöl hakkında 29.12.2005 tarihi mesai bitimi itibari ile borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda geçici olarak işlem yapma yasağı getirilmesine,....'nın MKK nezdindeki hesaplarına ilişkin işlem yasağı kaydının işlenmesine ve işlem yasağının getirildiği tarih ve saat itibari ile kaydi paylarının Kurulumuz kaydından çıkarılmasına, karar verilmiştir." SPK'nın söz konusu kararında bahsedilen "içeriden öğrenenlerin ticareti" suçuna konu olan Toprak Finansal Kiralama A.Ş.'nin 30.03.2005 tarihli özel durum açıklaması şöyledir: "TMSF'nin şirketimize gönderdiği 29.03.2005 tarih TMSF.02.İŞT.351 sayılı yazısında Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nun Toprak Finansal Kiralama A.Ş.'de bulunan %83.8 oranındaki iştirak payının Fon Finansal Kiralama A.Ş.'ne satışına karar verildiği, hisselerin yatırımcıya devrinin T.C. Hazine Müsteşarlığı'nın hisse devrini onaylamasını müteakiben yapılacağı bildirilmiştir."

⁷²⁴ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 8/1.

Buna karşılık isteğe bağlı çağrıda ise Tebliğde çağrı fiyatının belirlenmesine ilişkin bir kural bulunmamaktadır. Uygulamada da SPK, isteğe bağlı çağrıda, normal olarak çağrı yapanın açıkladığı fiyata müdahale etmemekte ve bu fiyatı çağrı fiyatı olarak kabul etmektedir.⁷²⁵ SPK yapmış olduğu bir basın duyurusunda isteğe bağlı çağrıda fiyatın belirlenmesine ilişkin görüşlerini şu şekilde açıklamıştır: “... zorunlu çağrıda “çağrı fiyatı” önemli bir hareket noktası kabul edilmiş ve fiyatın belirlenmesinde asgari sınırlar öngörülmüşken, gönüllü çağrıda ortakların teklifle ilgili verecekleri kararın, esas itibariyle bir yatırım kararı olmasından hareketle, “çağrı fiyatı” bir sınır çizilmeksizin, teklif verenin iradesine bırakılmıştır. Bir başka ifade ile Tebliğde, gönüllü çağrıda, asgari fiyatın ne olması gerektiğine ilişkin bir düzenleme yapılmamış, yatırımcıların kendilerine sunulan teklifi değerlendirebilmeleri için gerekli bilgilerin kamuya açıklanması ve çağrıya iştirak etme veya etmeme kararının yatırımcıya bırakılması esasına dayanan kamuyu aydınlatma sistemi benimsenmiştir.”⁷²⁶

İngiltere’de çağrı sahibinin çağrı öncesinde yaptığı alımlar çağrı fiyatını etkilemektedir.⁷²⁷ Türkiye’de ise çağrı öncesi dönemdeki işlemlerin çağrı fiyatını etkilemesine ilişkin bir hükme yer verilmemiştir. Bu nedenle SPK, yapacağı inceleme neticesinde vereceği kararda normal olarak açıklanan çağrı fiyatını aynen kabul edecektir. Çağrıda bedel, Türk Lirası cinsinden nakit, menkul kıymet veya kısmen nakit kısmen menkul kıymet olarak belirlenebilir. Ancak hissedarın talebi halinde, pay bedelinin nakit ödenmesi gerekmektedir. Eğer çağrı bedeli menkul kıymet veya kısmen nakit kısmen menkul kıymet olarak belirlenmişse hissedarlar seçimlik hakka sahip olacaklardır.⁷²⁸ Bu durumda çağrı sahibinin teklifin tamamının nakit olarak kabul edilmesine karşı hazırlıklı olması yeterli finansmanı sağlaması gerekir. Hissedarın, çağrı bedelinin tamamen veya kısmen

⁷²⁵ Bkz. Petrol Ofisi hissesine ilişkin yapılan isteğe bağlı çağrıda, çağrı fiyatı konusunda gelen eleştiriler hakkında SPK’nın yapmış olduğu açıklamalar (http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/basindaSPK/aksam_gazetesi.htm) Söz konusu açıklamada SPK, isteğe bağlı çağrıda (o dönemde kullanılan terimle gönüllü çağrıda) fiyata müdahale etmediğini ifade etmiştir. Önceki düzenleme olan Seri:IV No.8 Tebliği döneminde ifade edilmiş olan bu görüşün halen geçerli olduğu anlaşılmaktadır.

⁷²⁶ SPK açıklaması için bkz. (http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/basindaSPK/aksam_gazetesi.htm).

⁷²⁷ Bkz. §5 IV B.

⁷²⁸ SPK Seri:IV No.44 md. 4/b.

menkul kıymet olarak belirlenmesi durumunda bedeli nakit olarak talep etme hakkı tanınmış olmasına karşın önerilen menkul kıymetin borsada işlem görmesi şart koşulmuştur. Menkul kıymetin türüne ilişkin bir sınırlamaya yer verilmemiştir. Önerilecek menkul kıymetin hisse senedi, tahvil ve benzeri menkul kıymet olması mümkün görünmektedir. Yine yabancı bir şirketin Türkiye’de veya yurt dışında kurulu bir borsada işlem gören menkul kıymetleri çağrı bedeli olarak önerilebilir. Aynı şekilde bir Türk şirketin yabancı borsalarda işlem gören menkul kıymetlerinin önerilmesi imkan dahilindedir. Çağrı yapan şirket ise kendi menkul kıymetlerini de önerebilir. Olaya konu menkul kıymet için esas alınan birim fiyatı ve önerilen menkul kıymet ile nakit arasındaki değişim oranının ve fiyat ile değişim oranının tespitinde kullanılan yöntem, bilgi formunda yer verilir. Eşitlik prensibi gereği, değişim oranını adil bir şekilde hesaplanması gerekir. Aksi takdirde farklı seçim yapan hissedarlar arasında eşitlik bozulur.

3. Şarta Bağlı Çağrı

Tebliğ’de çağrının bir şarta bağlanıp bağlanmayacağı hususunda bir hüküm yoktur. Normal olarak çağrının, çağrı sahibinin belirli bir oy hakkına (%50) sahip olması şartına bağlı olarak yapılması mümkün olmalıdır.⁷²⁹ Eğer çağrı sonrasında gerçekleşecek muhtemel hisse devri Rekabet Kurulu’nun iznine tabi bir işlem ise bu şart zorunlu bir şart olacaktır. Aynı şekilde belirli oranın üzerinde pay sahipliği kamu kuruluşlarının iznine tabi olan şirketlerde iznin verilmesi zorunlu olarak bir şart olacaktır.

Buna karşın gerçekleşip gerçekleşmemesi çağrı yapanın inisiyatifine kalmış şartların kabul edilmesi gerekir. Aksi takdirde çağrı yapan istediği takdirde çağrıdan vazgeçme hakkını saklı tutmuş olur. Bu bakımdan hedef şirket ile ilgili yapılan due diligence’in olumlu sonuç vermesi çağrı yapan şirket yönetim kurulu veya genel kurulunun onayı gibi şartların kabul edilmemesi gerekir. Kabul edilebilecek şartlar objektif koşullar taşınmalıdır.

⁷²⁹ İngiltere’de çağrının kabulü neticesinde %50 üzerinde oy hakkına sahip olunması aynı zamanda zorunlu bir şarttır (konu hakkında bkz. § 5 IV B).

4. Çağrı Prosedürü

Tebliğ'de çağrı kararının kamuya duyurulmasında önce hedef şirket yönetim kuruluna bildirilmesine ilişkin bir hükme de yer verilmemiştir. İngiltere'de çağrının öncelikle hedef şirket yönetim kuruluna bildirilmesi şartı bulunmaktadır. Kendisine teklif gelen yönetim kurulu hissedarları ve çalışanlarını teklifin olası sonuçları hakkında bilgilendirecektir. AB Direktifi'nde de teklifin öncelikle yönetim kuruluna bildirilmesi şartı bulunmaktadır. Tebliğ'e göre çağrı kararı alınmasının en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya duyurulması gerekmektedir.⁷³⁰ Tebliğ'de hedef şirket yönetim kuruluna teklifin bildirilmesine dair bir hükme yer verilmemiştir. Tebliğ'de çağrı kararının kamuya açıklanmasından sonra ne kadar süre içinde SPK'ya başvuruda bulunulması gerektiğine ilişkin bir hüküm yoktur. Ancak kanaatimizce söz konusu açıklamanın yapılmasından sonra makul bir süre içinde başvurunun yapılması gerekir.

Başvuru Tebliğ ekinde yer alan bilgi formu⁷³¹ ve belgeler⁷³² ile birlikte yapılır. ⁷³³ Bilgi formunda; (1) hedef şirkete ait bilgiler, ⁷³⁴ (2) çağrıda bulunan kişiye ait bilgiler, ⁷³⁵ (3) çağrının gerekçesi ve çağrıyı yapanın elinde bulunan hedef şirket hisseleri, ⁷³⁶ (4) çağrıya konu paylar hakkında bilgi ⁷³⁷, (5) çağrı fiyatı, fiyat belirleme yöntemi ve bedelin ödenme şekli ⁷³⁸ (6) çağrının finansmanında kullanılacak fonların kaynağı ve miktarı ⁷³⁹, (7) yönetim hakimiyetinin elde edilmesi halinde yapılması planlanan tasarruflar hakkında bilgi (maddi sabit kıymetlerin satılması, kiralanması, yapılması düşünülen yatırımlar, işletmenin yönetiminde ve muhasebe organizasyonunda düşünülen değişiklikler, başka bir şirket veya şirketlerle birleşme veya devir kararı alınıp alınmayacağı, işletmecilik ve pazarlamada değişiklik yapılıp yapılmayacağı, yönetim ve denetim kurulu üyeleri ile diğer yöneticilere tanınması düşünülen hak ve menfaatler)⁷⁴⁰, (8)

⁷³⁰ SPK Seri:IV No.8 Tebliği md. 17/a.

⁷³¹ SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 2.

⁷³² SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 1.

⁷³³ SPK Seri:IV No.8 Tebliği md. 17.

⁷³⁴ SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md. 1.

⁷³⁵ SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md. 2.

⁷³⁶ SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md. 3.

⁷³⁷ SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md. 4.

⁷³⁸ SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md. 5.

⁷³⁹ SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md. 6.

⁷⁴⁰ SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md.7.

çağrıya aracılık edecek aracı kuruluşa ilişkin bilgi ⁷⁴¹, (9) çağrıda uygulanacak işlem ve prosedürler hakkında bilgi ⁷⁴², (10) çağrının başlangıç ve bitiş tarihleri ⁷⁴³, varsa çağrıya ilişkin kamu kurumlarının görüşleri ⁷⁴⁴ ve diğer hususlar ⁷⁴⁵ yer alır. Bilgi formunun yeterli, dürüst ve açık bilgi verecek şekilde düzenlenmesi gerekmektedir. ⁷⁴⁶

SPK başvurusuna bilgi formunun yanı sıra Tebliğ'in 1 No'lu ekinde belirtilen belgeler de eklenir ⁷⁴⁷ Söz konusu belgeler arasında, çağrıya aracılık yapan aracı kurumla akdedilen aracılık sözleşmesi ve çağrı fiyatının hesaplanmasına ilişkin bilgi de yer almaktadır.

SPK yapacağı inceleme neticesinde çağrı yapan tarafından hazırlanan bazı ek bilgilerin bilgi formunda yer almasını çağrıyı yapandan talep edebilir. ⁷⁴⁸ Aynı şekilde SPK bilgi forumunda yer alan yanlışlığını tespit ettiği bilgilerin değiştirilmesini de isteyebilir. Çağrıyı yapan çağrı sürecine devam edebilmek için SPK tarafından istenen bu değişiklikleri yerine getirmek zorundadır.

SPK tarafından yapılan inceleme tamamlandığında SPK Karar Organı haftalık toplantısında isteğe bağlı çağrının yapılmasına ilişkin bir karar alır ve alınan karar toplantının hemen ardından internet üzerinden yayınlanan SPK haftalık bülteni içinde kamuya duyurulur. Kurul kararının alınması ve Kurul karar tarihi çağrı sürecinin devamı için önemlidir. Kurul kararının alınmasından sonra en geç altı iş günü içerisinde çağrının fiilen başlaması gerekmektedir. ⁷⁴⁹ Altı iş gününün hesabında Kurul kararının çağrıyı yapana tebliğ edilme tarihi değil Kurul kararının alınma tarihi dikkate alınmaktadır.

⁷⁴¹ SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md.8.

⁷⁴² SPK Seri:IV No.8 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md.9.

⁷⁴³ SPK Seri:IV No.44 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md.10.

⁷⁴⁴ SPK Seri:IV No.44 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md.11.

⁷⁴⁵ SPK Seri:IV No.44 Tebliği Ek 2 Bilgi Formu md.12.

⁷⁴⁶ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 15. f.1.

⁷⁴⁷ SPK Seri:IV No.44 Tebliği Ek-1 Çağrı Başvurularında Kurula İletilmesi Gereken Bilgi ve Belgeler.

⁷⁴⁸ SPK Seri:IV No.8 Tebliği md. 15. f.1.

⁷⁴⁹ SPK Seri:IV No.8 Tebliği md. 14. f.2.

Kurul kararının alınması ile çağrının fiilen başlayacağı güne kadar geçen süre içinde aşağıdaki işlemlerin tamamlanması gerekli olacaktır:

Tebliğ'in 15. maddesine göre SPK tarafından onaylanmış bilgi formunun, çağrıyı yapan kişi veya kişiler ile çağrıya aracılık yapan aracı kuruluş yetkilileri tarafından imzalanması gerekmektedir.⁷⁵⁰ Söz konusu maddeye göre bilgi formunun, çağrıya konu olan ortaklık yetkilileri tarafından imzalanması zorunlu değildir. Bunun zorunlu tutulmamasının sebebi, hedef şirket yönetim kurulu üyeleri ile uzlaşma yapılmaksızın yapılan çağrıda, hedef şirket yöneticilerinin, kendileri ile hasım durumunda olabilecek çağrı yapanla beraber bilgi formunu imzalamak istemeyecekleri düşüncesi olabilir. Bu durumda bilgi formunun sadece çağrıyı yapan ve aracı kurum tarafından imzalanması yeterli olacaktır.

Bu şekilde imzalanmış ve SPK'ca onaylanmış bilgi formu, yurt çapında günlük yayın yapan en az iki gazetenin Türkiye baskılarında ilan edilir. Eğer hedef şirketin hisseleri borsada işlem görüyorsa bilgi formu ilan edilmek üzere ilgili borsaya da gönderilir.⁷⁵¹ Çağrı yoluyla pay toplanması amacıyla yapılacak her türlü ilan, reklam ve duyurularla ilgili metinler hakkında önceden Kurul'un uygun görüşünün alınması zorunludur. İlan, reklam ve her türlü açıklamalarda bilgi formunda yer alan bilgiler dışında herhangi bir bilgiye yer verilemez. Kurul gerekli gördüğünde metinlerde değişiklik yapılmasını isteyebilir ve bu durumda değişiklikler yapılmadan metinler yayımlanamaz.⁷⁵²

Bilgi formunun ilan edilmesinden sonra bilgi formunda belirtilen günde, çağrı fiilen başlayacaktır. Çağrının fiilen başlaması ile birlikte hissedarlar, hisselerini satma hakkına kesin olarak sahip olurlar. Zira Tebliğe göre çağrıyı yapan, çağrı fiilen başlayıncaya kadar payları satın almaktan vazgeçebilmektedir. Bilgi formunda belirtilmiş olan çağrının başlayacağı güne kadar çağrı yapan çağrıdan

⁷⁵⁰ SPK Seri:IV No.8 Tebliği md. 15. f.2. Bilgi Formu SPK'ya başvuru yapılırken imzalı olarak verilse bile SPK tarafından istenen değişikliklerin forma dahil edilmesi nedeniyle uygulamada genellikle Kurulun onayından sonra bu tür formların tekrar imzalanması gerekmektedir.

⁷⁵¹ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 15 f.3.

⁷⁵² SPK Seri:IV No. 44 Tebliği md. 4 f.4.

vazgeçtiğini beyan etmemişse artık çağrı süresi içinde pay sahipleri paylarını satma hakkına sahip olacaklardır.⁷⁵³

Çağrıya karşılık veren pay sahipleri satmaya karar verdikleri payları, çağrıda bulunanlar adına alım işlemlerini gerçekleştiren aracı kuruluşa, teslim ederek satışı gerçekleştirirler.⁷⁵⁴ Satışı gerçekleştirilen payların bedelleri pay sahiplerine çağrıya ilişkin bilgi formunda belirtildiği şekilde ödenir. Uygulamada pay bedelleri genel olarak payların teslimini izleyen iki iş günü içinde pay sahiplerine ödenmektedir.⁷⁵⁵

İsteğe bağlı çağrıda çağrının açık kalacağı satın alma süresi on iş gününden az yirmi iş gününden fazla olamaz. Fiili çağrı, konuya ilişkin SPK kararından itibaren en çok altı iş günü içinde başlar. SPK Tebliği'nde çağrı süresinin uzatılmasına ilişkin bir hükme yer verilmemiştir. ABD'de ise çağrının en az 20 iş günü açık olması gerekmektedir. ABD'de hissedarları baskı altında kalmaktan kurtarmak ve daha sağlıklı karar alabilmelerini sağlamak açısından satış sürenin uzunluğu önemli bir husustur. Aksi takdirde hissedarın yanıltılabilmiş olacağı düşünülebilmektedir. SEC düzenlemesi md. 14 (e), satın alınacak hisse miktarında azalma veya çoğalma ya da teklif edilen fiyatta veya aracı kurumun ücretinde değişiklik yapılması durumunda da çağrı sürecinin en az 10 iş günü uzatılmasını öngörmektedir. SEC, bir olayda çağrıya ilişkin konulmuş koşulun değiştirilmesi durumunda da sürenin uzatılmasının gerektiğine karar vermiştir.⁷⁵⁶ İngiltere'de ise çağrının, en az çağrı dokümanının yayınlandığı günü izleyen 21 gün açık olması gerekmektedir.⁷⁵⁷ Koşullu bir çağrı koşulsuz hale gelirse kapanacağı tarihi izleyen 14 günden az olmayan bir süre için açık olmaya devam etmesi gerekir.⁷⁵⁸ Çağrı başlangıçtan itibaren koşulsuz olduğunda 14 gün uzatma kuralı uygulanmamaktadır.

⁷⁵³ Çağrıdan vazgeçme konusu aşağıda ayrı bir başlık altında incelenecektir.

⁷⁵⁴ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md.4 f. 3.

⁷⁵⁵ Bkz. Galatasaray Spor ve Futbol İşletmeciliği A.Ş. tarafından, Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. hisseleri için yapılmış çağrılara ilişkin bilgi formları (www.kap.gov.tr).

⁷⁵⁶ SEC Release No 34-24, s. 296, (Naklen: Kenyon-Slade, s. 127).

⁷⁵⁷ City Code Kural 31.1.

⁷⁵⁸ Bkz. City Code Kural 33.1, Kural 33.2.

E. Çağrıdan Vazgeçme

SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 13/2'de çağrıya ilişkin ABD ve İngiltere düzenlemelerinde olmayan oldukça dikkat çekici bir hükme yer verilmiştir: Söz konusu hükme göre çağrı yoluyla pay toplama girişiminde bulunanlar, çağrının fiili başlangıcına kadar ortaklığın paylarını satın almaktan vazgeçebilirler. Bu husus, bu Tebliğ'in 15. ve 17. maddelerinde belirtilen esaslar çerçevesinde kamuya duyurulur.

Bu hükme göre çağrı yapan, çağrı yapacağını kamuya duyurmasından, SPK'ya çağrı başvurusu yapmasından, hatta SPK'nın çağrıyı onaylamasından ve bilgi formunun yayınlanmasından sonra çağrıdan vazgeçebilecektir.⁷⁵⁹ Ancak bilgi forumunda belirtilen çağrı başlangıç tarihine kadar vazgeçilme iradesi beyan edilmemiş ve çağrı fiilen başlamış ise artık çağrıdan vazgeçmek mümkün olmayacaktır.

Tebliğ'de vazgeçme iradesinin Tebliğ'in 15. ve 17. maddelerindeki esaslar çerçevesinde kamuya duyurulacağı belirtilmiştir.⁷⁶⁰ Tebliğin 15. maddesi bilgi formunun iki adet günlük gazetede ve ilgili borsada yayınlanmasını öngörmektedir. Dolayısıyla buradan vazgeçme kararının bilgi formunun yayınlandığı gazetelerde ilan edilmesi gerektiğini anlamaktayız. Tebliğ'in 17. maddesi ise çağrı ile ilgili kamuya açıklama yapılması gereken durumları düzenlemektedir. 17. maddede açıklamaların SPK'nın özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esasları dahilinde yapılacağı ifade edilmiştir. Bu durumda vazgeçmeye ilişkin iradenin, payları borsada işlem gören hedef şirketler için, SPK'nın Seri:VIII No.54 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği hükümlerine; payları borsada işlem görmeyen hedef şirketler için ise SPK'nın Seri:VIII No.57 İhraç Ettiği Sermaye Piyasası Araçları Bir Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıkların Özel Durumlarının Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği hükümlerine göre açıklanması gerekir. SPK'nın Seri:VIII No.54 Tebliği 21. maddesine göre "Özel durumlar veya özel duruma konu bilgilerdeki

⁷⁵⁹ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 13 f.2 c.1.

⁷⁶⁰ SPK Seri:IV No.8 Tebliği md. 13 f.2 c.2.

değişiklikler(in) ortaya çıktığı veya öğrenildiği anda en seri haberleşme vasıtasıyla ilgili borsaya ulaştırılması zorunludur. Bu durumda hedef şirket hisseleri borsada işlem gören bir şirketse, çağrıdan vazgeçme kararının ortaya çıktığı anda en seri haberleşme vasıtasıyla borsaya ulaştırılması gerekecektir.⁷⁶¹ Hedef şirketin paylarının bir borsada işlem görmüyor olması halinde, çağrıdan vazgeçme kararının alınmasından itibaren beş iş günü içerisinde SPK'ya gönderilmesi gerektiği sonucu ortaya çıkmaktadır.⁷⁶² Seri:VIII No.57 Tebliğine göre SPK'nın da bu bilgiyi haftalık bültenleri ile kamuya duyurması gerekecektir.

763

Seri:IV No.44 Tebliği'nin 13. maddesi hükmünden çıkan sonuç, çağrıdan vazgeçme iradesinin, çağrının başlayacağı günden önceki gün mesai saatleri içinde borsaya (borsada işlem görmeyen hedef şirketlerde SPK'ya) ulaşması halinde çağrı yapanın Tebliğ hükümlerine uygun olarak çağrıdan vazgeçmiş kabul edileceğidir.

Yukarıda Seri:IV No.44 Tebliği'nde çağrının yapılacağına dair bir açıklama yapılmasından önce çağrının tamamlanacağına dair nihai kararın verilmiş olması ve çağrının finansmanının sağlanmış olması gibi şartların aranmamasının çağrının manipülatif amaçlarla kullanılmasına yol açabileceği belirtilmişti. Söz konusu koşullar gerek İngiltere gerekse ABD düzenlemelerinde kilit öneme sahip hususlardır. Zira çağrı yapılacağı hisse fiyatı üzerinde etkili olacağından bu aracın manipülatif olarak kullanılması riski bulunmaktadır. Gerek ABD'de gerek İngiltere'de çağrı duyurusunun ancak çağrı niyetinin kesinleşmesi ve finansmanın sağlanmasından sonra yapılması çağrı sahibinin çağrıdan vazgeçmesine yol açacak subjektif şartlar kabul edilmemesi gibi kuralların temelinde hissedarları duyurulan bir çağrının gerçekleşmesinin yol açacağı zararlardan korumaktır. SPK düzenlemelerinde çağrının duyurulmasından önce kesin kararın verilmesi ve finansmanın sağlanmış olması gibi yükümlülükler getirilmemesinin yanı sıra çağrı sahibine açık bir çağrıdan vazgeçme hakkı tanıyan md. 13/3 hükmüne yer verilmiş

⁷⁶¹ SPK Seri:VIII No.54 md. 21.

⁷⁶² SPK Seri:VIII No.57 md. 7.

⁷⁶³ SPK Seri:VIII No.57 md. 7.

olmakla alanı manipilatif amaçlarla kullanılmaya daha da açık bırakılmıştır. Bu durumda bir kişinin, gerçekte çağrı yaparak belirli bir tutarda hisse satın alma gibi bir niyeti olmasa bile, çağrı yapacağını kamuya duyurmuş, sonra da hisse fiyatının yükseltilmesinden sonra çağrıdan vazgeçmesi Tebliğ'e uygun bir işlem haline gelmektedir. Söz konusu işlemler hakkında sonradan SPKn. md. 47/I-A-1, 2 ve 3 hükümlerine göre suç duyurusunda bulunması mümkün olsa da çağrıya ilişkin bir düzenlemede bu tür manipülatif hareketleri önleyici kurallara yer verilmesi gerekir. Oysa mevcut SPK düzenlemesi manipülasyonu önleyici hükümlere yer vermediği gibi tam aksi yöne bir hükme yer vermiştir. Kanaatimizce ancak Tebliğ'de mutlaka ABD ve İngiliz hukukunda olduğu gibi çağrının duyurulmasından önce niyetin kesinleşmiş olması ve yeterli finansmanın sağlanmış olması hükümlerine yer verilmesi gerektiği gibi çağrı yapana çağrıdan koşulsuz vazgeçme imkanı sağlayan hükmün kaldırılması gerekmektedir. Aksi takdirde birçok bu yolla da manipüle edilebilir ve işlemin SPK Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine uygun olduğu savunulabilir.

Bu alanda tecrübe ve yoğun bir uygulamaya sahip olan İngiliz ve ABD hukukunun konuyu nasıl düzenlediğini incelemenin faydalı olacağını düşünmekteyiz. İngiliz hukukuna göre kesin çağrı niyetini açıklayan kişi, artık yaptığı duyuruda yer alan alım teklifi ile bağlı hale gelmektedir. Bu duyurudan sonra çağrı sahibi, çağrıya ilişkin açıklamasında bir ön şart belirlemişse bu ön şarta dayanarak çağrıdan vazgeçebilmektedir.⁷⁶⁴ Örneğin çağrıya ilişkin yaptığı duyuruda, asgari olarak oy haklarının % 50'sinden fazlasına sahip hissedarların teklifi kabul etmesini ön şart olarak belirlemişse, ancak bu şartın gerçekleşmemesi durumunda çağrıdan vazgeçebilmekte, aksi takdirde yapmış olduğu çağrı ile bağlı olmaktadır. ABD hukukunda yeterli kaynağa sahip olmadan veya kesin bir niyeti olmaksızın bir kişinin çağrı planladığına ilişkin kamuya açıklama yapılması yasak olup, bu tür açıklamaların hileli ve aldatici işlem olarak müeyyideye tabi tutulması söz konusu olmaktadır. City Code ve SEC düzenlemeleri esas olarak çağrı yapanın değil çağrıya muhatap olan hissedarların çağrıdan vazgeçmesini kabul etmektedir.

⁷⁶⁴ City Code Kural 2.7.

F. İsteğe Bağlı Çağrıya İlişkin Genel Kurallar

1. Eşit Fiyat ve En İyi Fiyat Kuralı

Yukarıda da belirtildiği gibi Tebliğ’de isteğe bağlı çağrıda, çağrı fiyatının belirlenmesine ilişkin bir kural bulunmamaktadır. Uygulamada da SPK, normal olarak çağrı yapanın açıkladığı fiyata müdahale etmemekte ve bu fiyatı çağrı fiyatı olarak kabul etmektedir. Acaba, çağrıyı yapacak olan kişi tarafından belirlenen fiyat, piyasa fiyatının çok üstündeyse ve çağrı gerekli finansman sağlanmadan yapılıyor ve işlem manipülatif nitelikler taşıyorsa SPK böyle bir durumda da fiyata müdahale etmeyecek midir? Kanaatimizce, çağrı fiyatının manipülatif tarzda belirlenmiş olması gibi hallerde SPK çağrı fiyatına müdahale edebilmelidir.

Ancak çağrı sahibi fiyatı belirlemekte serbest olmakla birlikte belirlediği fiyatı çağrıya katılanlara eşit uygulaması gerekir. Tebliğ’in “*Çağrıya İlişkin Genel Esaslar*”; “*Uyulacak genel esaslar*” başlıklı 4. maddesinde “*Çağrıda, ortaklığın aynı gruba dahil tüm payları eşit muameleye tabi tutulur.*” hükmüne yer verilmiştir.⁷⁶⁵ Söz konusu maddenin başlığı “*Çağrıya İlişkin Genel Esaslar*” olduğundan, çağrıda aynı durumdaki tüm ortaklara eşit davranma prensibinin, İngiliz City Code kuralları ve AB Direktifi’ndeki gibi bir genel prensip olduğunu, bu yüzden de normal olarak tüm çağrılarda uygulanması gereken bir kural olduğunu kabul etmek gerekir. Hissedarlara çağrı sırasında eşit davranılması prensibinin kabul edilmesinin neticeleri ise genel olarak çağrıda (1) tüm hissedarlara eşit fiyat uygulanması (eşit fiyat kuralı) (equality principle) (2) çağrı döneminde çağrı fiyatından daha yüksek bir fiyatla bir hisse alımı yapılması durumunda, söz konusu alıma uygulanan daha yüksek fiyattan tüm hissedarların yararlanmasıdır (en iyi fiyat kuralı) (best price rule).

⁷⁶⁵ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 4.

Tebliğ’de, bahsi geçen 4. maddedeki eşit davranılmaya ilişkin genel esasın yanı sıra zorunlu çağrıya ayrılmış üçüncü bölümde, zorunlu çağrıda, fiili çağrı süresi sona ermeden çağrı fiyatından daha yüksek bir fiyattan hisse alımı yapılırsa çağrı fiyatının söz konusu yüksek fiyata çıkarılması kuralının uygulanacağı açık olarak belirtilmiştir.⁷⁶⁶ Ancak Tebliğin isteğe bağlı çağrıyı düzenleyen dördüncü bölümünde bu kuralın isteğe bağlı çağrıda uygulanacağına ilişkin bir hükme yer verilmemiştir. İsteğe bağlı çağrıya ilişkin hükümler arasında en iyi fiyat kuralına yer verilmemesinin sebebinin bir hatadan mı kaynaklandığı yoksa isteğe bağlı çağrıda bu kurala yer verilmemesinin bilinçli bir tercih mi olduğu tam olarak anlaşılammamaktadır. Ancak, kanaatimizce “en iyi fiyat kuralının” uygulanmaması durumunda hissedarlara eşit davranma prensibinin bir anlamı kalmaz. Zira sözü edilen kuralın uygulanmaması durumunda bir yandan daha düşük bir çağrı fiyatıyla çağrı yapılırken, bir yandan da çağrı dışında daha yüksek fiyatla hisse alımı yapılması mümkün olur ve eşitlik prensibi de bozulmuş olur.

Burada bir soru akla gelmektedir: Acaba Tebliğ’de zorunlu çağrı düzenlendiği ve zorunlu çağrıda en iyi fiyat kuralı uygulandığına göre isteğe bağlı çağrıda bu kuralın uygulanmamasının bir öneminin olmadığı söylenebilir mi? Öncelikle eğer isteğe bağlı çağrı tüm hissedarların, tüm hisselerine yönelik yapılmışsa zorunlu çağrı doğmayacağından⁷⁶⁷ Bu durumda isteğe bağlı çağrı sırasında farklı fiyat uygulanmasının yarattığı eşitsizliğin telafisi mümkün olmayacaktır. Bu durumda bir kısım hissedarlar daha düşük çağrı fiyatından, bir kısım hissedarlar ise daha yüksek fiyattan hisselerini satmış olacaklardır. Buna karşın çağrı tüm hissedarların tüm hisselerine yönelik olarak yapılmamışsa, yani kısmi çağrıysa bu kez çağrı yükümlülüğü doğacaktır. İsteğe bağlı çağrı neticesinde zorunlu çağrının doğması halinde, zorunlu çağrı fiyatı, en az son altı aylık dönemde hisselerine ödenen en yüksek fiyat olacağından,⁷⁶⁸ isteğe bağlı çağrıda hisselerini satmayan zorunlu çağrıya katılma hakkına sahip olan hissedar açısından en iyi fiyat kuralının

⁷⁶⁶ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 9/1: “Zorunlu çağrı fiyatının kamuya açıklanmasından sonra ve fiili çağrı süresi sona ermeden önce, çağrıya konu ortaklık paylarının çağrıda bulunan veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından çağrı fiyatından daha yüksek bir fiyattan satın alınması halinde çağrı fiyatı, satın alınan paylar için ödenen en yüksek fiyattan aşağı olmayacak şekilde yeniden belirlenir.”

⁷⁶⁷ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 6.2 (a).

⁷⁶⁸ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 8.1.

uygulanmamış olması bir mağduriyet yaratmaz. Ancak zorunlu çağrıdan sadece, çağrı tarihinde hisse sahibi olan hissedarlar yararlanabileceğinden, zorunlu çağrıdan önce hisselerini çağrı fiyatından satan hissedarlar en iyi fiyat kuralının uygulanmamasından dolayı mağdur olacaklardır. Zira bu ilk kural uygulanan çağrı fiyatından hisse alanlar aradaki farkı tahsil etmeye hak kazanacaklardır. Dolayısıyla bu durumda da isteğe bağlı çağrıda en iyi fiyat kuralının uygulanmaması hissedarlar arasında eşitsizlik yaratmış olacaktır. Kanaatimizce, en iyi fiyat kuralı, sadece zorunlu çağrıda değil aynı zamanda isteğe bağlı çağrıda da uygulanması gereken bir kuraldır. Çağrıda aynı gruba dahil tüm payların eşit muameleye tabi tutulması ilkesi ⁷⁶⁹ bunu gerektirir. Zaten bu kuralın zorunlu çağrıda uygulanıp da isteğe bağlı çağrıda uygulanmamasının bir ratio legis'i de bulunmamaktadır. Bu hususa ilişkin olarak Tebliğ'de değişiklik yapılarak, en iyi fiyat kuralının isteğe bağlı çağrıda da uygulanması gereken bir kural olduğu hususuna açıklık getirilmesi gerektiğini düşünmekteyiz.

Eğer SPK tarafından en iyi fiyat kuralının isteğe bağlı çağrıda uygulanacağı hususunun açıklığa kavuşturulması halinde, bu kuralın sadece SPK Tebliği'ne uygun olarak SPK'ya başvuruda bulunmak suretiyle yapılan çağrılarda değil, çağrı tanımına giren ama Tebliğ hükümlerine uyulmaksızın yapılan çağrılara da uygulanması gerekecektir. Bu konuya aşağıda tekrar değinilecektir.

2. Oransallık Kuralı

Oransallık kuralı, çağrıda hissedarlara eşit davranılması genel prensibinin bir tezahürüdür. Çağrıda çağrıya katılmak için talepte bulunan (çağrı kabul eden) payların teklife konu pay sayısından fazla olması durumunda talepte bulunan pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratmayacak şekilde oransal dağıtım yapılır. ⁷⁷⁰ Çağrıda oransallık kuralı, yalnızca payların bir kısmı için yapılmış kısmi çağrıda söz konusu olur. Hisselerin tamamı için yapılan çağrıda çağrıyı yapan, satılması kabul edilen payların tamamını satın almak zorunda olduğunda oransallık ilkesinin uygulanması söz konusu olmaz. Kısmi çağrıda, çağrıyı yapan payların

⁷⁶⁹ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 4.1.

⁷⁷⁰ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 13 f.1 c.2.

tamamını değil, bir kısmını satın almak istemektedir. Eğer teklifi kabul edenlerin satmak istedikleri payların sayısı çağrıda, satın alınmak istenen payların toplamından fazla ise dağılım ortaklar arasında eşitsizlik yaratmayacak şekilde oransal (pro-rotta) olarak dağıtılacaktır. Oransallık kuralı hisse senetleri halka arzlarında alınması talep edilen hisselerin, arz edilen hisse miktarından fazla olması halinde uygulanan bir kuraldır.⁷⁷¹ Eğer bu kural olmasaydı çağrı sahibi istediği kimseden istediği miktarda hisse almakta serbest olacak, böylece hissedarlar arasında eşitlik bozulmuş olacaktır.

Hisse alımı için yapılan çağrıya ilişkin oransallık kuralı ise ilk kez SPK Seri:IV No.44 Tebliği ile kabul edilmiştir. Tebliğe göre payların bir kısmı için yapılan çağrıda, teklifi kabul edenlerin satmayı kabul ettikleri paylar, çağrıda satın alınmak istenen payların toplamından fazla ise, oransallık ilkesine göre dağıtım yapılarak hissedarlar arasında eşitlik sağlanması gerekmektedir. Mesela, çağrı bir şirketin sermayesinin %30'unu temsil eden 300.000 adet payı satın almak için yapılmış, buna karşın çağrıda satılması kabul edilen payların toplamı 600.000 adet olsun. Bu durumda çağrıyı kabul etmiş hissedarlardan her biri, paylarının %50'si oranında hisse satma hakkına sahip olacaktır. En iyi fiyat kuralı gibi bu kuralın da sadece SPK Tebliği'ne sadece SPK Tebliği'ne uygun olarak SPK'ya başvuruda bulunmak suretiyle yapılan çağrılarda değil, çağrı tanımına giren ama Tebliğ hükümlerine uyulmaksızın yapılan çağrılara da uygulanması gerekecektir.

G. Çağrı Düzenlemelerine Aykırılığın Müeyyidesi ve Hukuki Sorumluluk

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4. maddesinde halka arz edilecek menkul kıymetler için SPK kaydına alma zorunluluğu düzenlenmiştir. Bu hükme aykırı olarak SPK kaydına alınmadan hisselerin halka arzı ve satışını yapanlar iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş binden on bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılmaktadır.⁷⁷²

⁷⁷¹ Bkz. SPK'nın yürürlükten kalkan Seri:VIII No.22 Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (27.10.1993 tarihli RG'de yayınlanmıştır.) ve yürürlükte olan Seri:VIII No.66 Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği (03.04.2010 tarihli RG'de yayınlanmıştır).

⁷⁷² SPKn. md. 47/A 4 ve f.1 son cümle.

Buna karşın 16/A maddesinde, SPKn.'nun 4. maddesine benzer bir şekilde çağrıya ilişkin olarak uyulması zorunlu bir yükümlülüğe yer verilmemiş sadece SPK'ya yönetim kontrol değişikliği ve çağrıya ilişkin düzenleme yapma yetkisi verilmiştir.⁷⁷³ Bu durumda çağrı düzenlemelerine aykırı davrananlar Kanunun 16/A hükmüne değil SPK'nın Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine aykırı davranmış olarak kabul edilmektedir. Bunun önemli hukuki neticesi, çağrı yükümlülüklerine aykırı davrananlar hakkında SPKn. md. 16/A'ya aykırılıktan SPKn. md. 47/C uyarınca bir cezai kovuşturma yoluna gidilmemesi, bunun yerine SPK tarafından SPKn. md. 47/A uyarınca idari para cezası verilmesi ile yetinilmesidir.⁷⁷⁴ Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/C maddesinde 16/A'ya aykırılık için özel bir cezai müeyyide öngörülmüştür. SPKn. md. 47/C'ye göre, 16/A'ya aykırı hareket edenler bin iki yüz elli gün adli para cezası ile yargılanırlar. Bu cezayı önemli kılan önemli bir husus, Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmiş diğer suçlarda olduğu gibi bu maddeye aykırılık durumunda mahkemece verilecek para cezasının, suçun işlenmesi suretiyle temin edilen menfaatin üç katından az olmamasıdır. Kanununun 16/A maddesi, SPK'ya çağrıya ilişkin düzenleme yapma yetkisi vermek yerine, doğrudan çağrı yükümlülüğüne dair bir hüküm içerseydi, çağrı yükümlülüğüne uymamak SPK'nın uyguladığı şekilde idari para cezası değil, adli para cezası ile yargılanacak ve söz konusu para cezası elde edilen menfaatin üç katından daha az olamayacaktı.

⁷⁷³ Buna karşın SPKn. md. 16/A'da halka açık şirketlerin yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortaklarına, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak bildirim yükümlülüğü getirilmiştir. SPKn. md. 16/A “... Hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip ortakları, malik oldukları anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurulun kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde Kurula ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüdürler.”

⁷⁷⁴ SPKn. md.16/A f.1 uyarınca SPK'nın yapmış olduğu düzenlemelere aykırı davranmak SPKn. md. 47/A'ya göre idari para cezasına tabi olmaktadır.

SPK çağrı ile ilgili düzenlemelere uymayanlara idari para cezası vermek ya da ilgilileri uyarmakla yetinmektedir. SPK, vermiş olduğu bir kararda, mektupla hisse toplama girişiminde bulunan bir kişiyi uyarmakla yetinmiştir.⁷⁷⁵

Hukuki sorumluluğa gelince; acaba SPK'nın vereceği karardan bağımsız olarak, hedef şirket hissedarlarının yapılan işlemin çağrı olduğunu ileri sürerek, usulsüz çağrı girişiminde bulunan kişiden hukuki bir talepte bulunması mümkün müdür? Örneğin mektupla çağrı girişiminde bulunulması halinde, hedef şirket hissedarları bu girişimde bulunan kişiye karşı SPK Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerinde yer alan “eşit fiyat” ve “oransallık kuralı” uyarınca kendi hisselerini de aynı fiyattan satın almasını talep edebilecekler midir? Yetki kanundan alınmış olsa dahi idari bir kuruluş tarafından özel hukuk kişilerine borç yükleyen bir düzenleme yapılmasını mevcut Anayasa hükümleri ile bağdaşır bulmak mümkün değildir. Bu durumda söz konusu talebin ancak SPK düzenlemelerine aykırılıktan dolayı BK 41 vd. hükümlerinde düzenlenen haksız fiil sorumluluğuna dayandırılması düşünülebilirse⁷⁷⁶ de idari düzenlemedeki hükmün, hakimi tazminat sorumluluğunu belirlerken bağlayıp bağlamayacağı hususu da oldukça tartışmalıdır. Bu konu zorunlu çağrıya aykırılığın hukuki müeyyidesi incelenirken daha ayrıntılı olarak ele alınacaktır. Ayrıca içeriden öğrenenlerin ticareti suçu önemi göz önüne alınarak aşağıda ayrı bir başlık altında incelenecektir.

H. Çağrıda İşlem Yasaklarına İlişkin Düzenleme Boşluğu ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu

Çağrı yapılacağı bilgisi çağrıya konu hedef şirket hisselerinin fiyatı üzerinde etkili (price sensitive) bir bilgidir. Zira çağrı genel olarak, hissenin piyasa fiyatından daha yüksek primli bir fiyatla yapılmaktadır. Dolayısıyla, çağrının kamuya açıklanmasından önceki ama çağrı hazırlıklarının başlamış olduğu dönemde hedef şirket hisseleri olması muhtemel çağrı fiyatından daha düşük bir seviyede piyasada işlem görür. Çağrı yapılacağı bilgisinden haberdar olmayan hissedarlar,

⁷⁷⁵ SPK 2004/27 HB’de yayınlanan Soytaş Holding A.Ş. kararı.

⁷⁷⁶ Bu konuda bkz. §10 VII A.

çağrı fiyatına göre düşük olan piyasada geçerli seviyeden hisselerini satabilir. Buna karşı çağrı yapılacağı bilgisine sahip olanlar, çağrının açıklanmasıyla birlikte hisse fiyatının çağrı fiyatına doğru yükseleceğini ve bu yüksek fiyat seviyesinden hisselerini satma imkânına sahip olacaklarını bildiklerinden varsa sahip oldukları hisseleri satmaz, hatta ek hisse satın alarak mevcut hisselerini artırabilirler; ya da eğer ellerinde hisse yoksa hisse satın alabilirler. Dolayısıyla çağrı yapan ve çağrı yapılacağı bilgisine sahip olan kişiler, bu bilgiyi kullanarak hisseleri daha düşük fiyatla satın almak ve çağrının açıklanması sonrasındaki yüksek fiyattan söz konusu hisselerini satarak menfaat temin etme imkânına sahip olurlar. Buna karşı bu bilgiden yoksun olan kişiler ise bu bilginin açıklanmasından önce hisselerini elden çıkarırlarsa hisseyi daha yüksek değerden satma imkânından mahrum kalırlar. Bu şekilde bazı kişilerin çağrı yapılacağını bilmesi bazı kişilerin ise bilmeden işlem yapması piyasada işlem yapanlar arasında fırsat eşitliğini bozacak bir durum yaratır. Bu nedenle çağrı yapılacağı bilgisinin hangi aşama ve hangi durumlarda kamuya açıklanacağını düzenlenmesinin yanı sıra çağrı yapılma fikrinin ortaya çıkmasından çağrının neticelenmesine kadar geçen dönemde kimlerin hisse üzerinde işlem yapabileceği ve ne tür işlemler yapabileceği kimlerin hisse üzerinde işlem yapmasının yasak olduğunun ayrıntılı bir şekilde düzenlenmesine ihtiyaç duyulur.

ABD ve İngiltere'deki düzenlemelerde, işlem yasakları esas olarak çağrının kamuya açıklanmasından önceki ve sonraki dönemler esas alınmak üzere düzenlenmiştir.

Çağrının kamuya duyurulmasından önceki dönemde, çağrıyı yapacak ve çağrıyı yapacak kişi adına işlem yapan kişi veya kişiler dışında çağrının yapılacağına ilişkin henüz kamuya açıklanmamış bilgiyi edinmiş olanların işlem yapmaları yasaklanmaktadır. Yani çağrının kamuya duyurulmasından öncesi dönemde çağrı yapılacağını bilmesine rağmen hisse alımı yapmasına izin verilen tek taraf çağrıyı yapacak olan ile bu kişi hesabına hisse alımı yapacak kişilerdir. Çağrıyı yapacak kişi hesabına hareket eden kişilere de sadece çağrı yapacak kişi hesabına yaptığı hisse alımlarında izin verilmektedir. Bu kişilerin çağrıyı yapacak kişi dışında kendi veya üçüncü kişiler hesaplarına yaptıkları alımlar da yasak kapsamına girmektedir. Dolayısıyla diğer kişilerin çağrı yapacak kişi adına hareket ettikleri

dikkate alındığında çağrının kamuya duyurulmasından önceki dönemde bir tek hisse alımı yapması yasak kapsamında olmayan kişi çağrı yapacak olan olmaktadır. Tabi aynı anda birden fazla kişi çağrı yapmayı planlıyorsa birden fazla muhtemel çağrı yapacak kişi hisse alımı yasak olmayan kişi olarak kabul edilmektedir. Buna karşı kamuya duyurulmasından önceki dönemde çağrı yapacak olan kişi de sadece hisse alımı yapabilir. Bu dönemde hisse satması yasak kapsamındadır.

Çağrının kamuya duyurulmasından önceki dönemde çağrı yapacak kişi dışında kalan ve çağrı yapılacağı bilgisini edinen herkes hedef şirket menkul kıymetleri ve (çağrı hissesinin fiyatı üzerinde etkili olacaksa) çağrıyı yapacak olan şirketin menkul kıymetleri üzerinde herhangi bir alım satım işlemi yapması yasak kapsamındadır.

Buna karşın çağrının kamuya duyurulmasından sonraki dönemde yasaklar farklılaşır. Bu dönemde çağrıyı yapacak kişinin çağrı prosedürü dışında hisse alımları yasak kapsamına girer. Çağrının kamuya duyurulmasından sonraki dönemde, çağrıyı yapacak ve onunla birlikte hareket edenler dışında, kalanlar için ise hisse alım satımına ilişkin bir kısıtlama olmaz. Gerek İngiltere’de gerekse ABD’de söz konusu kurallar oldukça ayrıntılı olarak ve genel içeriden öğrenenlerin ticareti düzenlemesi içinde değil çağrı ve kontrol değişikliği alanı için özel ve oldukça ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Bu şekilde bu alandaki özel ve ayrıntılı düzenlemeler içeriden öğrenenlerin ticaretinin bu alandaki genel düzenlemelerden farklarını ortaya koyması bakımından önemlidir. Bu farklılıklar içinde en önemlisi ise çağrı yapanın kamuya henüz açıklanmamış çağrı yapma bilgisini kullanması hususunda da kendisi ile diğer kişiler arasında ayırım yapılmış olmasıdır. Çağrı yapacak kişi, çağrı yapmaya karar vermiş olmasına çağrı ile ilgili olarak görüşmelere (finansman sağlama, aracı kurum ile anlaşma imzalamak vb.) başlamış olmasına yani hisse fiyatı üzerinde etkili olacak kamuya açıklanmamış bir bilgiye sahip olmasına rağmen hedef şirket hissesi alması serbest olmalıdır. Böyle bir özel düzenleme olmasaydı, genel içeriden öğrenenlerin ticareti düzenlemesi kapsamında yasak ve suç kapsamına girecek bir işlem, bu özel düzenleme sayesinde yasak ve suç kapsamından çıkmaktadır. Öte yandan çağrı sahibi için yasak olmayan işlem, çağrı yapacak kişi dışındaki kişiler için yasak

kalmaktadır. Burada eşitlik ilkesinin zedelenmesi söz konusu edilse de kuralın temelinde bir kişinin kendi aleyhine davranmasını beklemek ve bunun ispatındaki (hangi anda çağrı yapma kararı alındığı) zorluk yarattığı söylenebilir. Ancak her halükarda çağrı yapan ile diğer kişiler arasında böyle bir farklılık yaratılması özel bir düzenlemeyi gerektirir. Genel içeriden öğrenenlerin ticareti düzenlemesinden böyle bir farklılık çıkarılması mümkün değildir. Bunu açıkladıktan sonra aşağıda önceki bölümlerde açıklanmış olan İngiltere ve ABD düzenlemeleri hakkında kısa bir bilgi verilecek sonra da Türk mevzuatının değerlendirilmesi yapılacaktır.

ABD William Act Kural 14 (e) 3 (a)'ya göre bir kişinin çağrıya veya çağrıyı başlatmaya ilişkin önemli bir adım atması veya çağrıyı başlatması durumunda, bu kişi dışında kalan ve çağrı ile ilgili bilgiye sahip olan kişilerin hedef şirket hisseleri üzerinde alım veya satım ya da bu hisse senetlerine ilişkin haklar veren opsiyon ve benzeri işlemler yapmaları Exchange Act md. (14) anlamında hileli, yanıltıcı ve manipülatif işlem olarak kabul edilmektedir. İşlemin bu madde kapsamında kabul edilmesi için bilginin, doğrudan veya dolaylı olarak, çağrı yapanın veya hedef şirketin kendisinden veya bunların yöneticileri, ortakları ya da çalışanlarından veya bunlar adına hareket eden kişilerden temin edilmiş olması ve bu bilginin kamuya açıklanmamış bir bilgi olması gerekmektedir. Eğer çağrı yapılacağı bilgisi, yasak kapsamındaki işlemin gerçekleşmesinden önce basında veya başka bir yerde açıklanmış bir bilgiyse yapılan işlem bu kapsama girmemektedir. Çağrı yapacak kişi için ise çağrı öncesi dönemde hisse alımına ilişkin bir yasak bulunmamaktadır. ABD'de Kural 14 (e) 3 (c), çağrı yapacak olan kişiye hisse satan kişileri de yasak kapsamı dışında bırakmıştır. Kural 14 (e) 3 (d), çağrıya ilişkin kamuya açıklanmamış bilgiye sahip olanlarca bu bilgileri gizli tutma, üçüncü kişilere aktarmama yükümlülüğünü düzenlemektedir.

İngiltere'de de City Code kuralları da çağrı dönemine ilişkin hisse alım ve satımına ilişkin sınırlamalar getirmektedir. Çağrı yapılmasının söz konusu olduğu andan çağrı görüşmelerinin sonuçlandığı veya açıklandığı tarihe kadar geçen dönemde, çağrıyı yapacak olan kişi dışında çağrı ile ilgili bilgilere ulaşabilecek kişilerin, hedef şirketin menkul kıymetleri üzerinde işlem yapması yasaklanmıştır. Bu bilgiye ulaşabilen kişilerin aynı zamanda ilgili menkul kıymetlerin alım veya

satımına ilişkin üçüncü kişilere tavsiyede bulunmaları da yasak kapsamındadır. Çağrı döneminde çağrıyı yapacak olan kişiye de bazı yasaklar getirilmiştir. Çağrı döneminde, Panel'in izni alınmadığı ve 24 saat önceden satışın yapılabileceğine ilişkin kamuya açıklama yapılmadığı sürece çağrı sahibi ve birlikte hareket edenlerin hedef şirketin hisselerini satmaları yasak kapsamındadır. Bu şekilde hisse satışının yapılacağı ilan edilmesinden sonra çağrı sahibi ve birlikte hareket edenler hisse edinemezler veya hisse üzerinde bir menfaat sahibi olamazlar. Hedef şirket ile yürütülen görüşme süresince hedef şirketi, çağrıyı yapacak kişiye fiyat üzerinde etkili olan kamuya açıklanmamış bilgi vermesi halinde artık çağrı sahibi de hedef şirket hissesi üzerinde işlem yapamaz.⁷⁷⁷ Yine görüşmelerin başladığının açıklanmasından sonra, eğer görüşmeler sona erer veya çağrı sahibi çağrı yapmamaya karar verirse, bu durum açıklanmaya kadar çağrı sahibi tarafından hedef şirket menkul kıymetleri üzerinde işlem yapılması yasaklanmış işlemler arasında sayılmıştır.

Buna karşın yurtdışı düzenlemelerinin aksine, gerek Sermaye Piyasası Kanunu gerekse SPK Seri:IV No.44 Tebliği ve SPK'nın diğer düzenlemelerinde çağrı duyurusunun yapılmasından önceki veya sonraki döneme ilişkin olarak özel bir hisse alım ve satım yasağı getirilmemiştir. SPK düzenlemelerinde böyle bir yasağa yer verilmiş olmasının bu dönemde bu bilgiye sahip olanların serbestçe alım ve satım yapabilecekleri şeklinde yorumlanamaz. Çağrı yapılacağına dair bilgi, her zaman hisse fiyatı üzerinde etkili bir bilgi olduğundan bu bilginin kamuya açıklanmadan önce kullanılarak menfaat temin edilmesi halinde eylemin Sermaye Piyasası Kanunu md. 47/I-A-1 (İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu) kapsamına girmesi söz konusu edilebilecektir. Nitekim SPK bir çağrı olayında, çağrı yapılacağı bilgisinin kamuya açıklanmasından önce çağrı yapılacağı bilgisinin kullanılarak menfaat temin edildiği iddiasıyla Sermaye Piyasası Kanunu md. 47/I-A-1 aykırılıktan suç duyurusunda bulunmuştur. SPK'nın içeriden öğrenenlerin ticareti suçuna dair suç duyurusunda bulunmasına sebep olan söz konusu olayda Orascom Construction Industries ("OCI") adlı bir şirket birlikte hareket ettiği kişiler ile birlikte Batıçim hisselerini borsada toplayarak payını %

⁷⁷⁷ City Code Kural 4.1 ve Kural 4.2'nin notu.

21'e yükselttikten ⁷⁷⁸ sonra çağrı yapmak üzere SPK'ya başvurmuştur. ⁷⁷⁹ SPK, yapılan çağrı başvurusunu onaylamış ⁷⁸⁰ daha sonra çağrı başvurusu öncesi yaptığı alımlarla ilgili çağrıyı yapan hakkında bir işlem yapmazken, çağrının kamuya açıklanmasından önce Batıçim hisseleri üzerinde işlem yapan üç kişi hakkında suç duyurusunda bulunulmuştur. ⁷⁸¹

Batıçim hisselerine OCI Çimento tarafından yapılan çağrıya ilişkin SPK tarafından verilen söz konusu suç duyurusu kararı birçok yönden incelenmesi ve değerlendirilmesi gereken bir karar olarak dikkat çekmektedir. Söz konusu olayda çağrı yapan kişi çağrı yapacağına ilişkin duyuru yapmadan önce çağrı yapma kararı almış ve bu konuda görüşmelere başlamış ve bu dönemde borsadan hisse alımı yapmıştır. ⁷⁸² SPK'nın buna karşın çağrı duyurusunun yapılmasından önce yaptığı alımlar nedeniyle OCI Çimento'nun çağrı yapacağı bilgisine sahip olarak hisse alımı yaptıkları iddiasıyla üç yatırımcı hakkında suç duyurusunda bulunmuş olması bu ayırımın yapıldığını ortaya koymaktadır.

SPK'nın söz konusu kararları incelendiğinde mevzuatta çağrının duyurulmasından önce kimlerin hisse alımı yapabileceğini kimlerin ise yasak kapsamında olduğuna ilişkin ABD ve İngiltere'de olduğu gibi özel bir düzenleme bulunmamasına rağmen ABD ve İngiltere'de yapılan ayırımın fiilen uygulandığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla SPK'nın çağrı yapanın dışındaki kişilerin hisse alımlarını Sermaye Piyasası Kanunu md. 47/I-A-1 kapsamında suç niteliğinde değerlendirirken, çağrı

⁷⁷⁸ Bkz. KAP'ta (www.kap.gov.tr) 13.07.2006 tarihinde yayınlanan Batıçim'e ilişkin özel durum açıklaması.

⁷⁷⁹ Bkz. KAP'ta (www.kap.gov.tr) 23.02.2007 tarihinde yayınlanan Batıçim'e ilişkin özel durum açıklaması: "Orascom Construction Industries ("OCI")'in dolaylı olarak tamamına sahip olduğu bir iştiraki olan OCI Çimento Anonim Şirketi ("OCI Çimento"), Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayi A.Ş.'nin ("Batıçim") tedavüldeki A ve B hisselerinden OCI'a ait olmayanları almak amacıyla, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. aracılığıyla, Batıçim hissedarlarına, gönüllü çağrı ("Çağrı") yapmak için izin almak üzere Sermaye Piyasası Kuruluna başvurmuştur. Hali hazırda OCI, Batıçim'in sermayesinin %21,5751'ini temsil eden 13.894.387 adet B grubu hissesinin dolaylı sahibidir."

⁷⁸⁰ SPK 2007/12 HB'de yayınlanan OCI Çimento-Batıçim kararı.

⁷⁸¹ SPK 2010/34 HB'de yayınlanan Batıçim hakkında suç duyurusunda bulunma kararı: "Batı Anadolu Çimento Sanayi A.Ş. (Batıçim) hisse senedinde Batı Anadolu Çimento Sanayi A.Ş. (Batıçim) hisse senedinde 23.02.2007-27.02.2007 döneminde gerçekleştirilen işlemlerin incelenmesi sonucunda; 23.02.2007-27.02.2007 döneminde Batıçim hisse senedinde SPKn'nun 47/I-A-1 maddesinde tanımlanan içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun unsurlarını içeren fiilleri nedeniyle... hakkında Cumhuriyet Savcılığına suç duyurusunda bulunulmasına..." (SPK, Batıçim kararı).

⁷⁸² KAP'ta (www.kap.gov.tr) 13.07.2006 tarihinde yayınlanan Batıçim'e ilişkin özel durum açıklaması.

yapanın çağrıyla kamuya duyurmadan önce yaptığı işlemleri bu kapsamda değerlendirmedeği anlaşılmaktadır. Kanaatimizce SPK'nın bu kararının ve bu karardan yola çıkarak bu konudaki tutumunun birçok yönden eleştirilmesi gerekir.

Öncelikle SPK'nın Sermaye Piyasası Kanunu'nun 49. maddesine göre Sermaye Piyasası Kanunu'nda yazılı suçlar hakkında cezai kovuşturma başlatma yetkisine de sahip olduğunu göz önüne alındığında, çağrının kamuya duyurulmasından önce yapılan hisse alımlarının Sermaye Piyasası Kanunu md. 47/I-A-1 kapsamında nasıl değerlendireceği (Sermaye Piyasası Kanunu md. 47/I-A-1'de suç oluşturacak nitelikte bir bilgi olarak görüp görmediği), çağrının kamuya açıklanmasından önce kimlerin hedef şirket hissesi üzerinde işlem yapmasının serbest, kimlerin yasak olduğunu açıklayan bir düzenleme yapması gerekirdi diye düşünmekteyiz. SPK'nın piyasaların güven ve istikrar içinde çalışması için önem taşıyan söz konusu düzenlemeyi yapmamış olması önemli bir eksiklik olarak öne çıkmaktadır. Yönetim kontrolünün ele geçirilmesine, çağrı yapılmasına dair bir bilginin Sermaye Piyasası Kanunu md. 47/I-A-1'de tarif edilen suç oluşturmaya uygun bir bilgi olup olmadığı tartışılması gereken bir konudur. Bunun yanı sıra ayrıca Kanun ve SPK'nın kendi düzenlemelerinde bu konuda özel bir hüküm olmamasına karşın çağrıyla yapacak kişi ile bu kişi dışında kalan çağrı yapılacağı bilgisine sahip olan üçüncü kişiler arasında suçun oluşumu açısından SPK'nın yaptığı ayırımın yapılmasının hukuki bir dayanağının olup olmadığıdır? Daha açık ifadeyle sorarsak, çağrı yapılacağı bilgisine sahip üçüncü bir kişinin, kamuya açıklanmamış bu bilgiyi kullanarak hisse alımı yapmasının suç niteliğinde olduğunu, buna karşı da çağrıyla yapacak kişinin kendisinin, çağrı yapma kararı aldıktan sonra bilgiyi kamuya açıklamadan hisse alımı yapmasının suç oluşturmadığını savunmak mümkün müdür? Bu soruya cevap verebilmek için öncelikle Sermaye Piyasası Kanunu md. 47/I-A-1'de yer alan İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Suçu tanım ve unsurlarına bakalım. Kanun'da içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun tanımı şöyle yapılmıştır :*“Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek, içeriden öğrenenlerin ticaretidir.*

Bu fiili işleyen 11 inci madde kapsamındaki ihraççılarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hâkim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler,...” Görüldüğü gibi içeriden öğrenenlerin ticareti suçunun tanımı yapılırken çağrı veya yönetim kontrol değişikliği durumuna ilişkin farklı bir tanıma yer verilmemiştir. Dolayısıyla çağrı yapılacağı bilgisi, söz konusu suçu oluşturmaya elverişli bir bilgi olarak kabul edildiğinde,⁷⁸³ kanaatimizce, çağrıyı yapacak kişinin ve çağrı yapılacağı bilgisini edinmiş üçüncü kişinin bu bilgiyi kullanarak menfaat temin etme eylemleri arasında suçun kanuni tarifi ve unsurları bakımından bir farklılık olduğu ileri sürülemez. Eğer suçun kanuni tarifi ve unsurları bakımından çağrı yapan dışındaki üçüncü kişilerin çağrı bilgisi kamuya açıklanmadan hisse alım ve satım yoluyla menfaat temin etmesi Sermaye Piyasası Kanunu md. 47/I-A-1’ kapsamına giren bir eylem ise çağrıyı yapanın aynı eylemini de aynı şekilde nitelendirmek gerekir. Zira, çağrı yapacak kişi de, çağrı bilgisini kamuya açıklamadan önce işlem (alım) yapmakta, dolayısıyla bu bilgiye sahip olmadan işlem yapanlar ile kendisi arasındaki fırsat eşitliğini kendi lehine bozmakta ve bu şekilde menfaat temin etmektedir. Dolayısıyla, kanaatimizce çağrı yapanın bu şekilde çağrı yapılacağı bilgisi kamuya açıklanmadan yaptığı işlemlerin, çağrı yapılacağı bilgisini edinen üçüncü kişilerin işlemlerinden Sermaye Piyasası Kanunu md. 47/I-A-1 bakımından farklı nitelendirilmesinin kanuni bir dayanağı bulunmamaktadır. Öte yandan işin ekonomik mantığı ve karşılaştırmalı hukuk dikkate alınarak çağrı yapanın yaptığı alımların farklı nitelikte olduğunu, suç kapsamına girmediğini savunmak mümkün müdür? Kanaatimizce söz konusu hususlar, bir fiilin suç kapsamına girmesi veya girmemesine etki yapacak nitelikte unsurlar olarak kabul edilemez.⁷⁸⁴

SPK’nın Batıçim’e OCI Çimento tarafından yapılan çağrıya ilişkin kararı ile ilgili olarak değinilmesi gereken bir başka husus, SPK’nın kamuyu aydınlatma

⁷⁸³ Söz konusu bilginin nitelikleri hakkında bkz. Turanboy, s.42.

⁷⁸⁴ Suçun kanunilik unsuruna ilişkin bkz. Sulhi Dönmezer/Sahir Erman, Nazari ve Tatbiki Ceza Hukuku Genel Kısım, C. I, 9. Bs., Filiz Kitabevi, İstanbul, 1985, s. 296, 350 vd.; Faruk Erem/Ahmet Danışman/Mehmet Emin Artuk, Ceza Hukuku Genel Hükümler, 14. Bs., Seçkin Yayınevi, Ankara, 1997, s. 92 vd..

düzenlemelerine ilişkin eksikliklerdir. SPK'nın Seri:VIII No.54 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nde ortaklık sermayesinin veya toplam oy hakkının %5, %10, %15, %20, %25, 1/3, %50, 2/3 ve %75'ine veya daha fazlasına sahip olunması durumunda en geç durumun ortaya çıktığı günü izleyen üçüncü iş günü saat 9:00'a kadar ilgili borsaya açıklama yapma zorunluluğu bulunmaktadır. Ancak SPK'nın söz konusu düzenlemesinde çağrı yapılıp yapılmayacağına ya da hisse edinimin amacının yönetim hakimiyetini ele geçirme olup olmadığına ilişkin bir açıklama istenmemektedir.⁷⁸⁵ Bunun neticesinde Batıçim olayında, çağrıyı yapan OCI Çimento, Batıçim hisselerinin % 20'sinden fazlasına borsada yaptığı alımlar ile ulaşmasına ve söz konusu edinimlerine ilişkin özel durum açıklaması yapmasına karşın çağrı yapacağına dair bir açıklamada bulunmamıştır. Oysa SPK düzenlemesinde, sermayenin belirli bir oranına sahip olduğunda yönetim kontrolünün elde edilme amacının mevcut olup, olmadığına açıklanması istense, daha sermayenin %5'ine ulaşıldığında çağrı yapılacağı açıklanmak zorunda olunacaktı. SPK tarafından çağrı döneminin öncesi ve sonrasındaki işlem yasaklarının düzenlenip düzenlenmemesi hususunun da suçun oluşumuna doğrudan bir etkisi olmaması gerekir. Neticede çağrı bilgisini kamuya açıklamadan hisse alımında suçun unsurlarının bulunup bulunmadığı hususu mahkemeler tarafından karara bağlanacaktır. Ancak konunun önemli kısmı daha önce de ifade edildiği gibi SPK'nın 49. maddesi uyarınca içeriden öğrenenlerin ticareti (ve SPKn. 47/I-A, B ve C'de sayılan diğer sermaye piyasası suçlarının) suçundan dolayı soruşturma yapılmasının SPK'nın bu konuda suç duyurusuna bağlı olmasıdır. Dolayısıyla SPK'nın hangi durumlarda suç duyurusunda bulunup bulunmayacağına yani SPK'nın anlayışının herkes tarafından bilinmesi bakımından sözü edilen düzenlemenin yapılmış olması çok önemli bir husustur. Az önce ifade edildiği gibi belki yargılama neticesini belirleyemese de kimlerin hangi durumda hangi işlemleri nedeniyle cezai kovuşturmayaya uğrayacağına bilinmesini sağlayacaktır. Kaldı ki konusunda uzman bir kamu kuruluşu olan SPK tarafından bir suç duyurusunda bulunulmuş olmasının ceza yargılaması içinde ister istemez bir etkisinin olabileceğini de belirtmek gerekir. SPK'nın bu konudaki düzenleme eksikliği ve hukuki

⁷⁸⁵ Oysa söz konusu kamuyu aydınlatamaya ilişkin düzenlemelerin esinlendiği ABD hukukunda söz konusu yükümlülüğün esas amacı yönetim kontrolünün ele geçirilmesine ilişkin bir girişimin olup olmadığının kamuya açıklanmasıdır.

dayanaktan yoksun olarak çağrı öncesi dönemde çağrı yapan ile çağrı yapandan bilgi edinenler hakkında içeriden öğrenenlerin ticareti suçuna ilişkin yaptığı ayrımı bir kenara bırakarak, çağrı yapılacağı⁷⁸⁶ bilgisini içeriden öğrenenlerin ticareti suçu bakımından ele alalım.

ABD mahkemesi, insider trading suçunun oluşması için kişinin bilgiyi açıklama yükümlülüğü (açıkla veya açıklamıyorsan işlem yapma) altında olması gerektiğine karar vermiştir. Söz konusu karar neticesinde çağrı yapılacağı bilgisini, çağrıyı yapacak kişi veya onun temsilcilerinden öğrenenler için bilginin kamuya açıklanmasından önce hisse alımı yapmak yasak ve suç olmaktan çıkmıştır. Bunun üzerine SEC, mahkeme kararında belirtilen unsuru yerine getirmek üzere, çağrı sahibi ve temsilcilerinden bilgi alan kişileri de yükümlülük altına almıştır. Söz konusu üçüncü kişilere de açıklama yapma hususunda yükümlülük gelmiş olmasına karşın mahkemelerin kararları insider trading suçunun oluştuğu yönünde olmamıştır. Ancak üçüncü kişi ile bilgi aldığı kişi arasında suç ilişkisinin mevcudiyeti durumunda sahtekarlık (fraud) nedeniyle ceza vermişlerdir.

Kanaatimizce, Türk hukuku bakımından da burada çağrı yapandan bilgi edinen kişileri sadece SPKn. 47/I-A maddesine dayanarak suçlamak mümkün olmamalıdır. Ama belirttiğimiz gibi aynı hükme dayanarak çağrı yapan bakımından suçun oluşmadığını, buna karşın üçüncü kişiler bakımından suçun oluştuğunun ileri sürülmesinin hiçbir hukuki dayanağı yoktur. Bu yorum Anayasa'nın eşitlik ilkesine de aykırı düşer.

Batıçım kararı ve sözü edilen SPK düzenlemeleri Sermaye Piyasası Kanunu'nun amacı bakımından değerlendirildiğinde bazı eksiklikler göze çarpmaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun birinci maddesinde Kanunun amacının tasarruf sahiplerini korumak olduğu ifade edilmiştir.⁷⁸⁷ Söz konusu genel amacın yanı sıra

⁷⁸⁶ Eğer şirketin yönetim kontrolünü devretme gücüne sahip hissedarlarından uzlaşma ile ele geçirilmesi durumu söz konusu olursa çağrı yapmaya gerek olmayacaktır. Bu kez kontrol devri hususunda görüşmelerin başladığı veya anlaşma sağlandığı hususunun açıklanmasında önceki dönemde aynı hususlar geçerli olacaktır.

⁷⁸⁷ SPKn. md. 1:“*Bu Kanunun konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, düzenlemek ve denetlemektir.*”

Kanunun 16/A maddesinde SPK tarafından yönetim kontrolü ve çağrıya ilişkin düzenleme yapılmasında gözetilmesi gereken amacın, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak olduğu açık olarak ifade edilmiştir. Yukarıda değinildiği gibi SPK'nın düzenlemelerinde şirket hisselerinin belirli yüzdesini ele geçirenlerin yönetim kontrolünü ele geçirme gibi bir amaçlarının bulunup bulunmadığının açıklanmasının istenmemesi, yönetim kontrolünü ele geçirme ve çağrıya ilişkin olarak işlem yasaklarına yer verilmemiş ve tüm bu eksikliklere karşın yalnızca korunması gereken küçük tasarruf sahipleri hakkında çağrı öncesi alım nedeniyle suç duyurusunda bulunulmuş olması Kanunda yer verilmiş olan amaçlar bakımından eleştirilmesi gerekir.

IV. Birleşme

A. Genel Olarak

Anonim şirketlerin birleşmesi esas olarak Türk Ticaret Kanunu hükümlerine göre gerçekleşir.⁷⁸⁸ Birleşme, birleşen şirketlerin genel kurul kararını gerektirir. Birleşmenin gerçekleşmesi için bünyesinde birleşilen devralan şirket genel kurulu, diğer devrolunan şirketin kendi bünyesine katılmasını kabul eder. Bu katılım genel olarak birleşilen şirketin sermayesinin artırılmasını gerektireceğinden genel kurul aynı zamanda sermaye artırımını, gerekli görülen diğer ana sözleşme değişikliklerini ve içinde birleşme oranının yer aldığı birleşme sözleşmesini onaylar. Buna karşın devrolunan şirket genel kurulu da şirketin öteki şirket bünyesine katılarak infisah etmesini ve birleşme sözleşmesini onaylama kararları alır.

Eğer halka açık şirketin yönetim kontrolü bir kişi veya grubun elindeyse kontrol değişiminin hangi yöntemle gerçekleşeceği çok önemli bir husus değildir. İstenirse halka açık şirket hakim ortağının hisselerini devreden ve kontrol değişikliği hisse devri yoluyla gerçekleştirmiş olur. İstenirse de şirket hakim ortağı genel kurulda birleşme kararı alır; bu durumda kontrol değişikliği birleşme ile meydana gelir.

Ancak halka açık şirketin hakim tek bir ortağı bulunmuyor ve mevcut yönetim ile kontrol değişimi hususunda anlaşma sağlanamamışsa durum değişir.

Birleşmenin genel kurul kararı gerektirmesi nedeniyle, kontrol değişikliğinin genel olarak hisse devralma yöntemi ile yapılması gerekir. Zira, hisse devralma

⁷⁸⁸ Birleşme tanımı ve birleşme hakkında ayrıntılı açıklamalar için bkz. Türk, Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi; Yasaman, s. 5 vd; Erdem, Birleşme ve Devralmalar, s. 29; TTK Tasarısında Birleşme tanımı ve işlemleri için bkz. Al Kılıç, s. 72 vd. Halka açık şirketlerin birleşmesi için bkz. Yanlı, Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Şirket Birleşmeleri, s. 73 vd. Türk Vergi Hukukuna göre birleşme için bkz. Gökbil, s. 31 vd.; Esin/ Lokmanhekim/Tunç, Uygulamada Birleşme ve Devralmalar; Karayalçın, s. 351-398.

yöntemi ile yapılan kontrolü devralmada, hedef şirketin ne genel kurul kararına ne de yönetim kurulu kararına ihtiyaç duyulur. Hedef şirketin yönetim kontrolünün hisse devralması suretiyle ele geçirilmesinden sonra, gerek görülmesi halinde hedef şirket başka bir şirket ile birleştirilebilir.

Diğer şirket, hedef şirkete göre daha büyükse birleşme neticesinde hedef şirketin ortakları, birleşme sonrasında kendilerini başka bir hakim ortağın yönetimi altında bulabilirler. Dolayısıyla birleşme neticesinde halka açık şirketin yönetim kontrolünde değişiklik meydana gelebilir. Bu şekilde birleşme neticesinde halka açık şirketin yönetim kontrolünün değişmesi, SPK Seri:IV No.44 Tebliği hükümleri çerçevesinde zorunlu çağrı yükümlülüğünü ortaya çıkaracaktır. Birleşme konusunun sermaye piyasası düzenlemelerini ilgilendiren ilk yönü budur.

Birleşme neticesinde birleşen ortaklıkların ortaklık yapısı değişebilmektedir. İki veya daha fazla şirketin içlerinden birinin bünyesinde birleşmeleri durumunda şirketlerden biri yaşamaya devam edecek, diğerinin hukuki varlığı sona erecektir. Hukuki varlığı sona eren şirket hissedarlarına, sahip oldukları hisseler yerine hukuki yaşamını devam ettiren şirketin hisseleri verilecektir. Bir hisseye karşı kaç hisse verileceği, yani hisse değişim oranının ne olacağı doğrudan hissedarların menfaatleri ile ilgili bir husustur. Sermaye piyasası düzenlemelerinin temel amaçlarından biri, yönetimde olmayan kontrol dışı hissedarların yerine getiremedikleri yönetimi kontrol etme/denetleme işlevini yerine getirmek olduğundan söz konusu hisse değişim oranının adil bir biçimde hesaplanıp hesaplanmadığı yine sermaye piyasası hukukunun ilgi alanına girmektedir.

Öte yandan Yeni TTK md. 141'de ABD'de uygulanan "freeze out merger" Kanundaki ifade ile "ayrılma akçesi" ödenerek ortakların ortaklıktan çıkarılması yoluyla birleşmenin düzenlenmiş olması, birleşmenin sermaye piyasaları için önemini daha da artırmıştır.

Bu çerçevede SPK, Seri:I No.31 Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği ile halka açık şirketlerin birleşme işlemlerini düzenlemiştir. Tebliğ'de özellikle

birleşilen şirketlerin bilançolarının gerçek durumunu göstermesi ve değişim oranlarının hesaplanması önemli konuları teşkil etmektedir. Bu şekilde birleşmeye katılan halka açık şirketin küçük ortaklarının mağdur olması önlenmeye çalışılmaktadır.

Birleşme işleminin SPK düzenlemeleri bakımından önem taşıyan diğer bir yanı, birleşme işlemi neticesinde birleşme oranına göre halka açık olan şirketin yönetim kontrolünün değişmesidir. Birleşme neticesinde halka açık şirketin yönetim kontrolünün değişmesi durumunda SPK Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine göre çağrı yükümlülüğü doğacaktır. Gerek yönetim kontrolünün el değiştirmesi gerekse çağrı yükümlülüğünün doğması ve çağrı yükümlülüğünden muafiyetin belirlenmesinde Seri:IV No.44 Tebliği hükümleri uygulanacaktır. Buna karşın yönetim kontrol değişikliğinin halka açık şirkette değil halka açık olamayan şirkette gerçekleşmesi durumunda normal olarak çağrı yükümlülüğü doğmayacaktır. Ancak birleşme neticesinde kontrol değişikliği meydana gelmemiş olsa bile, SPK uygulamada aldığı kararlarla halka açık şirketin faaliyetlerinde önemli bir değişiklik meydana gelmesi halinde ortaklara ortaklıktan çıkma imkânı tanımaktadır.⁷⁸⁹

B. Birleşme Türleri, Birleşme İşlemine Katılan Şirketler ve Ortaklıktan Çıkarma Yoluyla Birleşme

Seri:I No.31 Tebliğinde birleşme, TTK sistemine uygun olarak yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme ve ortaklık devralma yoluyla birleşme olarak ikiye ayrılmıştır. Yeni ortaklık kurma yoluyla birleşme, iki veya daha çok ortaklığın, tasfiyesiz infisah yoluyla, tüzel kişiliklerini sona erdirerek aktif ve pasiflerini bir bütün olarak birleştirmek suretiyle kurulacak yeni bir ortaklığa devretmeleri ve yeni kurulan ortaklığın hisselerinin sona eren ortaklıkların ortaklarına hisseleri oranında verilmesidir. Ortaklık devralma yoluyla birleşme, en az bir ortaklığın, aktif ve pasifini bir bütün olarak başka bir ortaklığa devrederek, tasfiyesiz infisah

⁷⁸⁹ Bu yöndeki SPK kararı için bkz. SPK 2004/27 HB'de yayınlanan Unit Investment Societe Anonyme - Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. kararı; SPK 2003/63 HB'de yayınlanan Egeli & Co. Funds SA, Tan Egeli - Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı .

etmesi, devralan ortaklığın hisselerinden devrolan ortaklığın ortaklarına verilmesi ve devralan ortaklığın tüzel kişiliğini devam ettirmesidir.⁷⁹⁰

TTK'da yer alan söz konusu birleşme türlerinde devrolunan şirket hissedarlarına, değişim oranına göre devralan şirketin hisseleri verilmektedir. Böylece devrolunan şirket veya şirketler hukuken yok olurken devrolunan şirket hissedarları devralan şirketin hissedarı haline gelmektedir. Birleşmede hissedarlar devretmektedir. Böylece devrolunan şirketin hissedarlarının hissedarlık ilişkisi sona ermemekte devralan şirketin hissedarı olarak devam etmektedir.

Yeni TTK'da birleşme neticesinde devrolunan şirketin hissedarlarının, hissedarlık ilişkisinin tamamen sona ermesine yol açabilecek bir hükme yer verilmiştir. Yeni TTK md. 141'e göre; *“Birleşmeye katılan şirketler, birleşme sözleşmesinde, ortaklara, devralan şirkette, pay ve ortaklık haklarının iktisabı ile iktisap olunacak şirket paylarının gerçek değerine denk gelen bir ayrılma akçesi arasında seçim yapma hakkı tanıyabilirler. Bunun yanı sıra birleşmeye katılan şirketler birleşme sözleşmesinde, sadece ayrılma akçesinin verilmesini öngörebilirler.”*

Birinci durumda yani hissedara devralan şirketin hissesi veya ayrılma akçesi arasında seçim yapma tanınmış olması ve hissedarın seçimlik hakkını ayrılma akçesi alma yönünde kullanması halinde hissedar, devralan şirket hissesi yerine belirli bir bedel alacak ve devralan şirket ile de hissedarlık ilişkisi kalmayacaktır. İkinci durumda ise devrolunan şirketin hissedarlarına seçimlik bir hak tanımayacak, sadece ayrılma akçesi verilecektir. Böylece devrolunan şirketin hissedarları istekleri dışında ortaklıktan çıkartılmış olabilecekleridir. Yeni TTK md. 141 hükmünde hangi ortaklara bu şekilde pay yerine ayrılma akçesi verilebileceği belirtilmemiş olmakla birlikte birleşmede devralan şirketin hissedarlarının hisselerinde bir değişiklik olmadığından bu şekilde pay akçesi ödenerek sadece katılan şirketin hissedarları ortaklıktan çıkarılabilir. Kanaatimizce devralan şirketin hissedarlarının bu şekilde ortaklıktan çıkarılması mümkün değildir.

⁷⁹⁰ SPK Seri:I No.31 Tebliği md. 3.

Yeni TTK md. 141 hükmü ile ABD’de yönetim kontrol değişikliği sonrasında sıklıkla uygulanan ve oldukça tartışma yaratan “Freeze Out Merger” yöntemi Türk hukukuna girmiş olmaktadır. Bu yöntemin şirket kontrolünü ele geçirenler bakımından en büyük yararı devralınan halka açık şirketin tamamen kapalı bir şirket haline getirilmesine imkân sağlamasıdır. A şirketinin, borsada işlem gören H şirketinin yönetim kontrolünü ele geçirdikten sonra H şirketinin tamamını kendisinin sahip olduğu ve yeni kurduğu K şirketi ile birleştirdiğini ve H şirketinin hissedarlarına ayrılma akçesi olarak belirli bir nakit bedel ödediğini varsayalım. Bu durumda birleşme neticesinde borsada işlem gören H şirketi hukuken sona erip, tek ortaklı kapalı K şirketine dönüşmüş olacaktır. Halka açık bir şirketin hissedarlarını tamamen dışarıda bırakma imkânı verdiği için ABD’de de oldukça tartışılan bu yöntemde en önemli husus ortaklıktan çıkma için ödenen bedelin adil olup olmadığıdır. Eyaletten eyalete göre değişmekle birlikte ABD’de hissedarların değerlendirme talep etme hakkını (appraisal right) kullanmaları bazı şartlara tabi tutulmuştur. ABD’de Delaware şirketler hukukuna göre bir ortağın bu hakkı kullanması için; (i) hissedarın birleşmenin gerçekleşme tarihine kadar hissesini kesintisiz olarak elde tutması (ii) hissedarın birleşme işlemi lehine oy kullanmamış veya bu işleme yazılı olarak rıza göstermemiş olması ve (iii) söz konusu hakkı kullanacağını birleşmenin oylanmasından önce şirkete bildirmiş olması gerekmektedir.⁷⁹¹ Yeni TTK md. 191’de de ortaklık haklarının gereğince korunmamış veya ayrılma karşılığının uygun belirlenmemiş olması hâlinde, ortaklara uygun bir denkleştirme akçesi saptanması için mahkemeye başvurma hakkı tanınmıştır. Ancak Yeni TTK söz konusu değerlendirme hakkının kullanılmasını bir şarta bağlamamıştır. Değerleme hakkı aşağıda ayrıca incelenecektir.

Bir birleşme işleminin Seri:I No.31 Tebliği kapsamına girmesi için birleşen şirketlerden en az birinin halka açık anonim ortaklık olması gerekmektedir.⁷⁹² Bu durumda yeni ortaklık yolu ile birleşmede birleşen şirketlerden en az birinin, devralma yolu birleşmede devralan veya devrolan şirketlerden birinin halka açık

⁷⁹¹ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 88.

⁷⁹² SPK Seri:I No.31 Tebliği md. 1.

olması halinde, birleşme işleminin Seri:I No.31 Tebliği hükümlerine tabi olarak yapılması gerekecektir. Dolayısıyla birleşme işlemine katılan şirketlerden birinin halka açık olması yeterli sayılmakta iki şirketin birden halka açık olması şartı aranmamaktadır. Ayrıca şirketlerin halka açık olması yeterli olup İMKB’de işlem görme şartı aranmamaktadır. Birleşmeye katılan şirketin halka açık, devralan şirketin ise halka kapalı olması, ya da tam tersi durumda, başka her hangi bir unsura bakılmaksızın devralan şirket halka açık olarak kabul edilmekte⁷⁹³ ve SPK kaydına alınmaktadır. Devralma yoluyla birleşme işleminde ihraç edilecek hisse senetleri ile devralan ortaklığın SPK kaydında bulunmayan hisse senetleri kayda alınır. Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise birleşme neticesinde kurulacak olan yeni ortaklığın, birleşme nedeniyle tüzel kişilikleri sona eren ortaklıkların Kurul kaydında bulunmayan sermayesine isabet eden hisse senetleri SPK kaydına alınır.⁷⁹⁴

Öte yandan şirketlerden birinin İMKB’de işlem gören bir şirket olması halinde birleşme sonrasında devralan şirketin İMKB’de işlem görüp görmeyeceği, göreceyse hangi pazarda işlem göreceği birleşme kararının verilmesinde göz önünde tutulması gereken önemli bir konu olacaktır. Söz konusu hususlar İMKB Kotasyon Yönetmeliği⁷⁹⁵ ve İMKB’nin konuyu düzenleyen genelgelerine göre belirlenecektir.

C. Birleşmede Değişim Oranının Saptanması

1. Genel Olarak

SPK Tebliği’ne göre birleşme işleminde hem TTK hükümlerine göre mahkemece atanacak bilirkişi hem de Kurulca belirlenen uzman kuruluşlar tarafından öz

⁷⁹³ “FFK A.Ş.’nin Toprak A.Ş.’yi devralmak suretiyle birleşmesi sonrasında payları İMKB’de işlem gören halka açık anonim ortaklık statüsünü kazanacağı ancak mevcut durum itibariyle FFK A.Ş.’nin halka açık olmayan bir anonim şirket statüsünde bulunması sebebiyle ...” (Bkz. SPK 2006/37 HB’de yayınlanan FFK A.Ş.-Toprak A.Ş. kararı).

⁷⁹⁴ SPK Seri:I No.31 Tebliği md. 14.

⁷⁹⁵ İMKB Kotasyon Yönetmeliği 24.06.2004 tarih ve 25502 sayılı RG’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

kaynakların tespiti ve birleşme oranının saptanması için rapor hazırlanması gerekmektedir.

Birleşme işleminde en önemli husus, birleşme oranının hangi ⁷⁹⁶ yönteme göre hesaplanacağı ve bu hesaplamanın kimin tarafından yapılacağıdır. Tebliğ birleşme oranının hesaplanmasında kullanılacak yöntemin belirlenmesini birleşmeye taraf ortaklıklara bırakmaktadır. ⁷⁹⁷

Değişim oranının hesaplanmasında kullanılacak yöntem hususunda, Tebliğ öz kaynak yöntemine sadece ismen yer vermekle birlikte başka bir yöntemin uygulanabileceğini de belirtilmektedir. Uygulamada, SPK'ca ataması yapılan uzman kuruluşlar tarafından uluslararası kabul gören öz kaynak, indirgenmiş nakit analizi ve benzeri şirket mukayesesi (çarpan değerlendirme) yöntemleri kullanılmaktadır. ⁷⁹⁸

Tebliğe göre öz kaynak yöntemi dışında bir yöntemin uygulanması halinde hem öz kaynak yöntemi hem de seçilen diğer yönteme göre hesaplanacak birleşme oranlarına, değiştirme oranlarına ve birleşme sonrası sermaye tutarına hazırlanacak bilirkişi raporunda yer verilmesi zorunludur. ⁷⁹⁹

⁷⁹⁶ SPK Seri:I No.31 Tebliği md. 6-8.

⁷⁹⁷ SPK Seri:I No.31 Tebliği md. 14.

⁷⁹⁸“Birleşmeye üç yöntem esas alınmış olup, bunlar öz kaynak, indirgenmiş nakit akımı ve çarpan (benzer şirketler mukayesesi) yöntemleridir. Bu yöntemlerden klasik olarak kullanılan Özkaynak Yöntemi'nin yanı sıra; son yıllarda dünyada ve ülkemizde şirket evlilikleri/satın almalarında uygulamada çok sık kullanılan "İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi" ve "Çarpan (Benzer Şirketler Mukayesesi)" Yöntemlerinin kullanılmasının uygun olacağı kanaatine varılmıştır. .. üç yöntemin ortalamasının alınmasının makul olacağı sonucuna ulaşılmıştır . Bu üç yöntem ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. Özkaynak yöntemine, geçmiş ve gerçekleşen verilere dayandığı ve halka açık şirket olan Vakko Tekstil'in çok sayıdaki küçük ortaklarının menfaatini korumak amacıyla %50 ağırlık verilmiş, diğer yöntemler ise %25 ağırlıklandırılmıştır . Bu suretle hesaplanan değiştirme oranı 7,18 olduğu halde, uygulamada kolaylık sağlaması ve yine küçük ortaklarımızın lehine olması nedeniyle, birleşme oranı %80 ve değiştirme oranı 7 olarak esas alınmış bulunmaktadır. Tüm dünyada ve ülkemizdeki birleşmelerde de yaygın olarak bu yöntemler kullanılmaktadır .” Bkz. 24.05.2007 tarihli Vakko Tekstil ve Hazır Giyim Sanayi İşletmeleri A.Ş'nin Vakko Satış Mağazaları ve Sportif Faalivetleri Ticaret A.Ş'yi devralma yoluyla birleşmesine ilişkin duyuru metni.

⁷⁹⁹ SPK Seri:I No.31 Tebliği md. 7.

SPK bilirkişi raporunda şu hususların yer almasını talep etmektedir.⁸⁰⁰ (i) Birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynak tespitleri, (ii) Birleşme işleminde, özkaynak yönteminin uygulanması halinde sadece bu yöntemle göre, özkaynak yöntemi dışında bir yöntemin uygulanması halinde ise hem özkaynak yöntemi hem de seçilen diğer yöntemle göre hesaplanacak birleşme oranları ve değiştirme oranları, (iii) Birleşme işleminde kullanılacak yöntem/yöntemlere göre ortaklık devralma yoluyla birleşme işlemi nedeniyle gerçekleştirilecek sermaye artırımının tutarı ve artırım tutarının hesaplanma esasları ve yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde yeni kurulacak ortaklığın sermaye tutarı ve hesaplanma esasları.

Tebliğ'de mahkemece atanacak bilirkişiye ek olarak inceleme yapacak uzman kuruluşlar, SPK tarafından belirlenen bağımsız denetim kuruluşları, bu kuruluşların üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan danışmanlık şirketleri, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgesinin her ikisine birlikte sahip olan aracı kurumlar veya mevduat kabul etmeyen bankalar olarak belirlenmiştir.⁸⁰¹ Tebliğ'de uzman kuruluşun kimin tarafından atanacağına dair bir hükme yer verilmemiştir. Bu durumda söz konusu kuruluşun atanmasının da ilgili ortaklıkça yapılacağı anlaşılmaktadır. Birleşmeye katılan şirketlerin ayrı ayrı uzman kuruluş atamasının gerekli olup olmadığına dair bir hüküm bulunmamaktadır. Kanaatimizce iki şirket anlaşıp tek bir değerlendirme kuruluşu atayabilecektir. Bu şekilde atanan uzman kuruluş da bir rapor hazırlayacaktır. Anlaşma sağlanamazsa iki şirketin de ayrı ayrı uzman kuruluş ataması gerekecektir. Uzman kuruluş tarafından hazırlanan raporun SPK tarafından değerlendirilmesi için şu hususlara raporda yer verilmesi gerekmektedir.⁸⁰² (i) Birleşmeye taraf ortaklıkların özkaynak tespitleri; (ii) Birleşme işleminde, özkaynak yöntemi ve bu yöntemle birlikte uygulanabilecek en az iki yöntem ve bu yöntemlere göre hesaplanacak birleşme oranları ve değiştirme oranları ile bu yöntemler arasından birleşme işlemi için kullanılacak yöntemin seçilme gerekçesi; (iii) Birleşme işleminde kullanılabilir her bir yöntemle göre, ortaklık devralma

⁸⁰⁰ SPK Seri:I No.31 Tebliği Ek-1.

⁸⁰¹ SPK Seri:I No.31 Tebliği md. 8.

⁸⁰² SPK Seri:I No.31 Tebliği Ek-2.

yoluyla birleşme işlemi nedeniyle gerçekleştirilecek sermaye artırımının tutarı ve artırım tutarının hesaplanma esasları, yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde yeni kurulacak ortaklığın sermaye tutarı ve hesaplanma esasları; (iv) Birleşme oranının adil ve makul olup olmadığına ilişkin görüş; (v) Kullanılan yöntemlerin söz konusu durumlarda yeterli olup olmadığına ilişkin açıklama; (vi) Değerleme yöntemleri ile ilgili bir sorun ile karşılaşmış ise, bu sorunlara ilişkin açıklama.

SPK'ca gerekli görülmesi halinde raporda yer alan hususlarda değişiklik yapılabileceği gibi ek koşullar da getirilebilecektir.

Birleşme oranının belirlenmesinde, varlıkların rayiç değer üzerinden değerlemeye tabi tutulması suretiyle hesaplanan özkaynakların esas alınması halinde, değerlemeye konu gayrimenkuller SPK tarafından listeye alınan gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından değerlendirilmesi gerekmektedir. Gayrimenkullere ilişkin olarak gayrimenkul değerlendirme şirketi tarafından yapılan değerlemenin sonuçları bilirkişi raporuna esas alınır.⁸⁰³

Mahkeme tarafından atanan bilirkişi uzman kuruluş birleşme oranlarını hesaplarken şirketin mali tablolarını esas alacaktır. Bilirkişi ve uzman kuruluş tarafından yapılacak hesaplamada dikkate alınması gereken mali tablolar Tebliğ'de belirlenmiştir. Tebliğ'e göre şirketlerin birleşmeye esas alınacak mali tabloların, SPK'nın muhasebe standartlarına göre hazırlanması ve bağımsız denetim standartlarına uygun olarak özel bağımsız denetimden geçirilmesi zorunludur. Birleşmeye esas alınacak mali tablolara ilişkin özel bağımsız denetim raporunda olumlu görüş bildirilmesine rağmen SPK tarafından yapılacak inceleme sonucunda gerekli görülmesi veya raporda şartlı görüş bildirilmesi durumlarında, söz konusu durumlara neden olan hususlar çerçevesinde düzeltilmiş ve bağımsız denetçi tarafından onaylanmış mali tablolar bilirkişi incelemesine sunulur ve bilirkişi raporu, bu mali tablolar esas alınarak hazırlanır. Birleşme işlemine esas alınacak mali tablolara ilişkin bağımsız denetim raporunda olumsuz görüş

⁸⁰³ SPK Seri:I No.31 Tebliği md. 7.4.

bildirilmesi veya görüş bildirilmemesi durumlarında söz konusu mali tablolar birleşme işlemine esas alınmaz.

Ayrıca borsa fiyatları esas alınarak birleşme oranının tespit edilebilmesi için; birleşmeye taraf ortaklıkların onay için SPK'ya başvuru yaptıkları tarih itibariyle,

- (i) Halka arz edilen hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, ortaklığın nominal sermayesine oranının en az %25 olması ve hisse senetlerinin Borsa'da işlem görmesi,
- (ii) Borsa fiyatının tespitinde son bir yıllık düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasının esas alınması zorunlu tutulmuştur.

Birleşme işlemine taraf ortaklıkların, birleşme işlemine taraf diğer bir ortaklığın iştiraki olması ve benzeri durumlar, seçilen yöntemle ilişkin hesaplamada dikkate alınır. Birleşme sonrası artırılacak sermaye tutarı, devrolan ortaklığın (birden fazla ise ortaklıkların) devralan ortaklık dışındaki mevcut ortaklarına payları oranında dağıtılır. Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme sonrasında yeni kurulacak ortaklığın sermayesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların çıkarılmış/ödenmiş sermayelerinin toplamından oluşur. Birleşme işlemine taraf ortaklıkların, birleşme işlemine taraf bir diğer ortaklığın iştiraki olması ve benzeri durumlar, her bir ortaklık için birleşme oranının hesaplanmasında dikkate alınır ve yeni kurulacak ortaklığın sermayesi bu suretle belirlenir.⁸⁰⁴

2. Birleşme Oranlarının Saptanmasına İlişkin Tebliğ Hükümlerinin Değerlendirilmesi

Tebliğe göre rapor hazırlayacak uzman kuruluş da ilgili ortaklıkların kendisi tarafından belirlenmektedir. Birleşme yöntemini ve birleşme raporunu hazırlayacak kuruluşun ortaklıkların kendisi tarafından belirlenmesi iki şirketin aynı hakim ortak/grup tarafından yönetildiği durumlarda işlemin iki tarafının da aynı kişi tarafından temsil edilmesi sorununu ortaya çıkarır. Bu konuda birleşme

⁸⁰⁴ SPK Seri:I No.31 Tebliği md. 18.

oranının hesabında hangi yöntemin kullanılacağını SPK veya mahkemece saptanmasının sonradan ortaya çıkacak itirazları da bir ölçüde azaltabileceğini düşünmekteyiz. Ayrıca uzman kuruluşun seçiminin de ortaklığa bırakılmaması gerekir. Bu durumda aslında en uygun çözüm uzman kuruluşun mahkeme tarafından atanmasıdır. Mahkemelerin, SPK'dan bu konudaki uzman kişileri talep etmesi ve SPK tarafından bildirilen uzman kuruluşları bilirkişi olarak ataması mümkündür. Bu şekilde iki ayrı raporun yaratacağı sorunlar ortadan kalkacağı gibi hazırlanan rapora duyulan güven de artacaktır.

D. Birleşmenin Tamamlanması

Değişim oranlarının tespitinden sonra devralan şirketin yapacağı sermaye artırım tutarı ve katılan şirketin hissedarlarına verilecek hisse sayısı da belirlenmiş olur. Buna uygun olarak birleşme sözleşmesi, birleşmeye taraf ortaklıkların yönetim kurulları tarafından SPK Tebliğ'in de belirtilen asgari unsurları içerecek şekilde hazırlanır.⁸⁰⁵

Birleşme sözleşmesinin onaylanacağı genel kurul toplantılarından önce SPK'ya başvurularak onay alınması zorunludur. Söz konusu başvuru, SPK tarafından Sermaye Piyasası Kanunu'nun amaç ve ilkeleri çerçevesinde incelenerek sonuçlandırılır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun amaçlarından biri küçük tasarruf sahiplerinin hak ve yararını korumak olduğundan, SPK incelemesini, söz konusu birleşme neticesinde kontrole sahip hissedar dışındaki ortakların menfaatlerinin korunup korunmadığı açısından yapacaktır. Bu kapsamda en önemli konu da bilirkişi ve uzman kuruluşlar tarafından hazırlanan raporlar ve bu raporlar çerçevesinde saptanan hisse değişim oranının adil olup olmadığıdır. SPK söz konusu onayı sırasında raporları da incelemekte ve gerektiği durumlarda yeni bir rapor hazırlanmasını da talep etmektedir.⁸⁰⁶

Birleşmeye taraf ortaklıkların yönetim kurulları tarafından birleşme oranı başta olmak üzere birleşme sözleşmesini açıklayan, birleşmenin hukuki ve iktisadi

⁸⁰⁵SPK Seri:I No.31 Tebliği, Ek 3.

⁸⁰⁶ SPK 2009/24 HB'de yayınlanan Ak-Al Tekstil Sanayi A.Ş. -Aksu İplik Dokuma ve Boya Apre Fabrikaları T.A.Ş. kararı: "Ak-Al Tekstil Sanayi A.Ş.'nin Aksu İplik Dokuma ve Boya Apre Fabrikaları T.A.Ş.'yi devralma suretiyle birleşme ve birleşme sözleşmesi ile duyuru metnine onay verilmesi talebi ile ilgili olarak a) Birleşme işlemlerinde hazırlanan uzman kuruluş raporlarında, uygulanan yöntemlerde birleşme oranının hesaplanmasına dair sorun ile karşılaşılmaması halinde de, özkaynak yöntemi dışında birleşme oranları hesaplanmış en az iki yöntemin kullanılmasına, b) Değerleme yöntemleri sonucu ulaşılan şirket değerleri arasındaki belirgin farklılıklar nedeniyle, birleşme oranının halka açık olan her iki şirketin yatırımcıları açısından adil ve makul olmasını teminen, birleşme oranının tespitine ilişkin uzman kuruluş raporu ile bilirkişi raporunun güncellenerek Kurulumuza iletilmesinden sonra başvurunun yeniden değerlendirilmesine..."

gerekçelerini ortaya koyan ve değerlemeyi etkileyen hususlara yer veren ayrıntılı bir rapor hazırlanır.⁸⁰⁷

SPK'nın onayından sonra birleşme sözleşmesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların genel kurullarında onaylanır.

Ortaklık devralma yoluyla birleşme işleminde devralan ortaklığın genel kurulunda devralma ve sermaye artırımı kararı alınırken, devrolan ortaklığın genel kurulunda devrolma ve bu suretle infisah kararı alınır. Yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işleminde ise birleşmeye taraf ortaklıkların genel kurullarında birleşme ve bu suretle infisah kararı alınır.

Genel kurulların birleşmeye ilişkin olarak verdikleri kararlar, varsa imtiyazlı pay sahiplerinin, intifa senedi sahipleri ile tahvil ve benzeri borçlanma senetleri sahiplerinin yapacakları özel bir toplantıda verecekleri kararlar onaylanmadıkça uygulanamaz.

Tebliğ'in 10/A maddesinde 01.07.2012'de yürürlüğe girecek Yeni TTK'nın 155. maddesinde yer alan kolaylaştırılmış birleşme hükmüne benzer bir hükme yer vermiştir. Söz konusu hükme göre bir veya birden fazla ortaklığın, paylarının %95'i veya daha fazlasına sahip başka bir ortaklık tarafından devralınması suretiyle birleşmede, devralan ortaklığın hisselerinden devrolan ortaklıkların ortaklarına verilmesini gerektirmeyen durumlarda, bağımsız denetim raporu, uzman kuruluş raporu ve Tebliğin 10. maddesinde yer alan yönetim kurulu raporu aranmamaktadır.

E.Birleşme İşlemi Neticesinde Çağrı Zorunluluğunun Doğması

Birleşme işlemi neticesinde halka açık olan şirketin yönetim kontrolünün Seri:IV No.44 Tebliği'nin 5. maddesinde ifade edildiği şekilde değişmesi halinde yönetim kontrolünü ele geçiren kişi ve bu kişi ile birlikte hareket edenler için çağrı yükümlüğü doğar. Birleşme neticesinde çağrı zorunluluğunun doğması için halka

⁸⁰⁷ SPK Seri:I No.31 Tebliği md. 10.

açık şirketin sermaye veya oy haklarının %50 veya daha fazlasının birleşme öncesine göre farklı bir kişi veya grubun eline geçmiş olması gerekmektedir. Bunun yanı sıra birleşme sözleşmesi şirketlerin genel kurul ve imtiyazlı pay sahipleri genel kurul kararları çerçevesinde yönetim kurulu üyelerini belirleme hakkı veren imtiyazlı payların el değiştirmesi durumunda da çağrı yükümlülüğü doğacaktır.⁸⁰⁸

Birleşme neticesinde de yönetim kontrol değişikliği meydana gelmesine rağmen, Seri:V No. 44 Tebliği'nin 6/2'de sayılan, yönetimin eşit paylaşılması, birleşmenin ve dolayısıyla yönetim kontrol değişikliğinin aynı grup içinde gerçekleşmesi, devralan tarafın daha önce imtiyazlı paylarla kontrolü elinde bulunduruyor olması gibi hallerin varlığı durumunda çağrı yükümlülüğü doğmamış kabul edilecektir. Tebliğin 11. maddesinde sayılan, birleşmenin mali yapısının güçlendirilmesi amacıyla yapılmış olması çağrı yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın SPK'ca uygun görülecek sürede elden çıkarılacağına taahhüt edilmesi gibi hallerin varlığı durumunda ise SPK tarafından doğmuş olan çağrı yükümlülüğünden muafiyet tanınabilecektir.

SPK, birleşme işleminin nihai olarak SPK'nın onayına tabi olması, işlemlerin SPK tarafından incelenmesi ve denetlenmesi neticesini yaratmaktadır. Bu konuda özel bir düzenleme bulunmamakla birlikte SPK tarafından birleşmeye ilişkin yapılacak inceleme sırasında hissedarların veya birleşmeye katılan diğer tarafların yapmış oldukları müracaat SPK tarafından değerlendirilebilir. Bu bakımdan birleşme işleminde SPK bu onay fonksiyonuna bağlı olarak birleşme işlemine karşı hissedarların şikayet, ihbar gibi yollarla SPK'ya başvurmaları mümkündür.

F.Birleşme İşlemine Karşı Hissedarların Hukuki Başvuru Yolları

Sermaye piyasası mevzuatında birleşme işlemlerine karşı hissedarlara tanınmış özel bir başvuru yolu bulunmamaktadır. Bu sebeple hissedarlar esas olarak TTK hükümleri çerçevesinde hukuki yollara başvurma haklarına sahip olurlar. Birleşme genel kurul kararlarıyla yapıldığı için mevcut TTK hükümleri

⁸⁰⁸ SPK Seri:IV No.44 md. 1.

çerçevesinde koşulları varsa hissedarlar birleşme kararının yokluğu veya butlanın tespitini ya da iptalini talep edebileceklerdir.⁸⁰⁹

Birleşmede değişim oranının adil olarak saptanmaması halinde, bu durumdan bir tarafın hissedarları zarar ederken diğer tarafın hissedarları kârlı çıkacaktır. Zarar gören hissedarların zararlarının tazminini istemeleri mümkündür. Bundan sorumlu tutulması gereken tarafın özen ve sadakat borcunu yerine getirmeyen yönetim kurulu üyeleri olması gerekir. ABD’de bazı durumlarda, yönetim kurulu üyelerinin hakim ortağı temsil ettiği, onun sözünden çıkmasının mümkün olmadığı ileri sürülerek hakim ortağa da dava açılabileceği kabul edilmektedir.⁸¹⁰

Yeni TTK 140/1. maddesinde devrolunan şirketin ortaklarının, mevcut ortaklık paylarını ve haklarını karşılayacak değerde, devralan şirketin payları ve hakları üzerinde istemde bulunma hakları olduğu ifade edilmiştir. Yeni TTK md. 191’de ise ortaklık haklarının gereğince korunmamış veya ayrılma karşılığının uygun belirlenmemiş olması hâlinde, ortaklara uygun bir denkleştirme akçesi saptanması için mahkemeye başvurma hakkı tanınmıştır. Yeni TTK’da ABD’de olduğu gibi genel kurulda olumsuz oy kullanma gibi özel bir şart öngörülmemiştir.

Yeni TTK md. 191 hükmüne göre her ortak, birleşme kararının Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilanından itibaren iki ay içinde, söz konusu işlemlere katılan şirketlerden birinin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinden, uygun bir denkleştirme akçesinin saptanmasını isteyebilecektir. Aynı madde hükmünde, usul hukukunun prensiplerinden olan bir hükmün sadece davanın tarafları hakkında geçerli olması ilkesine bir istisna getirilmiştir. Söz konusu hükme göre davacı ile aynı hukuki durumda bulunmaları hâlinde, mahkeme kararı, birleşmeye katılan şirketlerin tüm ortakları hakkında da hüküm doğurur. Madde gerekçesinde, mahkeme kararının etkisini aynı hukuki durumdaki ortaklara da taşıyan bir “class action” düzenlendiği ifade edilmiştir. Class action bir kişi veya bir grubun daha geniş bir grubu temsil ettiği dava türüdür.⁸¹¹ Usul hukukuna göre belirsizlikler bulunmaktadır. Her ortağın dava açma hakkı

⁸⁰⁹ Halil Arslanlı, Anonim Şirketler, IV.-V. Kısım, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1961, s. 244-262; Yasaman s. 116 vd.; Seda Ş. Güngör, Türk Hukukunda Bankaların Birleşmesi, On iki Levha Yayıncılık A.Ş., İstanbul, 2011, s. 213-217.

⁸¹⁰ Bu konuda bkz. Yasaman, s. 129-130.

⁸¹¹ Black’s Law Dictionary.

olduğundan birden fazla dava açılması durumunda ne olacağı belirsizdir. Davanın sonucu diğer otaklar hakkında hüküm doğuracağına göre ilk açılan davadan sonraki davalar için mahkemenin derdestlik itirazı (HUMK md. 187/5) varsa davanın açılmamış sayılmasına, derdestlik itirazı yoksa ilk davayı bekletici mesele yapması gerektiğini ve ilk davanın karara bağlanması durumunda kesin hüküm sebebiyle⁸¹² davayı reddetmesi gerektiğini düşünmekteyiz. Eğer iki dava ayrı ayrı görülmüş ve karara bağlanmışsa bu durum HUMK 428/1 b.3 uyarınca temyiz sebebidir. Eğer karar kesinleşirse bu kez yargılamanın yenilenmesi talep edilebilir.⁸¹³

Davanın giderleri devralan şirkete aittir. Özel durumların haklı göstermesi hâlinde, mahkeme giderleri kısmen veya tamamen davacıya yükletilebilir. Ancak ortaklık paylarının veya ortaklık haklarının korunmasını inceleme davası birleşme işleminin geçerliliğini etkilemez.⁸¹⁴

Davanın kime karşı açılacağı ve denkleştirme akçesini ödenmesine ilişkin kararın kimin aleyhine verileceği madde hükmünde yazılı değildir. Eğer işlem ortaklıktan çıkarma yoluyla (Yeni TTK md. 141/1) birleşme ise şirkete karşı dava açılması sorun yaratamaz. Eğer birleşme ortaklıktan çıkarma yoluyla yapılmamışsa, devrolan şirketin hissedarları devralan şirketin hissedarı olmaya devam ettiğinden davanın devralan şirkete açılması ve tazminatın bu şirket tarafından ödenmesi makul değildir. Zira değişme oranının düşük saptanmasından menfaat temin eden asıl taraf devralan şirketin hissedarlarıdır. TTK'da md. 192'de birleşme işlemlerine herhangi bir şekilde katılmış bulunan bütün kişilerin şirketlere, ortaklara ve alacaklılara karşı kusurları ile verdikleri zararlardan sorumlu oldukları hükmüne yer verilmiştir. Bu durumda davanın devralan şirketin hakim ortakları da dahil olmak üzere, şirket yönetim kurulu üyelerine, değerlemeyi yapan kuruluşlara karşı yöneltilmesi mümkün görünmektedir.

Ayrıca yeni TTK'da md. 192'de birleşme işlemindeki eksikliklere karşı uygulanacak müeyyideye ilişkin özel bir hükme yer verilmiştir. Söz konusu

⁸¹² Hakan Pekcanitez, Medeni Usul Hukuku, 6. Bs., Yetkin Hukuk Yayınları, 2007, s. 320.

⁸¹³ Pekcanitez, s. 320.

⁸¹⁴ Yeni TTK md. 191.

hükme göre birleşme kararına olumlu oy vermemiş ve bunu tutanağa geçirmiş bulunan birleşmeye katılan şirketlerin ortakları, bu kararın Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilanından itibaren iki ay içinde iptal davası açabilirler. İlanın gerekmediği hâllerde süre tescil tarihinden başlar. Birleşmeye ilişkin işlemlerde herhangi bir eksikliğin varlığı hâlinde, mahkeme taraflara bunun giderilmesi için süre verir. Hukuki sakatlık, verilen süre içinde giderilemiyorsa veya giderilememişse mahkeme kararı iptal eder ve gerekli önlemleri alır.

V. Çağrı Yoluyla Vekalet Toplanması ve Diğer İşlemler

Şirket yönetim kontrolünü ele geçirme yöntemlerinden biri de çağrı yoluyla vekalet toplanmasıdır.⁸¹⁵ Bir anonim ortaklıkta pay sahibi olan kişiler oy haklarını kendileri kullanabileceği gibi bir başkası aracılığıyla da kullanabilirler. ABD’de proxy olarak adlandırılan başkası aracılığıyla oy kullanma sistemi yaygın olarak yönetim kontrolünü ele geçirmek amacıyla kullanıldığından 1934 Securities Exchange Act md. 14 (a) içinde düzenlenmiş ve çağrı suretiyle vekalet toplanmasına ilişkin düzenleme yapma hususunda SEC’ye yetki verilmiştir.

Çağrı yoluyla vekalet toplanması Türkiye’de SPK tarafından 09.03.1994 tarihinde Seri: IV No. 8 Tebliği⁸¹⁶ ile düzenlenmiştir. Her ne kadar Tebliğ’de vekalet denilse de proxy ABD’deki kullanıldığı anlamıyla temsil müessesesine daha yakındır.⁸¹⁷ BK md. 32’deki temsilden farkı ise temsilde talimata uymak bir iç meseleyken, “proxy”de talimata aykırılık oyun geçerli olmaması sonucunu doğurur.

SPK Seri: IV No. 8 Tebliği md. 5’e göre, halka açık anonim ortaklıklar genel kurullarında kullanılacak vekalet formlarının Tebliğ’in ekinde yer alan vekalet formuna⁸¹⁸ uygun olarak aynen düzenlenmesi gerekir. Söz konusu formda hisse sahiplerinin vekile vereceği talimatlar seçimlik olarak belirlenmektedir. Söz konusu formda gündem maddesi hakkında vekilin nasıl oy kullanacağına ilişkin talimatlara yer verilir.

Çağrı yoluyla vekalet toplanması için önceden SPK’dan uygun görüş alınması zorunludur.⁸¹⁹ Çağrı yoluyla vekalet toplanması halinde vekalet formunda Tebliğ ekindeki bilgi formuna yer verilmesi zorunludur. Bilgi formunda yönetime gelinmesi durumunda planlanan tasarruflar, birleşme veya devir kararı alınıp

⁸¹⁵ Çağrı yoluyla vekalet toplanması hakkında bkz. Mustafa İhtiyar, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta Basım A.Ş., Mayıs 2006, İstanbul, s. 321 vd.

⁸¹⁶ 09.03.1994 tarih ve 21872 sayılı RG’de yayınlanmıştır.

⁸¹⁷ Vekaletname iki taraflı bir sözleşmedir. Temsil ise bir kişiye bir konuda tek taraflı olarak verilen temsil yetkisidir. Temsil ve vekalet farkı için bkz. Oğuzman/Öz, s. 170-172; Eren, s. 398; Haluk Tandoğan, Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C.II, 2. Bs., Ankara, 1982, s. 183; Safa Reisoğlu, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 15. Bs., İstanbul, 2002, s. 122.

⁸¹⁸ SPK Seri: IV No. 8, Ek 2.

⁸¹⁹ SPKn. md. 13/4.

alınmayacağı, şirket kıymetlerinin satılması, kiralanması, yapılması planlanan yatırımlar hakkında bilgilere yer verilir. Amaç, hissedarın bilgilendirilerek kararını vermesini sağlamaktır. Vekalet formları, ortaklara gönderilebilir veya gazete, dergi vb. iletişim araçları ile ilan edilebilir.⁸²⁰ Vekalet vermelerini temin etmek için oy hakkı sahiplerine herhangi bir menfaat önerilemez ve sağlanamaz. Bu yükümlülüğün müeyyidesinin ne olacağı Tebliğ'de yazılı değildir.

Çağrı yoluyla vekalet toplanmasının Türkiye'de yaygın bir kullanımı yoktur. Vekaleten oy kullanma yöntemi ile yönetim kontrolünün dezavantajı oy kullanma yetkisinin bir kez alınması ve yapılan masrafa karşın yönetime girilse dahi bunun kalıcı olmamasıdır.⁸²¹

⁸²⁰ SPK Seri:IV No.8 md. 12.

⁸²¹ Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 145.

§ 10 Yönetim Kontrolü Değişikliğine Karşı Savunma Önlemleri ve Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumlulukları

I. Savunma Önlemleri

Sermaye piyasası düzenlemeleri içinde yönetim kontrolünün ele geçirilmesine ilişkin olarak yapılacak savunmalara dair özel bir hüküm bulunmamaktadır. Bu bakımdan ABD, İngiltere ve AB düzenlemelerinin de incelemesini yaptığımız savunma önlemlerini genel hükümler çerçevesinde incelenmesi gerekmektedir.

Yönetim kontrol değişikliğine ilişkin savunma önlemlerini burada yönetim kontrolüne ilişkin bir tehdit çıkmasından önce ve sonra alınanlar olarak ikiye ayırmak suretiyle inceleyeceğiz.⁸²²

A. Çağrı Öncesinde Başvurulan Savunma Önlemleri

Henüz yönetim kontrolüne ilişkin bir tehdit olmadığı dönemde alınacak ilk ve kesin önlem, yönetim kontrolünün bir başkasına geçmesine sebep olacak miktarda hisseyi halka açmamaktır. Türk sermaye piyasalarında halka açılan şirketlerin sıklıkla başvurdukları yöntem budur. İMKB 100 Endeksi'ne dahil şirketler içinde sadece 16 adedinin halka açıklık oranı %50'nin üzerindedir.⁸²³ Halka açıklık oranı %50'nin altında olan söz konusu şirketlerin borsada işlem gören hisselerinin tamamının satın alınması durumunda dahi yönetim kontrolünün ele geçirilmesi mümkün olmayacaktır. Bununla birlikte, geleneksel olarak aile kuruluşu olan şirketlerin ileri nesillerdeki mirasçılarının grup içindeki hisselerini satmaya karar vermesi neticesinde bu şirketlerin ileride yönetim kontrolünü sağlamaya sebep olacak tutarda hisselerinin borsada işlem görmesi ihtimali bulunmaktadır. Bu sebeple şirketler halka açılmadan önce hisselerinin ileride %50'sinden fazlasının borsada işlem görmesine hazırlık olarak, daha düşük oranda hisseyle yönetim kontrol altında tutmayı sağlayacak önlemleri almaktadırlar. Şirketlerin halka açıklık oranlarının daha %50'nin altında olduğu ve sermaye yoğunluğunun mevcut ortaklarda olmasına karşın halka açılmadan önce savunma önlemlerine başvurulmasına sebeplerden biri SPK'nın imtiyazlı hisse çıkarımı konusunda

⁸²² Bu konuda bkz. Şehirli Çelik, s. 283 vd.

⁸²³ Bu şirketler içinde 11 adedinde yönetim kurulu üyelerini belirleme imtiyazı bulunur.

1998 yılında almış olduğu ve halen geçerliliğini koruyan ilke karardır.⁸²⁴ Söz konusu ilke kararı ile halka açılan anonim ortaklıkların⁸²⁵ ilk halka arzlarından sonra yeni imtiyaz yaratılması taleplerinin kabul edilmemesi ilkesi benimsenmiştir. Bir şirket %50'nin altında bir oranla halka açılıyor dolayısıyla bu aşamada yönetim kontrol kaybı tehdidi yaşanmıyor olsa bile halka açılmadan sonra imtiyazlı hisse çıkarması sözü edilen ilke kararına göre mümkün olmaması sebebiyle halka arzdan önce söz konusu savunma önlemine başvurmayı tercih etmektedir. Uygulamada yönetim kontrolünün kaybına karşı önlem olarak en çok başvurulan yöntem imtiyazlı hisse çıkarılmasıdır. Bu yöntemde genel olarak sermayeyi temsil eden hisseler A ve B gibi iki gruba ayrılmakta ve mesela, sermayenin %10 veya daha aşağısını temsil eden hisseler A Grubu nama yazılı imtiyazlı hisse olarak çıkarılmakta ve halka arz öncesi yönetme hakkı olan mevcut ortaklara tahsis edilmektedir. Öte yandan sermayenin geriye kalan %90 veya fazlasını temsil eden hisseler ise B Grubu hamiline yazılı olarak çıkarılmakta ve bunların bir kısmı halka arz edilmektedir. A Grubu nama yazılı hisseler ya oy kullanmada imtiyaz (bir A Grubu hisse 100 oy; bir B Grubu hisse 1 oy gibi) veya yönetim kurulu üyesini seçme imtiyazı (Yedi kişiden oluşan yönetim kurulunun beş üyesi A Grubu üyeler tarafından gösterilen adaylar arasından seçilir) verilmektedir. Böylece ileride halka açık kısmın %50'nin üzerine çıkması durumunda da hukuki yoldan kontrole sahip olunmaya devam olunması amaçlanmaktadır.

⁸²⁴ SPK 1998/27 HB'de yayınlanan 01.07.1998 tarih ve 49/721 sayılı ilke karar: 1) Çağrı suretiyle ilk defa halka açılan anonim ortaklıkların halka açılmaları, ortak sayısı nedeniyle Kurul kaydına alınan anonim ortaklıkların ise, ilk fiili halka arzları öncesinde ya da halka açılma/ilk fiili halka arz esnasında, esas sözleşmelerinde imtiyazlara ilişkin hükümlere yer verilebileceğin, ancak, Kurul kaydında olan bu anonim ortaklıkların esas sözleşmelerindeki mevcut imtiyaz hükümlerine, "hakkın kötüye kullanılması", "objektif iyi niyet kuralı"na aykırı hareket edilmesi anlamını taşıyan ya da Kurulumuzun var olma sebeplerinden biri olan "mülkiyetin tabana yayılması" amacını zedeleyebilecek, ortaklığı zarara uğratabilecek düzenlemeler yapılması, yatırımcı için büyük tehlike arz eden ya da sermaye piyasasının özellikleriyle bağdaşmayan sözleşmeler imtiyazlara yer verilmesi gibi durumlarda, "somut olay ve sözleşme değişikliği amacıyla başvuruda bulunan ortaklık ile bağlı kalmak kaydıyla" Kurulumuzca müdahale edilebileceğine; 2) Çağrı suretiyle halka açılan anonim ortaklıkların halka açıldıktan sonra, ortak sayısı nedeniyle Kurul kaydına alınan anonim ortaklıkların ise ilk fiili halka arzlarından sonra, yeni imtiyaz yaratılması taleplerinin reddedilmesine; mevcut imtiyazlarda yapılacak değişiklik taleplerinin ise, yatırımcıların haklarının korunması açısından, imtiyazların özünün değişmemesi, konu ve kapsam bakımından genişletilmemesi ilkeleri çerçevesinde değerlendirerek bu ilkelere aykırılık halinde reddedilmesine, 3) Kurulumuzun 04.03.1998 tarih ve 12/ 168 sayılı kararının linci bendinin iptaline karar verilmiştir.

⁸²⁵ Söz konusu ilke kararı ortaklık sayısı bakımından Kurul'a tabi olan şirketler için fiili halka arzlarının gerçekleşmesinden sonra uygulanmaktadır.

Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda sermaye sahipliği ile kontrol arasındaki orantısızlığı tamamen ortadan kaldırmamakla birlikte azaltmaya yönelik bazı hükümler getirilmiştir. Yeni TTK md. 360 hükmüne göre esas sözleşmede öngörölmüş yönetim kurulu üyelerinin belirli pay grupları arasından ya da belirli pay grubunun göstereceği adaylar arasından seçilmesi mümkündür. Ancak bu şekilde tanınacak temsil edilme hakkı halka açık anonim şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamaz. Yine Yeni TTK'nın 479. maddesinde bu kez oy hakkında imtiyaz tanınmasına ilişkin mevcut TTK'da olmayan bir sınırlama getirilmiştir. Anılan maddeye göre bir paya en çok on beş oy hakkı tanınabilir. Yeni TTK md. 360'ın aksine bu sınırlama sadece halka açık anonim şirketlere değil, tüm anonim şirketlere uygulanacaktır. Oyda imtiyazın uygulanmayacağı kararlar; esas sözleşme değişikliği, işlem denetçilerinin seçimi ve ibra ile sorumluluk davası açılması kararları olarak belirlendiğinden oyda imtiyaz yönetim kurulu üye seçiminde de kullanılabilir.

Bu kapsamda Yeni TTK md. 360, imtiyaz kullanılarak yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlasının, bu şekilde de yönetim kontrolünün tamamen ele geçirilmesine imkan sağlamamaktadır. Buna karşın Yeni TTK md. 479 çerçevesinde oy imtiyazının kullanılması neticesinde yönetim kurulu üyelerinin tamamının belirlenmesinde bir engel bulunmamaktadır. Bu durumda bir kişi veya grubun, bir hisseye on beş oy hakkı tanıyan imtiyazlı hisse çıkarması, sermaye içindeki pay oranını sürekli olarak %6,25'in üstünde tutması halinde yönetim kurulu üyelerinin tamamını belirleme hakkı verebilecektir. Kanaatimizce imtiyazsız hisselerle sahip öteki ortakların %93,74 sermayeye sahip olmasına rağmen başka bir grubun %6,26 ile yönetim kontrolünü elde tutma imkanı sağlayan söz konusu oranın sermaye ve kontrol arasındaki dengesizliği kaldırmada yeterli olduğu söylenemez. Ancak 6103 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun'un 28/2 maddesine göre Yeni TTK'nın 360. maddesi hükmü mevcut TTK'nın yürürlükte olduğu dönemde söz konusu imtiyazı kabul eden şirketler için uygulanmayacaktır. Yukarıda belirtildiği gibi SPK'nın ilk halka arz sırasında imtiyazlı hisse çıkarılmasına izin vermesi, İMKB'nin imtiyazlı hisselerle sahip şirketleri kotasyona kabul etmesi neticesinde çok sayıda şirket bu tür imtiyaza sahip olarak

halka açılmaktadır. Tablo 1'den görüleceği gibi 2010 yılında halka açılan yirmi iki şirketten on yedisi bu tür imtiyazlı hisse çıkarılması suretiyle halka arz edilmiştir. İMKB 100 Endeksi'ne dahil yüz şirketten kırk yedi adedinde bu tür imtiyaz bulunmaktadır.⁸²⁶ Söz konusu şirketlerin çağrının mevcut durumu itibariyle halka açıklık oranları zaten %50'nin üzerinde olduğundan sözü edilen tedbirler sadece ilerisi için bir tedbir anlamı taşımaktadır. Şu an itibariyle sermaye oy oranları arasında bir orantısızlık olmadığı ve kontrol çoğunluklu sermaye ile karşılanmış olduğundan şirkete yönelik olası imtiyazlı pay çıkarmasına yönelik bir tepkinin olmadığı anlaşılmaktadır.

Ancak burada AB Direktifi 2004/25/EC'deki breakthrough kuralına da değinmek gerekir. Direktif'in 11. maddesinde düzenlenen breakthrough kuralı çağrı neticesinde şirket sermayesinin %75 veya daha fazlasının ele geçirilmesi durumunda kontrolün ele geçirilmesine ilişkin getirilmiş ana sözleşmedeki engellerin ve imtiyazlı payların genel kurul kararı ile kaldırılmasını öngörmektedir. Türkiye'de halka açılma oranlarının düşüklüğü sebebiyle kontrol değişikliği amacıyla uzlaşmasız çağrı yapılmadığından çağrı sırasında savunma önlemine başvurulmasını gerektirecek bir durum oluşmamaktadır. Bu yüzden burada sadece varsayımsal olarak böyle bir çağrı olsaydı hangi önlemlere başvurulabilirdi şeklinde konunun incelenmesi söz konusu olacaktır. Breakthrough kuralı, ilk aşamada, çağrıda nama yazılı hisselerin devri engellerini etkisizleştirerek bu hisselerin iktisap edilmesine imkan sağlıyor; ikinci aşamada genel kurulda oy imtiyazlarını etkisizleştirerek savunma önlemine başvurulmasına engel oluyor; üçüncü aşamada yine oyda imtiyazları etkisizleştirerek ana sözleşmedeki tüm engel ve imtiyazların kaldırılmasını sağlıyor. Direktif'in 12. maddesine göre üye ülkeler bu maddeyi uygulamamakta (opt-out) serbest bırakılmışlardır. Ancak üye ülke bu ilkeyi uygulamamayı seçtiğinde üye ülkedeki şirketlere bu maddeyi kabul etme imkanı (opt-in) tanınması gerekmektedir.

Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne üye olması durumunda Türkiye de breakthrough kuralını uygulama veya uygulamama arasında bir seçim yapacaktır. Eğer Türkiye uygulamamayı (opt-out) seçerse bu kez Türk şirketlerin ilkeyi uygulama (opt-in) hakkı olacaktır. Tam tersine Türkiye'nin uygulamayı (opt-in) seçmesi halinde

⁸²⁶ Bkz. Tablo 3

Türk şirketlerin uygulamamayı (opt-out) seçme hakkı söz konusu olacaktır. Bu durumda ister Türkiye uygulamamayı (opt-out) seçsin isterse uygulamayı seçsin her iki halde de imtiyazlı hisseler ile şirket yönetim kontrolünün sağlandığı şirketleri etkileyebilecektir. Örneğin Türkiye breakthrough kuralını uygulamamayı seçtiğinde bir Türk şirketinin sermaye çoğunluğuna sahip, ama imtiyazlar nedeniyle yönetim hakimiyetine sahip olmayan hissedarlar, önce breakthrough kuralına uyma (opt-in) kararı alması; sonra da çağrı yapıp sermayenin %75'ini temsil eden hisseleri ele geçirmesi; sonra da imtiyazları kaldırarak yönetim hakimiyetini ele geçirmesi söz konusu olabilecektir. Eğer Türkiye breakthrough kuralına uymayı (opt-in) seçmişse şirket genel kurulu uymamayı (opt-out) seçmedikçe breakthrough kuralı uygulanacak yapılacak çağrı sonucunda imtiyazlar kaldırılabilir. Buna karşın ilgili şirket, genel kurulu, breakthrough kuralına uymama (opt-out) seçeneğini kabul ederse imtiyazların bu şekilde kaldırılması mümkün olmayacaktır.

B. Çağrı Sırasında Başvurulan Savunma Önlemleri

Çağrı sırasında yapılacak savunma önlemleri denilince akla ilk gelen savunma önlemlerinden biri ABD'de özellikle geçmiş dönemlerde sıklıkla uygulanan "poison pill"dir. Poison pill çeşitleri oldukça fazla olmakla birlikte esas olarak, şirket kontrolünün ele geçirilmesi durumunda aktive olan ve kontrolü ele geçirmek isteyen taraf dışında tüm hissedarlarına şirket hisselerini yarı fiyatına alma hakkı veren varantlardır.⁸²⁷

Çağrı sırasında yapılabilecek savunma önlemleri bakımından Türk hukukunda özel bir yetki kısıtlaması bulunmamaktadır. Bu bağlamda kayıtlı sermaye sisteminde olan hedef şirket yönetim kurulunun sermaye artırması, ana sözleşme hükümleri müsaade ediyorsa varant çıkarması hukuken teknik olarak mümkündür. Ancak Türkiye'de burada kısaca tanımlanan ABD'deki "poison pill" çıkarılması gibi bir uygulamanın yapılması çok mümkün görünmemektedir. Her ne kadar Sermaye Piyasası Kanunu'nda kamuyu aydınlatma sistemi⁸²⁸ geçerli olsa da hissedarlar arasında eşitsizlik yaratacak, şirketi zarara uğratabilecek böyle bir savunmanın uygulanması oldukça güç görünmektedir.

⁸²⁷ Halka açık anonim ortaklıkların çıkaracakları varantlar SPK Seri:III No.36 Tebliği (21.01.2009 tarihli RG'de yayınlanmıştır) ile düzenlenmiştir.

⁸²⁸ Kamuyu aydınlatma sistemi hakkında bkz. Bahtiyar.

Buna karşı yönetim kurulunun, kontrol ele geçirme tehdidine karşı kayıtlı sermaye içinde sermaye artırıp, hissedarların rüçhan haklarını kısıtlayarak başka bir kişiye (white knight) tahsisli sermaye artırımını yapılmasına engel bir durum görünmemektedir. Söz konusu tahsisli satışın şirketin menfaatine olması gerekir. Aksi durum yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu gerektirebilir. Yönetim kurulu aktif satışı da yapmaya yetkilidir. Ancak satışın sadece kendi menfaati amacıyla yapılmış olması halinde hukuki sorumluluk doğabilecektir. Yönetim kurulu üyelerinin sözleşme sürelerinin uzatılması, yüksek fesih tazminatı konulması aktiflerin sırf savunma amacıyla satışı gibi savunmalar yönetim kurulunun yetkisinde olan işlemler olmakla birlikte hukuki sorumluluk doğurabilecek işlemlerdir.

II. Yönetim Kontrol Değişikliğinde Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu

Yönetim kontrol değişikliğinde yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu genel olarak ABD ve İngiltere'deki sermaye ve yönetimin iyice ayrıştığı şirketler bakımından ele alınmaktadır. Söz konusu şirketlerden sermaye içinde az bir payla şirket yönetimine hakim olan ortakların yönetimin başka bir grup tarafından satın alınmasında yerlerini koruma amacıyla hareket etmeleri beklenir. Buna karşı yönetim dışı hissedarlar, hisselerini primli bir fiyattan satma imkanına sahip olacaklarsa, yönetimin değişmesinden yana olabilirler. Dolayısıyla halka açıklık oranı çok yüksek olan, çok az bir payla şirket kontrolünün sağlandığı şirketlerden kontrol değişikliği konusunda yöneticiler ve kontrol dışı hissedarlar arasında çıkar çatışması mevcut olur. Bir çağrı yapıldığında, çoğunluk hisseleri kendi ellerinde olmadığından kendilerinin değil, hissedarların kararı ile yönetim hakimiyetini kaybetme riski altında olurlar. Bu durumda, yerlerini koruma amacıyla diğer hissedarların ve şirketin menfaatleri ile çatışan savunmalar yapabilirler.

İngiltere bu konuda menfaat çatışmalarının yaratacağı sorunu temelden çözmek üzere yönetim kurulunun savunma yapma yetkisini kaldırmış ve böylece kontrol değişikliğine ilişkin kararı hissedarlara bırakmıştır. ABD'de geçerli olan sistemde

ise yönetim kurulunun savunma yapma yetkisi sınırlanmamış, ancak mahkeme kararıyla yönetim kurulu üyelerinin sorumlu olmamaları için yapmaları gereken ve yapmamaları gereken savunma türleri ortaya çıkmıştır.

Türkiye’de halka açık şirketlerin büyük bir kısmında halka açıklık oranları oldukça düşüktür. Dolayısıyla şirketlerin çoğunda bir kişi veya grup sermayeyi ve oy haklarını kontrol etmektedir dolayısıyla bu şirketlerde sermayenin çoğunluğu ve yönetim aynı kişinin elinde olduğunda Türkiye’de ABD ve İngiltere’dekine benze bir menfaat çatışmasından söz etmek mümkün değildir. Genel kuruldaki ilk yönetim kurulunu belirleyen irade aynı hakim ortak olduğundan bu şirketler bakımından burada savunma önlemi alma yetkisinin genel kurula mı ait yoksa yönetim kontrolüne mi ait olacağının tartışılmasının bir anlamı yoktur.

Dolayısıyla en azından Türkiye’deki şirketlerin çoğunda kontrol değişikliği sırasında yönetim kurulu üyeleri ile hissedarlar arasında çıkar çatışması bu anlamda söz konusu olmamaktadır. Türkiye’deki gibi şirket sermayesinin çoğunluğuna sahip olan kişi veya grup tarafından kontrolün devrinin söz konusu olduğu durumlar sırasında asıl çıkar çatışmasının hakim ortak ile hissedarlar arasında olur. Bir şirketin değerinin aşağı yukarı sabit olduğunu kabul edersek bu değer büyük kısmı hakim hissedarlara giderken bir kısmı da zorunlu çağrı müessesesi sayesinde yönetim dışı hissedarlara gidecektir. Eğer hakim ortak, kontrolü devrederken hisse satış fiyatı dışında başka menfaatler temin ederse, bundan kendisi karlı çıkarken yönetim dışı hissedarlar zarar etmiş olacaktır.

Bu arada, hakim ortağa hisselerini satması için hisselerin borsa fiyatın çok üzerinde cazip bir teklif geldiğini ama hakim ortağın, kişisel ya da o şirketin grup için çok önemli olması gibi sebeplerle teklifi kabul etmediğini düşünelim. Teklif edilen fiyat borsa fiyatının üzerinde olduğunda teklifin hakim ortak tarafından kabul edilmesi kontrol dışı hissedarların menfaatine olacaktır. Ancak böyle bir durumda teklifin kabul edilmemesi sebebiyle hakim hissedar ve yönetim kurulu üyeleri sorumlu tutulması söz konusu olabilir mi? Mevcut hukuk sistemi itibariyle hakim hissedarı hisselerini satmaya zorlamanın veya kontrolü devretmemesi sebebiyle sorumlu tutmanın hukuki temellerini bulmak zor görünmektedir. Yönetim kurulu

üyelerinin de bu durumda yetkileri dahilinde yapabilecekleri bir husus bulunmadığından sorumlu tutmak söz konusu olamaz.

Bu durumda yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumlulukları, ancak halka açıklık oranının sermayenin %50'sinin üzerinde olduğu, aralarında özellikle yatırım ortaklıklarının bulunduğu şirketler bakımından tartışılması bir anlam ifade edecektir.

Türk hukukunda yönetim kurulu üyeleri TTK md. 336 gereği kanuna ve esas sözleşmeye aykırı davranışlarından dolayı şirkete, pay sahiplerine ve alacaklılara karşı sorumlu tutulmuştur. Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu kusura dayalı bir sorumluluktur. Sorumluluğun kaynağının yönetim kurulu üyeleri arasındaki sözleşme olduğu kabul edilmektedir. Yönetim kurulu üyelerinin şirkete karşı özen ve sadakat borcu bulunmaktadır. Mevcut TTK'da yönetim kurulu üyelerinin kimlere karşı sorumlu olacağı ifade edilmiştir. Buna karşı yönetim kurulunun görevlerini yerine getirirken kimin çıkarlarını gözeteceği açık olarak yazılı değildir. Mevcut TTK sistemi içinde yönetim kurulu üyelerine karşı açılmış dava sayısı oldukça sınırlı kalmıştır. Bu nedenle kanunda yol gösterecek nitelikte içtihat da yok denecek kadar azdır. Yönetim kontrol değişikliği durumunda yönetim kurulunun sorumluluğunun belirlenmesinde yönetim kurulu üyesinin kimin menfaatini koruyacağı önem taşır. Yeni TTK md. 369'da yönetim kurulu üyelerinin şirketin menfaatlerini gözetmek yükümlülüğü altında oldukları açık olarak ifade edilmiştir. Yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat borcu şahsi menfaatlerini değil, şirket menfaatlerini gözetmelerini, alacakları kararları yeterli bilgiye dayandırmalarını gerektirir.⁸²⁹ Dolayısıyla çağrı durumunda, sadece kendi yerlerini koruma amacıyla hareket etmeleri, çıkar sağlamak için şirket tarafından ödenecek masraf yapmaları, hissedarlarını yanıltmaları, yeterince bilgi toplamadan karar almaları özen ve sadakat borcuna aykırılık teşkil edebilecektir. Yeni TTK'nın tasarı halindeyken 369. maddesinin 3. fıkrasında yer alan bir hüküm Adalet Komisyonu'na metinden çıkarılmıştır. Söz konusu hükme göre "üyelerin ve yöneticilerin görevlerini yerine getirirlerken bu madde anlamında özenle hareket ettikleri karinedir." Söz konusu hükmün ABD hukukunda yönetim

⁸²⁹ Şehirli Çelik, s. 359; İsmail Kırcı, Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarında Takdir Yetkisi – Özen Borcu, BATİDER, 2004, C. XXII, S. 3, s. 85-96.

kurulu üyelerinin sorumluluğu konusunda çok eski tarihten bu yana geçerli olan “business judgment rule”un geçerli kılınmak istendiği söylenebilir. ABD hukukunda business judgment rule yöneticilerin bir karar verirken yeterli özeni gösterdiklerini, hukuka uygun davrandıklarını, çıkar çatışması olmadığını aksi ispatlanıncaya kadar karine olarak kabul eder. Yargıç yönetim kurulu kararlarına müdahale etmesine karşı çıkar. ABD’de çağrı sırasında yönetim kurulu üyeleri ile hissedarlar arasında çıkar çatışmasının olması işin doğası gereğiyken bu prensibe dayanarak mahkemelerin verdikleri kararların eleştiriye uğraması neticesinde ABD mahkemelerince bu ilkenin çağrı sırasında uygulanmamasına karar verilmiştir.⁸³⁰ Yeni TTK md. 369 metninde bu hüküm kaldırılmış olduğundan Yeni TTK md. 553 uyarınca böyle bir durumda kusurlu olmadıklarını ispat yükü yönetim kurulu üyelerine ait olacaktır.

⁸³⁰ Bu konu için bkz. Manavgat, s. 183-184.

§.11. Zorunlu Çağrı

I. Zorunlu Çağrı Düzenlemesinin Ekonomik ve Hukuki Temelleri

Bir Şirketin yönetim kontrolünü elde etmek istemenin kişiden kişiye deđiŐebilen çok değişik sebepleri bulunabilir. Bu sebepler kişiden kişiye deđiŐebildiđi için bir Şirketin yönetim kontrolünü elde etmek için ödenmeye razı olunan bedel de kişiden kişiye göre değişir. Söz konusu bedel de normal olarak hisselerin borsa değerinden daha yüksek bir bedeldir.⁸³¹ Eğer Şirket yönetim hakimiyeti, belirli aile veya grupların elindeyse yönetim hakimiyeti için ödenmesi gereken bedel, yönetimi elinde bulunduran hissedarların yönetimi devir için razı olacakları bedel ile bağlantılı olacaktır. Eğer mevzuatta  ağrı yükümlüğü var olmasaydı, yönetim hakimiyetini ele geçirmek isteyen, yönetim hakimiyetini elinde bulunduranların hisselerini bunların razı olabileceği yüksek bir fiyattan satın alacak; diğer hissedarların hisselerini ise ya hiç satın almayacak ya da çok daha düşük bir fiyattan satın alacaktır.  ağrı yükümlüğü, yani kontrole sahip olanlar dışındaki hissedarların hisselerini de aynı fiyattan satın alma zorunluluğu olduğunda ise durum değişmektedir. Bu kez yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyen kişi hesabını, sadece kontrol sahiplerinin hisselerini değil tüm hissedarların hisselerini satın almak üzere yapacaktır. Burada yeni denge belki  ağrı yükümlülüğü olmasaydı kontrol sahiplerine ödenecek bedelden daha düşük bir yerde oluŐacak, bu yeni durumdan asıl faydalanan ise kontrol dışı hisselerine sahip hissedarlar olacaktır.

Dolayısıyla genel olarak söylenirse halka açık anonim ortaklıklarda kontrole sahip olmanın, paraya tahvil edilebilir bir değerine bulunmaktadır. Mevzuatta  ağrı

⁸³¹ Yönetimi ele geçirmek isteyen, çeşitli nedenlerle Şirketin veya Şirket aktiflerinin iyi yönetilemediğini ve kendisinin daha iyi bir yönetim göstererek yöneterek Şirket değerini artıracabileceğini düŐündüđünden piyasa fiyatından daha yüksek bir bedel (control premium)  demeye razıdır.

yükümlülüğünün, bulunması söz konusu kontrol priminden (control premium) tüm hissedarların eşit olarak yararlanmasını sağlamaktır. Zorunlu çağrının bulunması durumunda, kontrol priminden, sadece şirket kontrolünü devredenler değil, tüm hissedarlar eşit olarak yararlanmaktadır. Kontrol priminin sebebinin şirketi yönetmenin sağladığı avantajlar olduğu kabul edildiğinden, şirketi kontrol ederek bu avantajı kullanan kişilerin yönetimi devrederken bu primi diğer hissedarlarla paylaşmaları hakkaniyete uygun bir çözüm olarak görülebilmektedir. Neticede, zorunlu çağrı düzenlemesi, bir şirketin yönetim kontrolünün değişmesi halinde, tüm ortaklara hisselerini satarak kontrolü devreden hissedarlarla eşit şartlarla ortaklıktan ayrılma imkanı tanımaktadır.⁸³² Görüldüğü gibi zorunlu çağrının sağladığı koruma iki yönlüdür. İlk olarak tüm hissedarlara, hisselerini şirketi yeni kontrol eden kişiye satarak ortaklıktan çıkma hakkı tanımaktadır. İkinci olarak zorunlu çağrı düzenlemesi, tüm hissedarlara, kontrolü devreden hissedara ödenen aynı fiyattan faydalanma hakkı vermektedir. Böylece kontrol priminden sadece kontrolü devreden değil tüm hissedarlar yararlanmış olmaktadır.

833

Zorunlu çağrı, yönetim kontrol değişikliği işlemlerinde ortaklara eşit davranılma prensibinin kuvvetli bir tezahürü olarak ortaya çıkmıştır.⁸³⁴ Zorunlu çağrı esas olarak şirketler hukuku temel prensipleri ile bağdaşmamaktadır.⁸³⁵ Şirketler hukukunun ortaya çıkışından bu yana en temel prensiplerinden biri, bazı istisnai durumlar dışında sorumluluğun her ortağın koyduğu sermaye ile sınırlı olmasıdır. Söz konusu sınırlı sorumluluk ancak bazı istisnai durumlarda kaldırılmakta ve hissedarlar koydukları sermaye dışında kendi mal varlıkları ile sorumlu tutulmaktadır. Anglosakson hukukunda söz konusu istisnai durumlardan biri mahkeme kararları ile ortaya çıkmış olan “piercing the corporate veil” veya “lifting veil” olarak adlandırılan ortaklık perdesinin indirilmesi teorisi kapsamında hissedarların ortakların şirketin borçlarından sorumlu tutulmasıdır.⁸³⁶ Yine

⁸³² Davies (Gower/Davies), s. 1024.

⁸³³ Davies (Gower/Davies), s. 1024; Kolcuoğlu, s. 10 vd.

⁸³⁴ Davies (Gower/Davies), s. 1024.

⁸³⁵ Aynı yönde görüş için Kolcuoğlu, s. 21.

⁸³⁶ Tüzel kişilik perdesinin indirilmesi teorisi için İngiliz hukuku açısından bkz. Davies (Gower/Davies), s. 200 vd.; ABD Hukuku açısından bkz. Bainbridge, Mergers and Acquisitions, s. 52 vd. Türk hukuku açısından bkz. Veliye Yanlı, Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2000, s. 84-85.

şirketler topluluğu içinde hakim ortağın, bağlı ortaklığın işlemlerinden sorumluluğu söz konusu istisnalar arasında yer almaktadır. Söz konusu istisnalar, genel olarak ortaklığın üçüncü kişilere olan borçlarından dolayı hissedarların sorumlu tutulmasına ilişkindir.⁸³⁷ Hissedarların, diğer hissedarlara karşı bir yükümlülüğünün bulunup bulunmadığı ise ayrı bir husustur. Anglosakson örf ve adet hukukunun (common law) ilk dönemlerinde ortaya çıkmış ve halen de genel olarak benimsenen prensibe göre bir hissedar, hissedar sıfatıyla hareket ederken, diğer hissedarların çıkarlarını gözetmek ve bunlara uygun hareket etmekle yükümlü değildir. Bu bakımdan hissedar oy kullanırken sadece kendi çıkarını düşünerek, bencilce hareket edebilir.⁸³⁸ Örneğin hissedar, kendi çıkarı şirketin tasfiye edilmesi yönünde ise tasfiye lehinde oy kullanması nedeniyle sorumlu tutulamaz. Buna karşın Anglosakson hukukunda hissedarın yönetim kurulu üyesi olarak seçilmesi veya yönetimi belirleme, yani şirketi kontrol etme yetkisine sahip olmasından sonra diğer ortaklara karşı özen ve sadakat borcu (fiduciary duties) altına gireceği kabul edilmektedir. Bir kişi şirketin yönetim kontrolüne sahip olduğu takdirde onun seçtiği yönetim kurulu üyelerinin artık ondan bağımsız hareket edemeyeceği görüşüyle ABD mahkemeleri çok eski yıllardan bu yana temsil (agent) teorisinin bir neticesi olarak, kontrole sahip hissedarların, diğer hissedarlara karşı özen ve sadakat yükümlülüğünün bulunduğu yönünde kararlar vermektedir.⁸³⁹ Kontrole sahip olan hissedar (principal), kendi belirlediği yönetim kurulu üyelerinin (agent/temsilcilerinin) yanlış yönetiminden, azınlıktaki diğer hissedarlara karşı sorumlu tutulabilmektedir.⁸⁴⁰ ABD hukukunda, şirket varlıklarının yağmalanacağını bilerek yönetim kontrolünü devreden hissedarın azınlık hissedarlara karşı sorumluluğuna ilişkin az sayıda olsa da mahkeme kararı mevcuttur.⁸⁴¹ Ancak bir hissedara, şirket kontrolünü ele geçirmesi durumunda, tüm hissedarların hisselerini aynı fiyattan satın alma yükümlülüğü gibi genel ve her durumda uygulanan bir yükümlülük getirilmesi, ABD veya İngiliz şirketler

⁸³⁷ Ayrıca İngiliz hukukundaki hissedarın sınırlı sorumluluk (limited liability) ilkesinin aynı doğrultudaki öteki istisnaları için bkz. Davies (Gower/Davies), s. 211 vd.

⁸³⁸ Bainbridge, Corporate Law, s. 166.

⁸³⁹ Bainbridge, Corporate Law, s. 166. Burada anılan kontrole sahip hissedarların, diğer hissedarlara karşı sorumluluğuna ilişkin Pepper v. Litton davasında verilmiş mahkeme kararı 1939 tarihlidir.

⁸⁴⁰ Bainbridge, Corporate Law, s. 166.

⁸⁴¹ Bkz. Bainbridge, Corporate Law, s. 173 dn. 15'te anılan 1990 yılında verilmiş Harris v. Carter kararı.

hukukundan mahkeme kararlarıyla çıkarılmış bir teori değildir. ABD hukukunda zorunlu çağrı yükümlülüğüne ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. İsteğe bağlı çağrıya ilişkin düzenlemeler ise şirketler hukuku içinde değil menkul kıymetlere ilişkin kanunların 1934 Securities Exchange Act) içinde gerçekleştirilmiştir. İngiliz hukukunda ise hem zorunlu çağrıya hem de isteğe bağlı çağrıya ilişkin düzenlemeler Panel tarafından City Code kuralları içinde gerçekleştirilmiş, ancak daha sonra Avrupa Birliği Direktifine uyum açısından 2006 Şirketler Kanunu içinde yer almıştır. Bu bağlamda İngiliz hukuku bakımından da zorunlu çağrıyı hukukun genel prensiplerinden türeyen bir yükümlülük olarak kabul etmek mümkün değildir.

Türk hukukunda da sermaye şirketleri bakımından ortakların sorumluluğunun, şirkete koymayı taahhüt ettikleri sermaye ile sınırlı olması esası geçerlidir. TTK md. 405'e göre hissedarlar, hisselerin çıkarılması sırasında tayin edilen hisselerin nominal değeri veya nominal değerinin üzerinde belirlenen pay bedelinden daha yüksek bir şey ödemeye ana sözleşme ile dahi mecbur tutulamaz. Söz konusu borcun hissedar açısından geçerli olması için de hissedarın bu hususta şirkete karşı bir taahhütte bulunması gerekir. Sermaye artırımını sırasında, aksi kararlaştırılmış olmadıkça, sermaye artırımına katılma bir hak olup, ortağa sermaye artırımına katılma yükümü getirilemez.⁸⁴² TTK md. 405'deki tek borç ilkesinin ortağa sadece sermayeye ilişkin değil, niteliği her ne olursa olsun başka hiçbir borç yüklenemeyeceği anlamına geldiği doktrinde kabul görmektedir.⁸⁴³ Bu anlamda hissedara diğer hissedarların hissesini satın alma yükümlülüğü getirilmesi sınırlı sorumluluk ilkesi ile bağdaşır nitelikte değildir. Ayrıca Türk hukukunda, sınırlı sorumluluk ilkesinin istisnasını oluşturacak, hissedarların, diğer hissedarlara karşı sorumlu tutulmasına dayanak olacak bir teoriye de rastlanmamaktadır. Yukarıda belirtildiği gibi Amerikan hukukunda, kontrole sahip hissedarın belirlediği yönetim kurulunun kendilerini o mevkiye seçenlerden

⁸⁴² Burada başka bir yükümlülük getirilememesi, paya bağlı bir yükümlülük getirilememesi anlamındadır. Yani paya bağlı olarak, payı devralan kişileri bağlayacak yükümlülük getirilemez. Tek borç ilkesi hissedara akdetmiş olduğu bir sözleşme ile kendisini bağlayacak, gelecekteki sermaye artırımlarına katılma, tahvillerini satın alma gibi başka ek yükümlülükler getirilmesine engel teşkil etmez. Örneğin hissedarlar arasında akdedilen bir ortaklık sözleşmesi ile her hissedarın şirketin ihtiyacına göre sermayeye katkıda bulunacağını kararlaştırılmış olması mümkündür.

⁸⁴³ Tekinalp (Poroy/ Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 1019-1022; Tek borç ilişkisinin zorunlu çağrı açısından değerlendirilmesi için bkz. Kolcuoğlu, s. 19.

bağımsız hareket edemeyeceği görüşüyle, yönetim kurulunun kötü yönetiminden, diğer hissedarlara karşı sorumluluğu mahkeme kararlarıyla kabul gören bir teoridir. Türk şirketler hukukunda ise kontrol sahibi hissedara böyle bir yükümlülük yüklemeye ilişkin doktrinde bir görüşe veya mahkeme kararına rastlanılmamaktadır.

Öte yandan yukarıda çağrı zorunluluğunun, tüm hissedarlara eşit davranılması ilkesinin kuvvetli bir tezahürü olarak ortaya çıktığı ifade edilmişti. Ancak buradaki eşitlik ilkesinin, şirketler hukuku alanında kabul gören eşitlik ilkesi ile bir ilişkisinin olmadığını ifade etmek gerekir. Şirketler hukukundaki eşitlik ilkesi yazılı olmayan bir genel hukuk ilkesidir.⁸⁴⁴ Pay sahibi haklarının, şirket ve şirket organları tarafından eşit olmayan biçimde düzenlenmesinde ilkenin ihlali söz konusu olur.⁸⁴⁵ Eşit işlem ilkesi kar dağıtımını, rüçhan hakkının sınırlanması veya kaldırılması, sermaye apel ödemelerinin zamanlanması gibi karar ve uygulamalarda da ortaklara eşit davranmayı gerektirir.⁸⁴⁶ Eşit işlem ilkesi çerçevesinde pay sahibinin, bu sıfatından dolayı diğer pay sahiplerine karşı eşit davranma yükümlüğü yoktur.⁸⁴⁷ Yani pay sahibi tamamıyla kendi çıkarı doğrultusunda hareket edebilir ve bu nedenle diğer ortaklara karşı sorumlu tutulmaz. Ancak çoğunluğa sahip ortak aldığı karar nedeniyle sorumlu tutulmasa da aynı ortağın oylarıyla genel kurulda alınan karar, eğer eşitlik ilkesini ihlal ediyorsa iptal edilebilecektir. Yine kontrol sahibi tarafından belirlenmiş yönetim kurulunun da hissedarlara eşit davranma yükümlüğü bulunur. Eşit işlem ilkesi pay sahibine, kendisine eşit davranılmasını isteme hakkı vermez; ancak eşitlik ilkesine aykırı karara karşı iptal davası açma veya şartları oluşmuşsa kararı veren yönetim kurulu üyeleri aleyhine tazminat davası açma hakkı verir.⁸⁴⁸ Yine ticaret hukukundaki eşitlik ilkesi, bir hissedarın, diğer ortaklara değil, şirket ve şirket organlarının ortaklara eşit davranma yükümlülüğüne ilişkindir.⁸⁴⁹ Oysa çağrı zorunluluğu yönetim hâkimiyetinin ele geçirilmesinde doğrudan hissedara, diğer tüm hissedarlara eşit davranma yükümü getirir. Ticaret hukukunun eşitlik ilkesi,

⁸⁴⁴ Merih Kemal Omağ, Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi, Hukuk Araştırmaları Dergisi, C.1, S.1, 1986, s. 2; Yıldız, s. 70.

⁸⁴⁵ Yıldız, s. 72.

⁸⁴⁶ Omağ, s. 5.

⁸⁴⁷ Yıldız, s. 94.

⁸⁴⁸ Yıldız, s. 72.

⁸⁴⁹ Yıldız, s. 74.

bozulan eşitliği, eşitliği bozan durumu ortadan kaldırarak sağlayıp; ortaklara şirketten talep edebilecekleri bir sübjektif hak sağlamazken, zorunlu çağrıya ilişkin düzenlemeler hissedarlara kontrolü ele geçiren hissedara yöneltebilecekleri kendilerinin hisselerini eşit fiyatla satın alınmasını talep etme hakkı verir. Bu kapsamda zorunlu çağrı yükümlüğünün, ticaret hukukundaki eşit işlem ilkesinden farklı olduğunu ve bu ilkedan türemiş bir yükümlülük olmadığını düşünmekteyiz. Bu kapsamda zorunlu çağrı yükümlüğünün, kamu hukukunun bir dalı olan sermaye piyasası hukukunun küçük ortağın korunması prensibinden ortaya çıkmış bir yükümlülük olduğunu düşünmekteyiz.⁸⁵⁰

Diğer yandan zorunlu çağrı, sözleşme serbestisi ilkesine de önemli bir istisna getirmekte bir kişiyi başkasının hisselerini satın almak üzere sözleşme yapmaya zorlamaktadır.⁸⁵¹ Gerçekten bu da bu kurumun özel hukuk kapsamı içinde anlaşılmasını imkânsız kılmaktadır. Ancak Berle ve Means'ın çok uzun yıllar öncesinden işaret ettiği gibi, halka açık şirketlerin ortaya çıkması ve yönetim ile kontrolün ayrışması ile birlikte artık mülkiyet ilişkisi çok değişmiştir. Azınlıkta kalan hissedarlar, şirketin ortağı ve şirketin sermayesini temsil eden hisselerin malikidir ama bu öyle bir ortaklık ve mülkiyettir ki hissedarın fiilen ne yönetim ne de kontrol hakkı bulunmaktadır. Anonim şirketteki çoğunluk ilkesi gereği, sahip olduğu hisseye ilişkin yönetim ve kontrol hakları, çoğunluk içinde erimiş ve tamamen etkisiz hale gelmiştir. Sahip olduğu mülkiyet hakkı, mülkiyet hakkının temel işlevlerinden ayrılmıştır. Bu işlevler bir başkası, hem de kanunen azınlık hissedar lehine hareket etme borcu altında olmayan⁸⁵² kontrol sahibi tarafından kullanılmaktadır. Kontrol sahibi, kontrol hakkını yasal sınırlar içinde kalmak suretiyle rahatlıkla kendi lehine, kendi prestijini artırmak için kullanabilmektedir. Kontrol sahibi sahip olduğu kontrol gücü ve avantajını bir başkasına devrederken

⁸⁵⁰ Şükrü Yıldız, burada atıf yaptığımız eserinde, eşit işlem ilkesinin şirket ile pay sahipleri arasında ilişkide geçerli olduğu, bu ilke tahtında pay sahibinin diğer pay sahiplerine sorumluluğunun söz konusu olmayacağını, eşit işlem ilkesinin sübjektif hak vermeyeceğini, yani bu ilkeye dayanarak bir ifa davası açmasının mümkün olmadığına ilişkin ilkeleri sıraladıktan sonra, bir ayırım ve özel bir açıklama yapmaksızın zorunlu çağrı yükümlülüğüne ticaret hukukundaki eşit işlem ilkesinin bir uygulaması olarak yer vermiştir. Zorunlu çağrı yükümlülüğünün eşit işlem ilkesinin neticesi olarak gösterilmesi, hatalı olduğu gibi, eserin kendi içinde de çelişki meydana getirmiştir.

⁸⁵¹ Zorunlu çağrının sözleşme serbestisi ilkesi bakımından değerlendirilmesi için bkz. Kolcuoğlu, s. 16-18.

⁸⁵² Yukarıda belirtildiği gibi hissedarın kendi lehine hareket etme özgürlüğü kabul gören bir prensiptir. Hissedarın diğer hissederaya karşı sorumluluğu ancak istisnai durumlarda söz konusu olmaktadır.

işlemi klasik sözleşme serbestisi prensibi ile açıklamak ve kamunun işleme bu şekilde müdahale etmesini eleştirmek mümkün değildir.

Mülkiyet ve kontrolün gitgide birbirinden ayrıştığı, sermaye piyasası şirketlerinde çok fazla paya sahip olmadan da yönetime hakim olabilen ortak, klasik mülkiyet hakkının ötesinde, sahip olduğu mülkiyet hakkının çok üstünde haklar kullanarak başkalarının mülkiyetine ait varlıkları yönetme gücüne, azınlık ortakların denetiminden uzak olarak sahip olmaktadır. Bir de buna azınlıktaki küçük ortakların şirketi kontrol etmelerinin gitgide her bakımdan imkansız hale gelmesi eklendiğinde, sermaye piyasası işlemlerinin klasik haklar çerçevesinde değerlendirilmesi, şirket ile ilgili tüm işlemleri yakinen takip eden hakim ortak ile işi ve gücü tamamen farklı olan azınlık hissedar arasında eşit olmayan ve adaletsiz bir durum yaratabilecektir. Bu nedenle, vermiş olduğu kararlar yargı denetimine tabi olduğu sürece, toplumsal menfaat adına bir kamusal otoritenin, azınlık hissedarların yapamadığı kontrolü yapması, düşünemediklerini düşünmesi, hissedarlar (ve hatta ABD'nin bazı eyaletlerinde kabul edildiği gibi gitgide hissedarlar dışındaki menfaat gruplarının çıkarlarını da) dengeleyecek şekilde düzenlemeler yapması, müdahalelerde bulunması günümüzde başvurulabilecek en uygun çözümlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Dolayısıyla, zorunlu çağrıyla da kontrol ve denetim işlevini yerine getiremeyen kontrol dışı pay sahiplerinin çıkarını, onlar adına korumak amacıyla kanunun yapmış olduğu müdahale olarak görmekteyiz.

II. Zorunlu Çağrıya İlişkin SPK Düzenlemeleri

Çağrı ile ilgili düzenleme yapma yetkisi SPK'ya, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 1992 yılında eklenen 16/A maddesi ile verilmiştir. Halen 1992 yılında ilk kabul edilen haliyle yürürlükte olan Kanunun 16/A maddesi çağrı durumunda küçük tasarruf sahiplerini koruma amacıyla düzenleme yapma yetkisini SPK'ya verirken zorunlu çağrının düzenlenmesine ilişkin açık bir hüküm ihtiva etmemektedir. SPK, Kanunun 16/A maddesinin kendisine verdiği yetkiye dayanarak 9 Mart 1994 tarihinde yürürlüğe giren Seri:IV No.8 Tebliği ile vekaletle oy kullanımını, vekalet toplanmasını ve pay sahiplerine çağrıda⁸⁵³ bulunarak hisse senedi toplanmasını düzenlemiştir. Tebliğ ile birlikte, bir ortağa diğer hissedarların hisselerini satın alma yükümlülüğü Türk mevzuatına ilk kez getirilmiştir. Tebliğ'in 17. maddesinde oldukça ilginç ve anlaşılması güç bir zorunlu çağrı hükmüne yer verilmiştir. Bu hükme göre, yapılan isteğe bağlı çağrı neticesinde, "yönetimde kontrolü sağlayamamakla birlikte ortaklığın en az %35 oranında hisse senedini ele geçirenler", dışarıda kalan ve satılmak istenen diğer tüm hisseleri piyasa fiyatından satın almak zorundadır.⁸⁵⁴ Düzenlemenin mantığı ve özellikle zorunlu çağrının, kontrol hakimiyetinin elde edilmemesine bağlı olarak getirilmesinin sebebi tam anlaşılammaktadır. SPK, 16/A maddesinin yürürlüğe girmesinden dört seneden fazla bir zaman geçtikten sonra "küçük pay sahiplerinin korunması" prensibine daha uygun bir düzenlemeyi 19.12.1996 tarihinde Seri:IV No.8 Tebliği'nin 17. maddesinde yapılan değişiklikle getirmiştir. İngiltere'deki City Code düzenlemelerine benzer bir şekilde, halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve oy haklarının belirli yüzdelerinin elde edilmesi veya herhangi bir şekilde yönetim kontrolünün ele geçirilmesi durumunda zorunlu çağrı yükümlülüğü getirilmiştir. Burada değinilmesi gereken bir husus da zorunlu çağrının esas olarak Kanun'un 16/A maddesinin yürürlüğe girmesinden dört sene sonra düzenlenmiş olmasıdır. Bu durum Kanun hükümlerinin yanı sıra Kanun'un

⁸⁵³ "Çağrı" terimi bu anlamıyla ilk kez anılan Tebliğ ile Türk mevzuatına girmiştir.

⁸⁵⁴ Söz konusu yükümlülüğü doğuran hal; AB Direktifi'nde bir muafiyet hali olarak düzenlenmiştir.

uygulanmasında Sermaye Piyasası Kurulu üyelerinin etkisinin ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

SPK'nın oldukça önemli olan zorunlu çağrı düzenlemesinin yapılmasının üstünden yaklaşık üç yıl geçmesinden sonra 1999 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan bir değişiklikle ⁸⁵⁵ Kanun'un 22(i) maddesinde “zorunlu çağrı” konusunda düzenleme yapmanın SPK'nın yetkisinde olduğu açık olarak yazılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4487 sayılı Kanun ile değişik 22(i) maddesine göre “yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda vekalet toplayan ya da pay iktisap edenlerin diğer payları satın alma yükümlülüğüne ve azınlıktaki ortakların da kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeleri yapmak” SPK'nın yetki ve görevleri arasındadır. Ancak Kanun'un bu şekilde SPK'yı yetkilendirmiş olmasının ve özel hukuk kişilerine yükümlük getiren bir hukuki düzenlemenin kanun hükmünde kararname ile yapılması dahi Anayasa'ya aykırı görülürken ⁸⁵⁶ idari bir kuruluş tarafından yapılmasının ciddi hukuki sorunlar yarattığını söyleyebiliriz. Zorunlu çağrı düzenlemesi yapılması için SPK'ya yetki verilmesinin Anayasa'ya aykırılık sorununun yanı sıra, idari düzenleme ile tanımış bir hakkın ifası ile ilgili olarak ortaya çıkan problemler hakkın etkin bir şekilde kullanılmasına da mani olabilmektedir. Yazılı olmayan hukukun (equit law) çok daha fazla önem taşıdığı ABD ve İngiltere'de ⁸⁵⁷ dahi çağrı ve zorunlu çağrıya ilişkin düzenlemeler ayrıntılı olarak kanun içinde düzenlenmektedir. Bu kapsamda mevcut Anayasa hükümleri de göz önüne alınarak mutlaka kanun hükümleri ile düzenlenmesinin gerektiğini düşünmekteyiz. SPK, son olarak Eylül 2009'da Seri:IV No.8 Tebliği'nin çağrıya ilişkin maddesini yürürlükten kaldırarak çağrıyı, ayrı bir tebliğ ile düzenlemiştir.

Seri:IV No.44 Tebliği'nin ⁸⁵⁸ 6. maddesine göre, isteğe bağlı olarak yapılan kısmi çağrı, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına

⁸⁵⁵ Değişiklik 18.12.1999 tarihli RG'de yayınlanan 4487 sayılı Kanun ile gerçekleşmiştir.

⁸⁵⁶ Bkz. Anılan Anayasa Mahkemesi kararları.

⁸⁵⁷ İngiltere'de zorunlu çağrı ve yönetim kontrol değişikliğine ilişkin mevzuatın kanunla düzenlenmesi AB Direktifine uyum amacıyla 2006 yılında Şirketler Kanunu'nda (2006 Companies Act) yapılan değişikliklerle gerçekleşmiştir.

⁸⁵⁸ SPK Seri:IV No.44 Tebliği 02.09.2009 tarih ve 27337 No'lu RG'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları da satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadırlar. Tebliğin 5. maddesinde, yönetim kontrolünün tanımı yapılmıştır. Anılan madde hükmüne göre “*bir ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının %50 ve daha fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması yönetim kontrolünün elde edilmesidir. Bunun dışında, söz konusu orana bağlı olmaksızın, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların elde edilmesi de yönetim kontrolünün elde edilmesi anlamına gelir.*” Söz konusu değişiklik ile çağrı zorunluluğunu doğuran hallerde önceki düzenlemeye göre önemli bir değişikliğe gidilmiştir. Seri:IV No.44 Tebliği öncesinde yürürlükte olan Seri:IV No.8 Tebliği’nin 17. maddesine göre “*Çağrı yoluyla hisse senedi toplanması, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın sermayesinin ve oy haklarının %25’ine veya daha fazlasına ya da bu orana bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü sağlayan paylarına sahip olanlar, diğer ortaklara ait hisse senetlerini de satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadır. Tek başına veya birlikte hareket ettiği kişilerle beraber bir ortaklığın sermayesine ve oy haklarına %25 ile %50 arasında bir oranda sahip olanlar da, herhangi bir on iki aylık süre içerisinde bu oranı, %10 ya da daha fazla arttırlırsa, diğer ortaklara ait hisse senetlerini satın almak üzere çağrıda bulunmakla yükümlüdürler.*” Böylece Seri:IV No.44 Tebliği, çağrı yükümlülüğünün doğması için daha önce aranan %25 eşliğini %50’ye çıkarmıştır. Diğer bir değişiklik ise, önceki düzenlemedeki %25 ile %50 arasında bir oranda sahip olanların, herhangi bir on iki aylık süre içerisinde bu oranı, %10 ya da daha fazla arttırılması durumunda çağrı yükümlülüğü doğuran hükmün kaldırılması olmuştur. Önceki düzenlemedeki %25 oranı, halka açıklık oranı yüksek, dolayısıyla %25 oy hakkı ile kontrolün sağlanmasının olası olduğu ülkelerde anlamlı olabilecek bir orandır.⁸⁵⁹, Türkiye’de ise şirketlerin halka açıklık oranlarının düşüklüğü nedeniyle %25 oy hakkına sahip olunması yönetim

⁸⁵⁹ Halka açıklık oranları çok daha yüksek olan İngiltere’de çağrı zorunluluğu, oy haklarının %30’unun elde edilmesi neticesinde doğarken Türkiye’de bu oran, İngiltere’deki oranın da altında belirlenmiştir.

kontrolüne sahip olunması bakımından bir anlam ifade etmiyor, sadece yönetim kontrolünde bir değişiklik olmasına karşın çok sayıda şirkette çağrı yükümlülüğünün doğmasına sebep olmaktaydı. Eylül 2009 öncesi yürürlükte olan zorunlu çağrıya ilişkin önceki düzenlemede çağrıya ilişkin muafiyet hallerinden biri “Ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabına rağmen, ortaklığın sermaye dağılımı gereğince, yönetim hakimiyetinde hiçbir değişiklik olmaması⁸⁶⁰ olduğundan, söz konusu yükümlülüklerle ilişkin olarak muafiyet alınabilmekteydi.⁸⁶¹

Bir hisse ile ilgili olarak çağrı yapılacağı haberi, hisse fiyatı üzerinde etkili olan bir bilgidir. Oy haklarının % 25’ine sahip olunmasının kontrol değişikliği anlamına gelmediğinin kesin olmasına karşın çağrı yükümlülüğünün doğması ve bunun kamuya duyurulması, hisseler üzerinde sebepsiz yere bir hareketlenme yaşanmasına sebep olabilecek niteliktedir. Dolayısıyla bu hükmün değiştirilerek çağrı yükümlülüğünün ortaya çıkması için oy haklarının %50 ve fazlasının aranmaya başlanması kanımızca bu bakımdan isabetli olmuştur.

⁸⁶⁰ SPK’nın yürürlükten kalkan Seri:IV No.8 Tebliği md. 17 f. 3.3.

⁸⁶¹ Bu sebeple SPK Seri:IV No.44 Tebliği’nin yürürlüğe girdiği Eylül 2009 öncesi dönemdeki SPK kararları incelendiğinde çağrıya ilişkin, çok sayıda “yönetim hakimiyetinde değişiklik olmaması nedeniyle” verilmiş muafiyet kararları görülmektedir. Mesela SPK 2009/37 HB’de yayımlanan TSKB Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı: “Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.’nin, TSKB Yatırım Ortaklığı A.Ş. (TSKB YO) ve Yatırım Finansman Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin, TSKB YO nezdinde birleşmesi işlemi sonucunda TSKB YO’nun sermayesinin %6,95’ine, oy haklarının ise %29’una sahip olmasına rağmen TSKB YO’nun yönetim hakimiyetinde değişiklik olmaması nedeniyle çağrıda bulunma zorunluluğundan muafiyet tanınmasına ...”; SPK 2009/23 HB’de yayımlanan Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı “İsmail Tarman’ın, Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.’deki pay oranının %25’i aşmasına rağmen Şirket’in yönetim hakimiyetinde değişiklik olmaması sebebiyle, diğer ortaklarına çağrıda bulunma zorunluluğundan muafiyet tanınması yönündeki talebinin kabul edilmesine...”

III. Zorunlu Çağrıda Taraflar

A. Hedef Şirket

SPKn. 16/A ve 22/i maddelerindeki çağrıya ilişkin hükümler halka açık anonim ortaklıklara yönelik olarak getirilmiştir. Söz konusu Kanun hükümlerinin verdiği yetki çerçevesinde SPK tarafından yayınlanan Seri:IV No.44 Tebliği hükümleri de halka açık anonim ortaklıklara uygulanmaktadır.⁸⁶²

Burada bir şirketin hangi andan itibaren halka açık sayılmasının gerektiği hususuna kısaca değinmekte yarar görüyoruz. Bazı durumlarda şirketin hangi anda halka açık hale geldiği hususunda bir tereddüt olmaz. Mesela, şirket sermaye artırımını yoluyla çıkaracağı hisse senetlerini SPK kaydına aldırarak Seri:I No.40 Tebliği hükümlerine göre halka arz ettiğinde, eğer şirket kayıtlı sermaye sisteminde ise halka satışın başladığı gün; eğer esas sermaye sisteminde ise artırılan sermayenin ticaret siciline tescili itibariyle halka açık hale gelmiş olur. Ancak bazı durumlarda bu konuda tereddüt ortaya çıkabilir. Bu kapsamda zorunlu çağrı hükümlerinin uygulanması için yönetim kontrol değişikliğine konu hedef şirketin, mutlaka Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan tanım kapsamına giren bir halka açık anonim ortaklık olması gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka açık anonim ortaklıklar (1) Hisse senetleri halka arz edilmiş anonim şirketler, (2) Hisse senetleri borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim şirketler ve (3) ortak sayısı 250'yi aşan anonim şirketler olduğu ortaya çıkmaktadır.

⁸⁶² SPK'nın önceki düzenlemesi olan Seri:IV No.8 Tebliği'nin 2. maddesinde ise zorunlu çağrıya muhatap olacak ortaklıklar, (1) halka açık anonim ortaklıklar ve (2) hisse senetleri borsada işlem gören bankalar olarak belirlenmişti. Halka açık anonim şirketlerin yanı sıra ayrıca hisse senetleri borsada işlem gören bankaların sayılmış olması, hisseleri borsada işlem görmemekle birlikte, hisse senetleri halka arz edilmiş olan bankaların kapsam dahilinde olup olmadığı hususunda tereddüt yaratacak nitelikteydi. Hisse senetleri halka arz edilmiş, ancak borsada işlem görmeyen bankaların diğer ortaklıklardan farklı olarak Tebliğ kapsamına alınmamasının bir dayanağı bulunmamaktaydı. Zaten Tebliğ'de de bunun amaçlanmadığı, Kanun'un 50a. maddesindeki bankalar için getirilmiş hükmün vurgulanmak istendiği anlaşılmaktadır. (Bu konudaki görüş ve tartışmalar için bkz. Kolcuoğlu s. 44-46).

SPK, Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabi halka açık anonim ortaklıkların kaydını tutar. Anonim ortaklıklar sermaye piyasası araçlarının herhangi bir şekilde halka satıldığını veya halka açık anonim ortaklık statüsünün kazanıldığını öğrendikleri tarihten itibaren otuz gün içinde Kurula bildirmek zorundadırlar. Ortaklık denetçileri, bu durumu öğrendikleri tarihte, şirketin yönetim kuruluna ve SPK'ya bildirmekle yükümlüdürler.⁸⁶³ Burada SPK'nın bir şirketi Kurul kaydına almasının, şirketin halka açık hale gelmesi bakımından kurucu bir işlem olarak kabul edilip edilmemesi tartışılması gereken bir husustur. Yani bir şirket Kanunda halka açık anonim ortaklıklar için aranan şartları taşıyor, ancak SPK tarafından henüz tespit edilmediğinden kayda alınmamışsa, bu şirket halka açık anonim ortaklıklara özgü kurallara, bu arada zorunlu çağrıya ilişkin düzenlemeye tabi olacak mıdır? Kanaatimize, bir şirket, Kanunda “halka açık anonim ortaklık” için aranan şartları taşıyorsa SPK tarafından kayda alınmasından önceki dönemde de Kanun hükümlerine tabi olması gerekir. Dolayısıyla SPK tarafından henüz kayda alınmamış ancak Kanundaki halka açık anonim ortaklık tanımına giren bir şirketin Kurul kaydına alınmasından önceki işlemleri de Kanun hükümlerine tabi olmalı, bu şirketin hissedarlarının Kanun ve SPK düzenlemelerinde halka açık ortaklık hissedarlarına tanınan haklara sahip olması gerekir. Bu kapsamda, Kanun'daki “halka açık anonim ortaklık” tanımına giren bir şirkette SPK kaydına alınmadan önce meydana gelen yönetim kontrol değişiklikleri de Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine tabi olması ve anılan Tebliğ'deki şartların oluşması halinde “zorunlu çağrı” yükümlülüğünün de doğması gerekir diye düşünmekteyiz.

Türkiye'de daha önce halk açık olsa bile, yönetim kontrolünün ele geçirildiği sırada halka açık olmayan anonim ortaklıklar zorunlu çağrı düzenlemelerine tabi değildirler. Bu şirketlerin hisselerinin daha önce borsada işlem görmüş olup olmamasının da bir önemi yoktur. İngiltere'de bir şirket, yönetim kontrolünün ele geçirilmesine neden olan edinimin meydana gelmesinden önceki on yıl içinde hisseleri borsada işlem görmüşse yönetim kontrol değişikliği sırasında halka açık bir şirket olmasa bile çağrıya ilişkin düzenlemelere tabi olmaktadır.⁸⁶⁴ Kanunda

⁸⁶³ SPKn. md. 11/1.

⁸⁶⁴ The City Code on Take Overs and Mergers Sec. F 9.1.

yer alan halka açık anonim ortaklık vasıflarını taşımakla birlikte, SPK kaydından çıkarılan şirketlerin durumu aşağıda ayrı bir başlık altında ele alınacaktır.

Hedef şirket anonim ortaklık olmak zorunda olduğundan, anonim ortaklık niteliğinde olmayan yatırım fonlarının çağrıya muhatap olması söz konusu olmaz. Buna karşın yatırım ortaklıkları anonim ortaklık niteliğinde olduğundan çağrıya muhatap olurlar.⁸⁶⁵

B. Çağrı Yükümlüleri

1. Genel Olarak

Seri:IV No.44 Tebliği'nin 6. Maddesi hükmüne göre, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları da satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadırlar. Tebliğde yönetim kontrolüne ilişkin bir tanıma da yer verilmiştir. Tebliğin 5. maddesi hükmüne göre aşağıdaki durumlarda, yönetim kontrolü elde edilmiş kabul edilmekte ve çağrı yükümlüğü doğmuş olmaktadır.

(a) Halka açık anonim ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının %50 ve daha fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması veya

(b) Bunun dışında, (a)'da belirtilen orana bağlı olmaksızın, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların elde edilmesi de yönetim kontrolünün elde edilmesi veya

⁸⁶⁵ İngiltere'de de yatırım fonları (open-ended investment companies) çağrıya muhatap değildir. (The City Code on Take Overs and Mergers Rule 9.1) Avrupa Birliği'nin 2004/25/EC Direktifi'ne göre de direktif hükümleri yatırım fonları (open-ended investment companies) için uygulanmaz.

(c) Halka açık anonim ortaklığın yönetim kontrolüne sahip hakim tüzel kişiliğin yönetim kontrolünün yukarıda (a) veya (b) tanımlandığı şekilde elde edilmesi.

Bu durumda, bir halka açık anonim ortaklık sermayesinin (a) %50 ve daha fazlasını temsil eden hisseleri veya (b) belirtilen orana bakılmaksızın üye sayısını salt çoğunluğunu belirleme imtiyazı taşıyan hisseleri ya da (c) bir halka açık anonim ortaklığın yukarıda (a) veya (b)'deki tanıma uygun olarak yönetim hâkimiyetine sahip bir tüzel kişiliğinin yönetim hâkimiyetini yine (a) veya (b)'deki tanıma uygun olarak tek başına veya birlikte hareket ettiği kişilerle beraber elde edenler çağrıda bulunma yükümlülüğü altında olan kişilerdir.

Çağrı yükümlülerinin gerçek veya tüzel kişi olmaları, yabancı veya Türk vatandaşı olmaları, yurt dışında veya yurt içinde yerleşik olmaları ⁸⁶⁶ çağrıda bulunma zorunluluğu bakımından bir fark yaratmaz. Aynı şekilde tüzel kişi çağrı yükümlüsü ticaret şirketi olabileceği gibi dernek, vakıf veya kooperatif de olabilir. ⁸⁶⁷ Buna karşın Bankacılık Kanunu 71. madde hükmüne göre, halka açık bir bankanın ortaklık haklarının Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) TMSF için çağrı yükümlülüğü doğmaz. Önemli olan bir gerçek veya tüzel kişinin tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişiler ile birlikte doğrudan veya dolaylı olarak hâkimiyetini pay iktisabı yoluyla elde etmesidir.

⁸⁶⁶ Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar md. 2/b ve c uyarınca Türkiye'de yerleşik kişiler, yurtdışında işçi, serbest meslek ve müstakil iş sahipleri dahil Türkiye'de ikametgah sahibi gerçek ve tüzel kişiler ile yerleşmek niyetiyle bir takvim yılı içinde Türkiye'de devamlı olarak 6 aydan fazla oturanlardır. Dışarıda yerleşik kişiler ise, Türkiye'de yerleşik sayılmayan gerçek ve tüzel kişilerdir.

⁸⁶⁷ SPK 2011/12 HB'de yayınlanan Fenerbahçe Spor Kulübü - Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı "*Fenerbahçe Spor Kulübü'nün, profesyonel futbol takımının ve futbol şubesine ilişkin varlıklarının tespit edilecek değer üzerinden Fenerbahçe Sportif Hizmetler Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye (Şirket) satışı ve/veya sermaye artışı ile devredilmesi ve Şirket esas sözleşmesinin tadili öncesinde Şirket'in halka açık %15'lik sermayesini temsil eden payların gönüllü çağrı yoluyla satın alınması talebi, çağrı fiyatının çağrı başvurusuna ilişkin özel durum açıklamasının yapıldığı 11.01.2011 tarihinden önceki 3 aylık ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması ile 6 aylık ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasının yüksek olanından aşağı olmamak üzere belirlenmesi suretiyle olumlu karşılanmıştır.*" Söz konusu kararda her ne kadar "isteğe bağlı çağrı" denilse de burada aslında aktif satışının ön şartı olarak, SPK tarafından ortaklara çıkma hakkı tanınması amacıyla getirilmiş bir çağrı söz konusudur. SPK bu tür çıkma haklarını zorunlu çağrı hükümlerini kıyasen uygulamaktadır. Bu bakımdan bu karardan, yönetim hakimiyetini elde etmesi halinde bir spor kulübü veya derneğin de çağrı yükümlüsü olabileceğini çıkarmak mümkün görünmektedir.

Tebliğe göre çağrı zorunluluğu, yönetim hâkimiyetinin pay iktisabı suretiyle elde edilmesi halinde doğduğundan, vekâlet toplama, oy sözleşmeleri suretiyle yönetim hâkimiyetinin elde edilmesi halinde bu şekilde yönetim hâkimiyetini elde eden çağrı yükümlüsü olmayacaktır.

Bir kişinin pay edinimlerini kendi adına değil vekaleten başkası adına gerçekleştirmesi halinde tüm hak ve yükümlülüklerin vekalet verene ait olması nedeniyle normal olarak çağrı yükümlülüğünün de vekalet veren üzerinde doğması gerekir. Ancak İngiltere’de bazı istisnai durumlarda çağrı yükümlülüğünün vekile ait olduğu kabul edilmektedir. Portföy yöneticilerinin (“discretionary portfolio management”) yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyen kişiler ile birlikte hareket ederek müşterileri adına hedef şirketin hisselerini satın alması durumunda, müşterilerin sahip oldukları hisseler çağrı yükümlülüğünün doğup doğmadığının hesabında dikkate alınmakla birlikte, çağrı yükümlülüğü müşterilere değil vekil durumundaki müşterileri nam ve hesabına işlem yapan portföy yönetim şirketlerine getirilmektedir.

Zorunlu çağrının mutlaka çağrı yükümlülüğünde olan kişilerden biri tarafından mı yerine getirilmesi gerekir? Çağrı yükümlülükleri dışında bir başka kişinin bu yükümlülüğü yerine getirmesi mümkün müdür? SPK bir kararında çağrı yükümlüsü olanların yönetimine hakim olduğu bir şirketin, yükümlüler adına çağrıda bulunmasını kabul etmiştir.⁸⁶⁸

2. Birlikte Hareket Etme (Acting in Concert)

⁸⁶⁸ Bkz. SPK 2003/30 HB’de yayınlanan Çimentoaş İzmir Çimento Fabrikası Türk A.Ş. Çimbeton Hazır beton ve Prefabrik Yapı Elemanları Sanayi ve Ticaret A.Ş. Kararı: “Çimentoaş İzmir Çimento Fabrikası Türk A.Ş.’nin (Çimentoaş), Çimbeton Hazır beton ve Prefabrik Yapı Elemanları Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Çimbeton) hisse senedi sahiplerine Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. (Garanti Yatırım) aracılığıyla çağrıda bulunmasına izin verilmesini talebiyle ilgili olarak; A) Cementir Holding S.A.’ya ait çağrı yükümlülüğünün, çağrı yükümlülüğünün doğuracağı mali külfeti karşılayabilecek durumda olan Çimentoaş tarafından yerine getirilmesine; Çimentoaş’ın halka açık bir şirket olması nedeniyle, kendilerine ait olmayan çağrı yükümlülüğünü yerine getirmesinin ekonomik bakımdan açıklanabilir olması gerektiğinden, ortakların bu değerlendirmeyi yapabilmeleri ve gerekirse iptal davası açma haklarını kullanabilmeleri için konunun genel kurul onayına sunulması şartıyla izin verilmesine ...” İngiltere’de hakim şirket ile bağlı şirketin birlikte hareket ettiği karine olarak kabul edilmektedir.

Bir şirketin yönetim kontrolü tek kişi tarafından elde edilebileceği gibi birlikte hareket birden fazla kişi tarafından da elde edilebilir. Şirketin yönetim kontrolünün değişmesi sonucunda değişen yönetimin kontrolünün tek bir kişiye mi ya da birden çok kişiye mi ait olacağı, pay sahipleri ve pay sahiplerini korumaya yönelik zorunlu çağrıya ilişkin düzenlemeler bakımından bir önem teşkil etmez. Önemli olan, yönetim kontrolünün el değiştirmesinde tüm ortaklara kontrolün değişmesinde geçerli olan fiyata eşit fiyattan çıkma hakkı tanınmasıdır. Dolayısıyla birden fazla kişinin birlikte bir şirket yönetimini devralması durumunda da hissedarların ortaklıktan çıkma hakkına sahip olmaları gerekir. Diğer taraftan bir kişi, bir şirketin yönetim kontrolünü aslında tek başına ele geçiriyor olsa da zorunlu çağrı yükümlülüğünün doğmaması amacıyla çağrı zorunluluğunu doğuracak oranın üstünde miktarda hisseyi kendi adına almaz, bu hisseleri kendi ve kendi adına hareket edecek kişiler arasında paylaşabilir. İşte bu durumlarda çağrı zorunluluğunun doğup doğmayacağı birlikte hareket etmeye ilişkin düzenlemelere bağlıdır. Birlikte hareket etmenin hiç düzenlenmemiş olması halinde, yönetim kontrolüne sahip olunmasına yol açacak hisselerin birden fazla kişi arasında bölüşülmesi ve bu suretle yönetim kontrolünün ele geçirilmesine karşın çağrı yükümlülüğünden kaçınılabilmesi mümkün olacaktır. Örneğin bir kişi zorunlu çağrının ortaya çıkmaması için sermaye veya oy haklarının %40'ını elde etmekle yetinir. Kalan %10'luk kısmı ise bir başka kimse satın alır. Bu iki kişi şirket genel kurulunda aynı yönde oy kullanarak yönetim hâkimiyetini ele geçirir, ama hiç biri tek başına %50'nin üzerinde hisseye sahip olmadığından çağrı zorunluluğu doğmaz. Yine bir kişi şirketin %50'sinden fazlasına sahip olmak istemektedir; ama zorunlu çağrı doğamaması için, sermayenin %60'ına sahip olan hakim ortaktan hisselerinin tamamını değil sermayenin %40'ına karşılık gelen kısmını satın almakla yetinir. Hisselerini satın aldığı ortak %20'lik hisseyi muhafaza etmeye devam eder ama devri sonrasında oy haklarını hisselerini devrettiği kişi lehine kullanır. Böylece fiilen hâkimiyet el değiştirir ama zorunlu çağrı doğmaz. Dolayısıyla, birlikte hareket kurumunun düzenlenmemiş olması durumunda zorunlu çağrı düzenlenmesinin uygulanması sektöre uğrar, kaçınılması kolay bir yükümlülük haline gelir. Öte yandan iyi bir

şekilde düzenlenmemiş birlikte hareket etme, zorunlu çağrının doğup doğmayacağı ya da kimler için doğacağı konusunda belirsizliklerin ortaya çıkmasına sebep olur. Örneğin bir kişi veya bir grup bir şirketin %30'una sahipken kontrolü ele geçirmesine yol açacak %20 hisseyi kendisi alamaz, ama bir başka kişiye finansman sağlayarak bu kişinin almasına yardım eder, daha sonra da bu kişi ile oy sözleşmesi akdederek yönetim kurulunu belirleme gücünü tek başına veya %20'lik payı satın alan kişiyle birlikte elde ederse, bu kişiler birlikte hareket eden kişiler olarak kabul edilip çağrı yükümlülüğü getirilecek midir? Öte yandan bir banka, bir kişiye bir şirketin yönetim hakimiyetini ele geçirmek amacıyla kredi verdiğinde birlikte hareket ettikleri kabul edilecek ve banka da çağrı yükümlüsü olacak mıdır? Yine mevcut hissedarların genel kurulda bir araya gelerek mevcut yönetim kurulunu görevden alma yerine başka bir yönetim kurulunu belirleme konusunda ittifak yapmaları halinde, bu kişilerin birlikte hareket ettikleri kabul edilecek ve yönetim kurulunun değişmiş olması nedeniyle çağrıda bulunma yükümlülüğü doğacak mıdır? Tüm bu sorular ve daha sorulabilecek birçok sorunun yanıtı “birlikte hareket” etme düzenlemesinin yanıt vermesi gereken hususlardır. Bu nedenle birlikte hareket etme müessesesinin zorunlu çağrı düzenlemesinde önemli bir rolü mevcut bulunmaktadır:

İlk olarak, çağrı zorunluluğu doğuran olayların tespitinde birlikte hareket eden kişiler, tek bir kişiymiş gibi dikkate alınmakta ve her birinin sahip olduğu hisseler toplanmakta bu sayede tek tek hesaba katıldığında doğmayan çağrı yükümlülüğü birlikte hareket edenler dikkate alındığında doğmaktadır. Örneğin çağrı zorunluluğu doğuran % 50'lik paya sahip olunup olunmadığının tespitinde birlikte hareket ettiği kabul edilen kişilerden her birinin sahip olduğu paylar toplanmaktadır.⁸⁶⁹ Birlikte hareket ettiğine karar verilen kişilerden birincisi % 25, ikincisi % 20 ve üçüncüsü % 6 paya sahip ise bunların hisselerinin toplamı % 50'den fazla olduğundan çağrı yükümlülüğü doğacaktır. Birlikte hareket etme dikkate alınmasa, bu kişilerden hiç biri zorunlu çağrının doğmasına sebep olacak oranda paya sahip olmadığından çağrı yükümlülüğü doğmayacaktır.

⁸⁶⁹ SPK'nın birlikte harekette hisselerin toplanmasına ilişkin vermiş kararlara örnek olarak bkz. SPK, 2003/63 HB'de yayınlanan Egeli Grubu, Egeli&Co. Funds SA, Credit Agricole Indosuez Suisse, Ayhan Soysal - Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı; SPK, 2001/15 HB'de yayınlanan Mehmet Zeki Hacıkulaoğlu, Suzan Hacıkulaoğlu, Samim Sırrı Yücel, Hayri Özen, Mustafa Semerci - Devrektaş Devrek Orman Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı.

Birlikte hareket etmenin ikinci ve çok önemli başka işlevi de çağrı yükümlülerinin kimler olduğunu belirlemektir. Çağrıda bulunma zorunluluğu doğuran işlemlerin birden fazla kişi tarafından birlikte hareket etmek suretiyle yerine getirilmesi durumunda çağrıda bulunma yükümlülüğü birlikte hareket edenlerden her biri için doğmaktadır.⁸⁷⁰ SPK, birlikte hareket eden kişiler arasında çağrı önceliği bakımından bir ayırım yapmamaktadır. İngiltere’de ise çağrı yükümlülüğü normal olarak, çağrıyı doğuran pay alımını yapan kişi için getirilmektedir. Fakat bu kişi birlikte hareket eden kişilerden oluşan bir grubun üyesi, fakat bu grup içinde hakimiyet sahibi değilse, çağrı yükümlülüğü grup içinde hakimiyet sahibi olan veya olanlara getirilmektedir.⁸⁷¹ Ancak bazı istisnai durumlarda ise grubun diğer üyeleri de çağrı yükümlüsü olarak belirlenebilmektedir. İngiltere’de çağrı yükümlüsü olmak için mutlaka hisse edinilmiş olunması gerekmemektedir. Bazı durumlarda, hedef şirketin herhangi bir payına sahip olmayan bir kişi de çağrı yükümlüsü olabilmektedir. Örneğin, kendisi hisse edinmese de hedef şirketin kontrolünün ele geçirilmesi amacıyla alıcıyı finanse eden kişi, birlikte hareket ettiğinin kabulü durumunda bir adet hedef şirket hissesi edinmemiş olsa bile çağrı yükümlüsü olabilmektedir.

Üçüncü olarak birlikte hareket etme, çağrı yükümlülerinin kimler olacağını belirlediği gibi aynı zamanda çağrıya ilişkin mevzuata uymakla yükümlü olan kimseleri de belirlemiş olmaktadır. Örneğin birlikte hareket edenlere ilişkin bir hisse alım yasağı veya başka bir yasak getirilmişse birlikte hareket ettiği kabul edilen kişiler bu yasaklara tabi olmaktadır. Birlikte hareket ettiği belirlenen kişiler, kendilerine düşen yükümlülükleri yerine getirmediği takdirde,

⁸⁷⁰ SPK 2005/42 HB’de yayınlanan Alfa Telecom Turkey Limited, Çukurova Grubu - Turkcell Holding A.Ş. kararında birlikte hareket eden tarafların tümünü çağrı yükümlüsü olarak kabul etmiş ve taraflardan her biri için muafiyet tanımıştır; SPK 2006/01 HB’de yayınlanan Koç Holding A.Ş., Migros Türk T.A.Ş. - Tansaş Perakende Mağazacılık Ticaret A.Ş. kararı; SPK 2001/22 HB’de yayınlanan Recep Gençler, Gençler Holding A.Ş. - Ege Gübre Sanayi A.Ş. kararı; SPK 2001/01 HB’de yayınlanan Penyelüks Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş., Park Marina İşletmeciliği Turizm Denizcilik Ticaret A.Ş., Park Savunma Sanayi Otomotiv Tekstil Gıda Ziraat Tıbbi ve Kimyevi Maddeler ve Ekipmanları Ticaret A.Ş., Turgay Ciner, Erhan Aygün - Sabah Yayıncılık A.Ş. kararı.

⁸⁷¹ City Code Kural 9.2.

kendilerine karşı dava açılabilir, SPK tarafından idari para cezası verilebilir.⁸⁷²

Son olarak birlikte hareket etme, çağrı fiyatının belirlenmesinde de etkili olmaktadır. SPK Seri IV No 44 Tebliği'nin 8 maddesine göre çağrı fiyatı, çağrıyı doğuran pay alımları dahil olmak üzere, çağrı yükümlülüğünün doğduğu tarihten önceki altı ay içinde, ortaklığın aynı grup paylarına ödedikleri en yüksek fiyatın altında olamaz. Çağrı fiyatının belirlenmesinde yalnız çağrı yapanın değil aynı zamanda birlikte hareket eden diğer kişilerin bu süre zarfındaki yaptıkları hisse alım fiyatına bakılması gerekmektedir. Bu dönemde birlikte hareket edenlerden birinin diğerlerine göre yüksek bir fiyatla alım yaptığının ortaya çıkması halinde çağrı fiyatının söz konusu yüksek fiyat olarak belirlenmesi gerekecektir. Örneğin A kişisi çağrıya ilişkin açıklama yapılmadan önce hedef şirketin 1.000.000 adet hissesini hisse başına en fazla 25 TL ödeyerek satın almış ve çağrı yükümlülüğü doğmuş olsun. Bu durumda normal olarak çağrı yükümlülüğünün 25 TL'den yerine getirilmesi gerekecektir. Ancak A ile birlikte hareket eden kişinin aynı dönemde 1000 adet hisse satın aldığı ve en yüksek bedel olarak hisse başına 35 TL ödediği ortaya çıkarsa zorunlu çağrı 25 TL'den değil 35 TL'den yapılacaktır. Yine Tebliğin 9. maddesine göre zorunlu çağrı fiyatının kamuya açıklanmasından sonra ancak fiili çağrı süresi sona ermeden önce, çağrıda bulunan veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından çağrı fiyatından daha yüksek bir fiyattan satın alınması halinde çağrı fiyatı, satın alınan paylar için ödenen en yüksek fiyattan aşağı olmayacak şekilde yeniden belirlenmesi gerekmektedir.⁸⁷³ Dolayısıyla birlikte hareket ettiği kabul edilen kişilerden herhangi birinin bu dönemde çağrı fiyatına göre daha yüksek bir fiyatla yaptığı bir hisse alımı, çağrı fiyatının söz konusu yüksek fiyatla çekilmesine sebep olur.

⁸⁷² Birden fazla kişi için getirilmiş çağrı yükümlülüğünün yerine getirilmemesi halinde SPK tarafından birlikte hareket eden taraflardan her birine ayrı ayrı bir idari para cezası verilmektedir: Mesela, SPK 2007/50 HB'de yayınlanan karar: "*Çukurova Holding A.Ş., Alfa Telecom Turkey Ltd., Cukurova Telecom Holdings Ltd., Intercon Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri A.Ş. ve Cukurova Telecom International Ltd.'nin, Turkcell Holding A.Ş. ve Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. payları için çağrıda bulunulması hakkındaki Kurulumuzun 16.02.2007 tarih ve 6/145 sayılı kararının yerine getirilmemesine ilişkin olarak; 16.02.2007 tarih ve 6/145 sayılı Kurul kararının gereğinin bugüne kadar yerine getirmemiş olmalarından dolayı Alfa Telecom Turkey Ltd., Cukurova Telecom Holdings Ltd., Intercon Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri A.Ş. ile Cukurova Telecom International Ltd. hakkında ayrı ayrı olmak üzere her biri hakkında 59.182 YTL idari para cezasının uygulanmasına*"

⁸⁷³ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md.9.

Dolayısıyla, yukarıdaki açıklamaların da gösterdiği gibi, birlikte hareket etme konusu zorunlu çağrının en kritik konularından biridir.

SPK'nın zorunlu çağrıya ilişkin bundan önceki düzenlemesi olan SPK Seri:IV No. 8 Tebliği'nde zorunlu çağrıda birlikte hareket etmeye, yer verilmiş⁸⁷⁴ ancak buna karşın birlikte hareket etmenin bir tanımı yapılmamıştı. Bu yüzden söz konusu dönemde birlikte hareket etmenin hangi anlama geldiği ve SPK tarafından nasıl yorumlandığı ancak SPK'nın uygulamada aldığı kararlardan saptanabilmekteydi. Açık bir tanımın olmayıp, bu konudaki SPK görüşünün ancak bir işlem neticesinde ortaya çıkması oldukça riskli ve hukuk güvenliğini zayıflatan bir ortam yaratmaktaydı. SPK, Ülker Grubu şirketleri, Highland & Universal Securities Ltd., Highland & Universal Investments Ltd. - Tire Kutsan kararında, her biri çağrı zorunluluğu doğuracak pay oranından daha az hisseye sahip olmalarına karşın, genel kurul toplantısında yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aynı yönde oy kullanmalarının birlikte hareket etme teşkil ettiğine ve zorunlu çağrı yükümlülüğünün doğduğuna karar vermiştir.⁸⁷⁵ Oysa o tarihte geçerli Seri:IV No. 8 Tebliği'nde genel kurulda bu şekilde aynı yönde oy kullanılmasının "birlikte hareket etme" olarak nitelendirileceğine dair açık hiçbir hüküm bulunmadığı gibi, aksine ortakların sahip oldukları oy haklarını belirli yönde kullanmalarına dair yaptıkları anlaşmalarının Tebliğ hükümlerine tabi olmadığı hükmü mevcut bulunmaktaydı.⁸⁷⁶ Dolayısıyla, birlikte hareket etme tanımının yapılmamış olması hangi işlemin SPK tarafından birlikte hareket etme olarak nitelendirileceği ve çağrı yükümlülüğü getirileceği hususunda belirsizlik yaratmaktaydı.

Eylül 2009'da yürürlüğe giren Seri:IV No.44 Tebliği'nde ise birlikte hareket etmeye ilişkin bir tanıma yer verilmiştir. Söz konusu tanıma göre, "*birlikte hareket eden kişiler, bir ortaklığın sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde*

⁸⁷⁴ SPK Seri:IV No.44 md. 17/1 "Çağrı yoluyla hisse senedi toplanması, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın sermayesinin ve oy haklarının %25'ine veya daha fazlasına ya da bu orana bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü sağlayan paylarına sahip olanlar, diğer ortaklara ait hisse senetlerini de satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadır."

⁸⁷⁵ SPK 2000/11 HB'de yayınlanan Ülker Grubu şirketleri, Highland & Universal Securities Ltd., Highland & Universal Investments Ltd. kararı; SPK 2002/48 HB'de yayınlanan A. Cemal Dereli, C. Cemal Dereli, Sabri Dereli, Siyami Karakurluk - Yorüs Yenice Orman Ürünleri Sanayi A.Ş. kararı.

⁸⁷⁶ SPK Seri:IV No.8 Tebliği md. 11/B.

değişiklik oluşturmak amacıyla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ya da tüzel kişileri" ifade etmektedir.⁸⁷⁷ İngiliz City Code'da birlikte hareket etme (acting in concert) yazılı olan veya olmayan bir anlaşma uyarınca, bir ortaklığın kontrolünü ele geçirmek veya sağlamlaştırmak ya da bir şirketin başarılı bir şekilde kontrolünün ele geçirilmesine engel olma amacıyla iş birliği içinde hareket eden kişiler olarak tanımlanmıştır.⁸⁷⁸ Bu tanım Avrupa Birliği Direktifi md. 2(1) (d) deki tanıma karşılık gelmektedir.⁸⁷⁹ Söz konusu tanımlar, esas olarak birçok açıdan birbirine benzemektedir. Her iki tanıma göre de birlikte hareket için, yazılı veya sözlü anlaşmaya dayanarak işbirliği içinde hareket etmek gerekli görülmektedir. SPK düzenlemesinde, anlaşmanın "açık ya da zımni" olabileceği hususuna da yer verilmiştir. Ancak bu hususun, iki tanım arasında bir farklılık yaratmadığını düşünüyoruz. İngiltere'de de açık anlaşmalar gibi zımni anlaşmalar da tanım kapsamına girmektedir. Yazılı ve sözlü olarak işbirliği içinde hareket etme şartı, birlikte hareket etmenin iradi bir beraberlik olduğunu göstermektedir. İradi olmayan, tesadüfi veya birbirinden habersiz olarak yapılan işlemler birlikte hareket etme olarak nitelenemez.⁸⁸⁰ Birlikte hareketin iradi olması unsurunun bir neticesi, sadece anlaşmanın taraflarının birlikte hareket eden olarak kabul edilmesi ve çağrı yükümlüsü olmasıdır. Bu anlamda birlikte hareket edenlerin temsilcileri birlikte hareket eden kabul edilmeyecek ve çağrı yükümlüsü olmayacaktır. İngiliz City Code düzenlemesi ile SPK düzenlemesindeki birlikte hareket tanımları arasında işbirliğinin amaçları noktasında farklılık görülmektedir. Taraflar arasındaki bir işbirliğinin, birlikte hareket olarak nitelendirilmesi için bu işbirliğinin belirli bir amaç için yapılması gerekir. Aksi takdirde, çağrıyı yapacak kişiyle her türlü işbirliği içinde olanların birlikte hareket ettikleri ve bunların da çağrı yükümlüsü oldukları sonucuna varmak gerekecektir. Örneğin çağrı yapacak kişi, çağrıyı finanse etmek için kredi açan banka ile bir işbirliğine girer. Acaba bu iş birliği kredi veren bankanın da çağrı yapanla birlikte hareket ettiğinin kabulüne sebep olacak mıdır? İşte bu noktada birlikte hareketin varlığının kabulü için, iş birliğinin amacının ne olması gerektiğinin iyi bir şekilde tanımlanmış olması önem

⁸⁷⁷ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 3/c.

⁸⁷⁸ City Code, Definition Acting in Concert.

⁸⁷⁹ Davies (Gower/Davies), s. 1020.

⁸⁸⁰ Aynı yöndeki görüş için bkz. Kolcuoğlu, s. 162; Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 228.

taşımaktadır. İngiliz City Code düzenlemesine göre birlikte hareket etmekten söz edilebilmesi için işbirliği amacının, ortaklığın kontrolünü ele geçirmek veya sağlamlaştırmak ya da bir şirketin başarılı bir şekilde kontrolünün ele geçirilmesine engel olmak olması gerekmektedir. Buradaki birlikte hareket tanımının City Code'un yönetim değişikliği mevzuatının tamamına ilişkin genel bir tanım olduğu dikkate alındığında zorunlu çağrı bakımından amaç, "ortaklığın kontrolünü ele geçirmek" olması gerekir.⁸⁸¹ Dolayısıyla İngiliz City Code düzenlemelerine göre zorunlu çağrıyı doğuracak bir işlemde, birden fazla kişinin birlikte hareket ettiklerinin kabulü için bu kişilerin hedef şirketin kontrolünü ele geçirme amacıyla işbirliği içinde olmaları gerekir. SPK düzenlemesinde ise söz konusu amaç, "*bir ortaklığın sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde değişiklik oluşturmak*" olarak belirlenmiştir.

Kanaatimizce kontrolü ele geçirmek, "*sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde değişiklik oluşturmaya*" göre daha uygun bir ifadedir. Bir ortaklığın mevcut yönetiminden memnun kalmayan hissedarların, mevcut yönetimi değiştirmek için iş birliği yapmaları ve bunun neticesinde mevcut yönetim kurulu üyeleri yerine başka kişileri seçmeleri, yönetim kontrolünde değişiklik amacı taşıdığı kesin olduğuna göre bu, birlikte hareket etmek olarak mı kabul edilecek ve bunun neticesinde zorunlu çağrı doğacak mıdır? SPK düzenlemesinde "*yönetim kontrolünde değişiklik oluşturma*" amacı, birlikte hareket etme için yeterli görüldüğünden, sadece yönetimi görevden alma için işbirliği içinde bulunmanın, birlikte hareket etme olarak nitelendirilebileceği sonucu ortaya çıkmaktadır. Mevcut ortakların bir araya gelerek şirket yönetimini değiştirmesinin zorunlu çağrı yükümlülüğünü ortaya çıkarıp çıkarmayacağı İngiliz hukukunda tartışılan bu konudur. Özellikle City Code'daki 2006 yılında yapılan değişiklik öncesindeki tanımda aranan birlikte hareket için işbirliğinin hedef şirket hisselerinin ediniminde olması şartına yeni tanımda yer verilmemesi konuyu daha tartışılır kılmıştır.⁸⁸² Bu şekilde genel kurullarda aktif şirket hissedarlarının yönetimini değiştirmesi durumunda çağrı yükümlülüğünün uygulanıp uygulanmayacağı Panel tarafından ele alınmış ve Kural 9.1'e ilişkin Not 1 ve Not

⁸⁸¹ İngiliz City Code'daki birlikte hareket tanımı için bkz. Davies (Gower/Davies), s. 121 vd; Weinberg, s. 654.

⁸⁸² Birlikte harekete ilişkin tanımdaki değişiklik konusunda bkz. Davies (Gower/Davies), s. 1022.

2’de bu konuda açıklama yapılmıştır. Not 1’e göre hissedarlar birbirlerinden habersiz olarak hisse satın aldıktan sonra, genel kurulda bir araya gelip şirketin yönetimini değiştirip, yeni bir yönetim belirlerse Panel, normal olarak bu hissedarlar için zorunlu çağrı yükümlülüğü getirmemektedir. Bunun sebebi hissedarların hisse alırken kontrolü birlikte ele geçirme gibi bir ortak amaçlarının bulunmamasıdır. Ancak bu kişiler genel kurulda bir araya gelip ortak hareket etmekle bu noktadan itibaren birlikte hareket eden kişiler olarak değerlendirilmekte ve bu kişilerden birinin ek hisse alımında çağrı zorunluluğu doğabilmektedir.⁸⁸³ Panel’in ele aldığı ikinci husus hissedarların aktif bir şekilde toplu olarak hareket ederek oy kullanmaları halidir. Bu şekilde toplu olarak oy kullanılması, şirket kontrolü elde etme amacı (board control seeking) dışındaki konulara ilişkin ise normal olarak bu kişilerin birlikte hareket ettiği şeklinde bir değerlendirme yapılmamaktadır. Buna karşın eğer toplu oy kullanma, mevcut üyeler yerine şirket kontrolünü belirlemeyi amaçlıyorsa (board control seeking) bu kişilerin ve bu kişilerin belirledikleri yönetim kurulu üyelerinin birlikte hareket ettikleri sonucuna varılmaktadır. Ancak burada da yönetim kurulu üyelerinin değişmesi neticesinde çağrı yükümlülüğü hemen otomatik olarak doğmamakta, ancak birlikte hareket eden kişilerden birinin sonradan ek hisse alması halinde çağrı yükümlülüğü doğmaktadır.⁸⁸⁴ Hissedarların oy kullanma konusundaki aktif iş birliğinin yönetimi belirleme ile ilgili olsa da bazı durumlarda kontrol amaçlı olduğuna bazı durumlarda ise kontrol amaçlı olmadığına karar verilebilmektedir. Eğer hissedarlar ile onların belirledikleri yönetim kurulu üyeleri arasındaki ilişki, normal hissedar ve yönetim kurulu ilişkisi ise hissedarlar arasındaki işbirliğinin kontrol amaçlı olmadığı sonucuna varılmaktadır. Ancak söz konusu hissedarlar ile yeni seçilen yönetim kurulu üyeleri arasındaki ilişki hissedar ve yönetim kurulu arasındaki normal ilişkinin dışında bir ilişki ise birlikte hareketin varlığı kabul edilmektedir.⁸⁸⁵

⁸⁸³ Bu kişilerin toplam olarak %30’dan az hisseye sahipken ek alımlarla %30’u geçmeleri veya %30 ile %50 arasında bir paya sahipken her hangi bir tutarda hisselerini artırmaları normal olarak çağrı yükümlülüğü doğuracaktır (City Code Kural 9.1’ e ilişkin Not 1).

⁸⁸⁴ City Code Kural 9.1Not 2.

⁸⁸⁵ Davies (Gower/Davies), s. 1022.

SPK düzenlemesinde *sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde değişiklik* denildiğinden mevcut ortakların yönetim kurulunu görevden almak üzere işbirliği içine girmeleri dahi bu kapsamda birlikte hareket etme olarak nitelendirilebilecektir. Kanaatimizce bir şirketin hissedarlarının, imkanları varsa memnun olmadıkları yönetimi değiştirmeleri ve yeni yönetimi belirlemeleri olması ve teşvik edilmesi gereken bir husustur. Bu bakımdan, mevcut hissedarların bir araya gelerek mevcut yönetimi değiştirmesi ve yeni yönetimi belirlemesinin başka unsurlar bulunmadıkça çağrı yükümlülüğünün doğması bakımından birlikte hareket olarak değerlendirilmemesi gerektiği görüşünü taşımaktayız. Kanaatimizce SPK'nın bu konudaki uygulamasının nasıl olacağını belirlemesi ve pay devri söz konusu olmaksızın ortaklar tarafından yönetimin değiştirilmesi halinde çağrı zorunluluğunun olup olmayacağını açıklanması bu konudaki belirsizliği kaldırmak bakımından yararlı olacaktır. Bu şekilde zorunlu çağrı yükümlülüğüne tabi olmamak için hissedarların yönetimi belirleme konusunda çekingen davranmalarına yol açılmamış olunur.

Birlikte hareket etmenin söz konusu olması için, taraflar arasındaki iş birliğinin mutlaka hedef şirketin kontrolünü ele geçirme (ya da Seri:IV No.44 Tebliği'ndeki ifadeyle "*sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde değişiklik oluşturmak*") amacıyla yapılması gerekir. Taraflardan birinin amacı kontrolü ele geçirmekten/değişiklik oluşturmaktan farklı ise diğer tüm unsurlar bulunsa bile taraflar birlikte hareket eden olarak değerlendirilmemelidir. Örneğin bir şirketin kontrolünü ele geçirme amacını bilerek çağrı yükümlüsüne söz konusu edinimin finansmanı için kredi açan banka veya benzeri finans kuruluşları sırf bu nedenle birlikte hareket eden olarak kabul edilmez. Zira normal olarak bu işlemdeki amaçları kontrolü ele geçirmek için çağrı yükümlüsü ile işbirliği yapmak değil, faaliyetlerinden birini oluşturan kredi temin ederek ticari faaliyette bulunmaktır. Ancak birlikte hareket edildiğini gösteren faktörlerin bulunması, (örneğin kredinin faizinin çok düşük veya sıfır olması ya da kendisinin de hedef şirket hisselerine sahip olması ve kredi verdiği tarafla birlikte şirket kontrolünü ele geçirmek istemesi) halinde kredi veren bankanın da birlikte hareket eden olarak kabul edilmesi sonucunu doğurabilecektir.

İngiltere’de zorunlu çağrıya ilişkin düzenlemede birlikte hareketin tanımının yapılmasının yanı sıra bu tanım kapsamında kalmak üzere aksi ispatlanıncaya kadar Panel tarafından birlikte hareket ettiği varsayılacak, yani zorunlu çağrının ortaya çıkıp çıkmadığının hesabında kimlerin dahil edileceği belirtilmiştir. Code Kurallarına göre, aksi ispatlanıncaya kadar, şu kişilerin birlikte hareket ettiği varsayılmaktadır: (1) Bir şirket ile o şirketin ana ortağı, iştirakleri, eski iştirakleri, aynı sermaye grubu içinde yer alan ilişkili olduğu diğer şirketler (2) Bir şirket ile o şirketin yönetim kurulu üyeleri (3) Bir Şirket ile o şirkete ait emeklilik fonları (4) Portföy yöneticisi ile yatırım kararlarını kendi inisiyatifi ile (discretionary basis) verdiği müşterileri (5) Yatırım danışmanı ile müşterisi (6) Teklif yapıldığı veya teklifin çok yakın bir zamanda olması beklendiği durumlarda hedef şirketin yönetim kurulu üyelerinden her biri ile diğer yönetim kurulu üyeleri.⁸⁸⁶ Söz konusu kişiler “birlikte hareket” tanımında belirtilen anlaşma ve işbirliği içinde olup olmadıklarına bakılmaksızın birlikte hareket eden olarak kabul edilmekte ve sahip olduğu hisseler çağrı zorunluluğunun hesabında dikkate alınmaktadır.

Kanaatimizce İngiltere’de olduğu gibi⁸⁸⁷, SPK’nın da uygulamadaki belirsizlikleri gidermek üzere zorunlu çağrıda birlikte hareket etmenin uygulanmasına dair ayrıntılı açıklamalarda bulunması yararlı olacaktır.

C. Zorunlu Çağrıya Katılma Hakkı Olan Ortaklar

Zorunlu çağrıya katılma hakkı olan ortaklar, hedef şirketin, çağrıda bulunan dışındaki tüm hissedarlarıdır. Farklı imtiyazlara sahip hisse gruplarının olması durumunda çağrının diğer tüm hisse gruplarına yapılması gerekir. Örneğin şirket hakimiyeti, şirket yönetimini belirlemede imtiyaza sahip A Grubu hisselerin bir kısmının ele geçirilmesiyle sağlanmışsa imtiyazsız B Grubu hisse sahipleri ve geriye kalan A Grubu hisse sahipleri için çağrıda bulunma zorunluluğu doğar.

⁸⁸⁶ Davies (Gower/Davies), s. 1021.

⁸⁸⁷ İngiltere’de City Code’da ayrıntılı tanım ve kuralların yanı sıra her tanım ve kuralların nasıl uygulanacağına dair notlara yer verilmektedir. İngiltere’deki City Code düzenlemelerinde sadece zorunlu çağrıda birlikte hareket etmeyi açıklamak üzere 18 Nottan oluşan 10 sayfadan fazla açıklamaya yer verilmiştir.

Aynı şekilde imtiyazlı payların birden fazla grup olması durumunda imtiyazlı grupların tümüne çağrı yapılması gerekir.⁸⁸⁸ Bu durumda imtiyazlı ve imtiyazsız grupların her biri için farklı çağrı bedeli uygulanacaktır.

Çağrıya katılma hakkı olan ortaklar, hisseye sahip olup, çağrı süresi içinde çağrı bilgi formunda belirtildiği şekilde paylarını çağrı yapana teslim eden ortaklardır. Çağrının açıklandığı veya çağrı döneminin başladığı tarihte hisseye sahip olup olmamanın çağrıya katılma hakkı bakımından bir önemi yoktur. Çağrının açıklandığı veya çağrı döneminin başladığı gün itibarıyla çağrı konusu paya sahip olmayan bir kişi, çağrı dönemi içinde pay satın alıp çağrıya katılabilir. Öte yandan çağrı açıklandığı veya çağrı döneminin başladığı dönemde hisse sahibi olan bir ortak çağrıya katılmak yerine payını borsada satmayı tercih edebilir. Çağrı fiyatının belli olmasından sonra çağrı konusu hissenin borsa fiyatı, çağrı fiyatı ile bağıntılı olarak hareket edecektir. Dolayısıyla çağrının yapılmasını beklemek istemeyen bir hissedar, hissesini çağrı fiyatıyla bağıntılı olan piyasaca belirlenen borsa fiyatından hissesini satarak kontrol priminden faydalanma imkânına kavuşur.

Burada bir ortağın paylarını kısmen satması ve bu kısmi satış nedeniyle hisseleri devir alan kişi bakımından çağrı yükümlülüğünün doğması durumunda, hisselerini devreden ortağın, satışa konu olmayan paylarını zorunlu çağrıda satma hakkının olup olmadığına değinmek gerekir. Konuyla ilgili olarak SPK'nın, Türkiye Garanti Bankası A.Ş. - Tansaş İzmir Büyükşehir Belediyesi İç ve Dış Ticaret A.Ş. arasında gerçekleşen işleme ilişkin kararında imtiyazlı hisselerin bir kısmının satın alınması hususunda alıcı ve satıcı arasında anlaşma olmasına rağmen SPK satıcıya ait hisselerin kalan kısmı için de çağrıda bulunma zorunluluğu getirmiştir.⁸⁸⁹ Tarafların iradesinin belirli bir sayıda pay satımı olmasına rağmen SPK tarafından anlaşma dışı kalan paylar için de çağrı zorunluluğu getirmiştir.

Yine SPK bir olayda, ortaklardan birinin çağrı yükümlülüğünün doğmasında önce verdiği çağrıya katılmamaya ilişkin taahhüdün tebliğ hükmünün önüne

⁸⁸⁸ Bkz. SPK 2005/41 HB'de yayınlanan Aksoy Petrol Dağıtım Yatırımları A.Ş. - Turcas Petrol A.Ş. kararı; SPK 1999/22 HB ve SPK 1999/25 HB'de yayınlanan Türkiye Garanti Bankası A.Ş. - Tansaş İzmir Büyükşehir Belediyesi İç ve Dış Ticaret A.Ş. kararları.

⁸⁸⁹ Bkz. SPK 1999/22 HB ve SPK 1999/25 HB'de yayınlanan Türkiye Garanti Bankası A.Ş. - Tansaş İzmir Büyükşehir Belediyesi İç ve Dış Ticaret A.Ş. kararı.

geçemeyeceği gerekçesi ile geçersiz olduğuna ve çağrının taahhütname veren dahil olmak üzere tüm ortaklara açık olması gerektiğine karar vermiştir.⁸⁹⁰ Ancak çağrının yükümlülüğünün doğmasından sonra çağrıya katılma hakkı olan ortakların, kendilerine çağrı yapılmasını istemediklerini SPK'ya beyan etmeleri durumunda SPK'nın bu ortaklara çağrı yapılmamasını kabul ettiğine dair kararı da bulunmaktadır.⁸⁹¹ Yine başka bir kararında SPK, kurucu intifa senetleri niteliğindeki kurucu hisselerin çağrı yükümlülüğüne tabi olmadığına karar vermiştir⁸⁹².

⁸⁹⁰ Bkz. SPK 2007/15 HB'de yayınlanan Eastpharma Sarl.- Deva Holding A.Ş. kararı.

⁸⁹¹ Bkz. SPK 2006/02 HB'de yayınlanan Hayrettin Atmaca -Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş. kararı.

⁸⁹² Bkz. SPK 2006/11 HB'de yayınlanan GE Araştırma ve Müşavirlik Limited Şirketi (GE Limited) - Türkiye Garanti Bankası A.Ş.kararı: “Devre konu Banka kurucu senetlerinin sermayede temsil edilmemesi, kurucu intifa senetleri niteliğinde olması dikkate alınarak, kurucu hisselerin çağrı yükümlülüğüne konu olmadığı...”

IV. Çağrı Yükümlülüğünün Doğması

A. Yönetim Hakimiyetinin Elde Edilmesi

Zorunlu çağrı, yönetim hakimiyetinin el değiştirmesi sonucu doğan bir yükümlülüktür. Seri:IV No.44 Tebliği'nin 6. maddesinde çağrı yükümlülüğü şu şekilde ifade edilmiştir. “..doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları da satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadırlar.” Tebliğin 5. maddesinde yönetim kontrolünün tanımına yer verilmiştir. Dolayısıyla 5. maddede tanımlanan yönetim hakimiyetini sağlayan payların edinilmesi halinde de çağrı yükümlülüğü doğacaktır.

Seri:IV No.44 Tebliğinde yönetim kontrolünün tanımının yapılması belirsizliklerin giderilmesi bakımından olumlu olmuştur.⁸⁹³ Söz konusu tanımla birlikte yönetim kontrolünün, yönetim kurulunu belirleme hakkına sahip olmak olduğu, fiilen bu hakkın kullanılıp kullanılmamasının çağrı zorunluluğunun doğması bakımından bir önemi olmadığı açıklığa kavuşmuştur. Zira SPK'nın, yönetim kurulunu değiştirme gücünü ele geçiren bir kişinin bu yetkisini kullanmamış olması nedeniyle çağrı yükümlülüğünün doğmadığı yönünde geçmişte vermiş olduğu bazı kararları bu konuda tereddüt yaratabilmekteydi. Seri:IV No.44 sayılı Tebliğde yapılan kontrol tanımından sonra, fiilen yönetim kurulu üyelerinde bir değişiklik yapılmamış olsa bile Tebliğ'de tanımlanan yönetim kontrolünü sağlayan hisselerin edinilmesinin çağrı zorunluluğunu doğuracağı kesinlik kazanmıştır.

Tebliğin 5. maddesinde yönetim hakimiyeti, birincisi doğrudan hedef şirket sermayesi ve oy haklarının elde edilmesi suretiyle ve ikincisi hedef şirketin yönetim hakimiyetine sahip tüzel kişiliğin yönetim hakimiyetinin elde edilmesi olmak üzere ikiye ayrılarak tasnif edilmiştir. Biz de bu tasnife uygun olarak

⁸⁹³ Bu konuda eleştiriler için bkz. Kolcuoğlu.

Tebliğe göre yönetim hakimiyetinin elde edildiğinin kabul edildiği durumları ele alacağız.

1.Hedef Şirketin Yönetim Hakimiyetinin Doğrudan Elde Edilmesi

a. Genel Olarak

Seri:IV No.44 Tebliği'nin 5. maddesinin birinci paragrafında yönetim kontrolünün elde edilmesine ilişkin iki ayrı durum belirlenmiştir. Bunlardan birincisi şu şekilde ifade edilmiştir: *“Ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının %50 ve daha fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması yönetim kontrolünün elde edilmesidir.* (md. 5 c.1) Yönetim kontrolüne sahip olunması neticesini doğuracak ikinci durum ise şöyle ifade edilmiştir: *“Bunun dışında, söz konusu orana bağlı olmaksızın, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların elde edilmesi de yönetim kontrolünün elde edilmesi anlamına gelir.”*

Tebliğin 5. maddesinin ilk cümlesi hükmünde *“sermaye veya oy haklarının”* ifadesinin kullanılmış olması nedeniyle bir ortaklığın oy haklarının %50'sine sahip olunmayıp sadece sermayesinin %50 ve daha fazlasına sahip olunması halinde de Tebliğ hükmü çerçevesinde yönetim kontrolünün elde edildiğinin kabul edileceği anlaşılmaktadır. Burada SPK düzenlemesinin, çağrı için, sermayenin değil oy haklarının belirli bir yüzdesinin elde edilmesini esas alan Avrupa Birliği ve İngiltere'deki City Code düzenlemelerinden ayrıştığını söyleyebiliriz.

TTK sisteminde normal olarak, aksi ana sözleşmede kararlaştırılmadıkça her pay, sahibine bir oy hakkı verir (TTK md 373). Dolayısıyla ana sözleşmede aksi kararlaştırılmış olmadıkça TTK gereği bir şirketin sermayesinin %50'sine sahip olmak oy haklarının da %50'sine sahip olmak anlamına gelir. Ancak TTK

sisteminde kabul edildiği şekilde oy hakkında imtiyaz tanıyan, (TTK md 401) veya itibari değeri farklı ⁸⁹⁴ ya da oydan yoksun payların ⁸⁹⁵ çıkarılmış olması durumunda pay ve oy oranındaki eşitlik bozulur. Şirket sermayesinde %50'den daha az paya sahip olunmakla birlikte toplam oy haklarının %50'sinden fazlasına sahip olunması ya da tersine sermayesinde %50'den fazla paya sahip olunmakla birlikte toplam oy haklarının %50'sinden azına sahip olunması mümkün olur. Dolayısıyla Tebliğ'de "sermaye veya oy hakları" ibaresi sadece sermaye ve oy eşitliğinin olmadığı sözü edilen durumlarda bir anlam taşır. Örneğin, yönetim kurulu üyesini belirlemede oy imtiyazı sağlayan hisseleri mevcut bulunan bir şirkette oyda imtiyazı olmayan hisseler vasıtasıyla sermayenin çoğunluğuna sahip olunması halinde böyle bir durum ortaya çıkar. Sermayenin çoğunluğuna sahip olan kişi, oy kullanımındaki imtiyaz nedeniyle yönetim kurulu seçiminde belirleyici role sahip olamaz. Şirketin yönetim kurulu oy kullanımında imtiyaza sahip hissedarlar tarafından belirlenmeye devam olunur. Bu durumda sermayenin çoğunluğuna sahip olan kişi, fiilen yönetim kurulu üyelerini belirleme gücüne sahip olmamasına rağmen Tebliğin 5/1 c.1 hükmü uyarınca yönetim kontrolünü elde etmiş olarak kabul edilecek ve Tebliğin 6. maddesi uyarınca diğer hissedarların hisselerini satın almakla yükümlü olacaktır. Öte yandan bir şirkette yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu belirleme ve oy kullanma imtiyazlarına sahip farklı grup hisselerinin aynı anda mevcut olması durumunda ⁸⁹⁶ şirketin sermaye ve oy haklarının her ikisinin de çoğunluğuna sahip olunmasına karşın yönetim kurulu üyelerini belirleme gücüne sahip olunmaması durumu söz konusu olabilecektir.

Görüldüğü gibi Tebliğde sermaye çoğunluğuna sahip olmanın, yönetim hakimiyeti için yeterli görülmesi, yönetim kurulu üyelerini belirleme gücüne sahip olmayan bir kişinin yönetim kontrolüne sahip olduğunun kabul edilmesi ve bu kişiye çağrıda bulunma yükümlülüğü getirilmiş olması sonucunu doğurmuştur. Oysa bir şirketi yönetim kurulu temsil ettiğinden, yönetim kurulu üyesini belirleme gücüne sahip olunmadan "yönetim kontrolünün" elde edildiği sonucuna varılmasının doğru olmadığını düşünmekteyiz.

⁸⁹⁴ TTK md. 286.

⁸⁹⁵ SPKn. md. 14/A, SPK Seri:I No.36 Tebliği.

⁸⁹⁶ Söz konusu imtiyaza sahip İMKB'deki şirketler için bkz. Tablo 3.

Ayrıca söz konusu Tebliğ hükmü neticesinde bir şirketin yönetim kontrolünün aynı anda, birlikte hareket etmeyen farklı kişilere ait olması gibi bir sonuç ortaya çıkmaktadır. Gerçekten bir şirkette oy kullanmada imtiyazlı A Grubu (mesela A grubu her hisse 25 oy hakkına sahip olsun) ve yönetim kurulu üyelerini belirlemede imtiyazlı B grubu (Mesela B Grubu hisseler, yönetim kurulu üyelerinin tamamını belirleme hakkına sahip olsun) ve herhangi bir imtiyaz taşımayan C Grubu paylar mevcut olsun. C kişinin şirket sermayesinin çoğunluğunu oluşturan imtiyazsız C Grubu payları iktisap ettiğini ve A kişinin A ve B kişinin B Grubu hisseleri iktisap ettiğini varsayalım. Bu durumda (1) Sahip olduğu oy kullanmada imtiyazlı A Grubu hisseler sayesinde oy haklarının çoğunluğuna sahip A kişisi (2) Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu belirleme imtiyazına sahip B Grubu hisselerine sahip B kişisi ve (3) sermayenin çoğunluğunu oluşturan C Grubu paylara sahip C kişisi Tebliğ hükmüne göre aynı anda şirketin yönetim hâkimiyetine sahip olarak kabul edilmesi gerekecek ve üçü birden ayrı ayrı çağrı yapmakla yükümlü olacaktır. Bu şekilde aynı anda birden fazla kişinin şirketin yönetim hâkimiyetine sahip olmasının mümkün olması, yönetim kontrolünün olması gereken tanımı bakımından mümkün olmamalıdır.

Kanaatimizce çağrı zorunluluğunun, İngiltere ve Avrupa Birliği düzenlemelerinde olduğu gibi oy haklarının çoğunluğunun (veya yönetim kurulu üyelerini belirleme imtiyazına sahip olan hisselerin) elde edilmesine bağlı olarak doğması gerekir. Zira anonim şirketlerde yönetim kontrolü, yönetim kurulu üyelerini belirleme gücünü haiz oy haklarına sahip olunması ile elde edilir. Bu nedenle sermayenin %50 veya daha fazlasının ele geçirilmesine rağmen diğer ortakların sahip oldukları imtiyazlı paylar nedeniyle yönetim kurulu üyelerini belirleme hakkına sahip olunmaması durumunda yönetim hakimiyetinin elde edildiğin kabul edilmemesi ve bu durumda çağrı yükümlüğünün doğmaması gerektiğini düşünmekteyiz. Böyle bir çözüm, Avrupa Birliği Direktifine uyum sağlayacağı gibi kontrole sahip olmamaya rağmen çağrı zorunluluğunun doğması ve aynı anda birden fazla kişinin kontrol sahibi olması gibi çelişkili durumların da ortadan kalkmasına sebep olacaktır.

Tebliğ'de bir değişikliğe gidilinceye kadar, sermayenin çoğunluğuna sahip olunması halinde imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kurulunu

belirleme gücüne sahip olunmasa da SPK tarafından çağrı zorunluluğunun getirilebileceği anlaşılmaktadır. Nitekim Seri:IV No.8 Tebliği'nin yürürlükte olduğu dönemde ⁸⁹⁷ SPK verdiği bir kararda, şirketin yönetim kurulu üyelerini belirleme imtiyazına sahip hisseleri başkasının elinde olmasına karşın, sermayenin %50'sinden fazlasını iktisabı neticesinde çağrı yükümlülüğü getirmiştir. ⁸⁹⁸ Aynı olayda zorunlu çağrının icrasından sonra zorunlu çağrıyı gerçekleştiren kişi, imtiyazlı hisseleri satın alarak şirket yönetim kontrolünü belirleme hakkını elde ettiğinde SPK, bu kez çağrı yükümlülüğünün doğmadığına karar vermiştir. ⁸⁹⁹ SPK'nın kararından tam olarak anlaşılmasa da kanaatimizce yönetimi belirleme imtiyazına sahip hisselerin mevcudiyetine rağmen sermayenin %50'sinden fazlasına sahip olunması nedeniyle SPK'nın çağrı zorunluluğu getirmesinin ardında, imtiyazın sadece yönetim kurulunu belirlemede olması sebebiyle, sermayenin çoğunluğunu elde eden tarafın yöneticileri ibra etmeyebileceği gibi yönetim kurulunun seçimi dışında genel kurulda her türlü kararı almaya yetkili olacak olması yatmaktadır. Ancak amaç her ne olursa olsun şirket yönetim kontrolü ele geçirilmeden, çağrı yükümlülüğünün getirmesinin zorunlu çağrı müessesine uygun düşmeyeceğini düşünüyoruz. Kanaatimizce SPK tarafından böyle bir durumda küçük yatırımcıyı korumak üzere zorunlu çağrı dışında, daha uygun başka tedbirlere başvurulması düşünülebilir. Öte yandan bahse konu olayda SPK'nın yönetimi belirleme imtiyazına sahip hisselerin devrine rağmen çağrı zorunluluğunun doğmadığına ilişkin olarak vermiş olduğu ikinci kararın da Tebliğ ile uyuşmadığı düşüncesindeyiz. Daha önce çağrı yapılmış olsa bile söz konusu devirden sonra da ortaya çıkan kontrol priminin tüm hissedarlar arasında

⁸⁹⁷ SPK Seri:IV No.8 Tebliği'ne göre bir şirketin "sermaye ve oy haklarının %25 ve daha fazlasının elde edilmesi" zorunlu çağrıyı doğurmaktaydı.

⁸⁹⁸ SPK 2003/63 HB'de yayınlanan Egeli & Co. Funds SA, Credit Agricole Indosuez Suisse ve Ayhan Soysal - Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı : " ... 'nın %42,41 oy oranına ulaşmasını ve çağrıdan muafiyet başvurusunda bulunmasını takiben, ...'in da birlikte hareket edenler arasında katılması sonucunda toplam oy oranlarının %50,03'e çıkması ... sonucunda, ... 'nin çağrı yükümlülüğünün doğması nedeniyle, ... ve birlikte hareket edenlerin çağrıdan muafiyet talebinin olumsuz karşılanmasının ve ... 'na, birlikte hareket eden Egeli & Co. Funds SA, Credit Agricole Indosuez Suisse ve Ayhan Soysal'in diğer ortaklara ait hisse senetlerini satın almak üzere çağrıda bulunmak üzere Kurulumuza başvurması gerektiğinin... "

⁸⁹⁹ SPK 2005/16 HB'de yayınlanan Egeli & Co. Funds SA, Tan Egeli - Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı: "Egeli&Co Fund SA ve Tan Egeli açısından Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 1/A grubu, nama yazılı, yönetim kurulu üyelerini seçme konusunda oy imtiyazına sahip paylarını satın almaları sonrasında çağrı yükümlülüğünün doğmadığına karar verilmiştir."

paylaşılması ve tebliğ hükümlerine uyulması bakımından çağrı yapılmasının gerektiğini düşünmekteyiz.

Ayrıca birinci çağrının tamamlanmasından sonra hissedarları bu haktan yararlandırmamaları Tebliğ hükümlerine de uygun düşmemiştir. Burada tartışılması gereken bir husus da şirketin sermayesinin yaygın olarak dağılımı nedeniyle şirket yönetim hakimiyetinin %50'nin altında bir oranla ele geçirilmesi durumudur. Daha önce belirtildiği gibi bu oran önceki düzenlemede %25 olarak belirlenmiş ve Türkiye'deki şirketlerin halka açıklık oranlarının düşüklüğü nedeniyle kontrol değişikliği meydana gelmemesine rağmen gereksiz yere çağrı yükümlülüklerinin ortaya çıkmasına yol açmıştır. Şimdi bu oran %50'ye yükseltilmiş olmakla bu sorun bu bakımdan çözülmüştür. Ancak şimdi de bir şirketin halka açıklık oranının yok yüksek olması ve yönetim kontrolünün %20-30 gibi bir oy hakkıyla elde edilmesi durumunda, yönetim kontrolü değişmiş olmasına rağmen çağrı yükümlülüğü doğmamış olacaktır.

b. Hedef Şirketin Sermayesinin veya Oy Haklarının %50'den Fazlasının Elde Edilmesi

Seri:IV No.44 Tebliği'nin 5. maddesinin birinci paragrafında yönetim kontrolünün elde edildiğinin kabul edildiği durumlardan birincisi şu şekilde ifade edilmiştir : *“Ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının %50 ve daha fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması yönetim kontrolünün elde edilmesidir. (md. 5 c.1)*

Bu madde hükmü esas olarak Tebliğ hükümleri bakımından bir şirketin yönetim kontrolüne sahip olunmasının hangi anlama geldiğini tanımlamaktadır. Söz konusu hükme göre bir şirketin sermayesinin veya oy haklarının %50 ve daha fazlasına sahip olunması, Tebliğ hükümlerinin uygulanması bakımından o şirketin yönetim kontrolüne sahip olunması anlamına gelmektedir. Bu madde hükmü Tebliğin 6. maddesi ile yakından ilgilidir. Tebliğin 6. maddesinde, çağrı zorunluluğunun *“yönetim kontrolünü sağlayan payların iktisabı”* neticesinde doğacağı belirtilmiştir. Dolayısıyla bir şirketin *sermayesinin veya oy haklarının %50 ve daha fazlasını* temsil eden payların iktisap edilmesi yönetim kontrolünün

elde edildiği anlamına gelecek bu yüzden de çağrıda bulunma yükümlülüğünü doğuracaktır. Yukarıda açıklandığı gibi Tebliğe göre şirketin yönetim kurulu üyelerini belirlemede imtiyazlı başka grup hisseleri mevcut olsa dahi, söz konusu imtiyazlı hisseler iktisap edilmeksizin sadece sermayenin veya oy haklarının çoğunluğunu temsil eden imtiyazsız hisselerin iktisap edilmesinin çağrı zorunluluğunu doğuracağı anlaşılmaktadır.

Zorunlu çağrının hesabında sahip olunan pay oranı, sahip olunan payın nominal değerinin, ortaklığın ödenmiş veya çıkarılmış sermayesine bölünmesi ile bulunur. Oy oranının da sahip olunan payların sağladığı oy miktarının, şirketin toplam oy miktarına bölünmesi ile hesaplanması gerekir. Örneğin sermayesi 200.000.000 TL olan bir ortaklığın, her biri 1 TL itibari değerde 100.000.000 adet A Grubu ve 100.000.000 adet B grubu hisse senedinin mevcut olduğunu ve her bir A grubu payın 5 oy hakkı, her bir B Grubu payın ise 1 oy hakkı sağladığını varsayalım. Bir kişinin bu ortaklığın 60.000.000 adet A Grubu payını satın alması durumunda, sahip olduğu pay sermayenin %30'unu oluşturduğundan sermaye oranı bakımından çağrıda bulunma yükümlülüğü doğmayacakken toplam oy hakkının % 50'sine ($300.000.000/600.000.000 = 0,50$) sahip olunması sebebiyle çağrıda bulunma yükümlülüğü doğması gerekecektir.

SPK Seri:VII No. 54 Tebliği'nin 10. maddesi şirketin toplam oy hakları veya şirketlerin sermayesinde herhangi bir değişiklik olması halinde bu değişikliğin kamuya açıklanmasını zorunlu kılmıştır. Ancak sermaye ve oy haklarına ilişkin böyle bir açıklama yapılmamış olmasının, çağrı yükümlülüğünün zamanında yerine getirilmemesinin gerekçesi olarak kabul edilmeyeceği görüşüdeyiz. Zira bir şirketin sermayesinin veya oy haklarının %50'sini toplayan bir kişinin şirketin güncel sermayesini bilmemesi beklenemez.

Bir ortaklıkta imtiyazlı paylar bulunmamakla birlikte farklı itibari değerde paylar bulunması durumunda, oy hakkının her bir payın itibari değeri ile orantılı olarak mı, yoksa itibari değerlerine bakılmaksızın her bir paya bir oy hakkı verme esasına göre mi hesaplanacağı doktrinde tartışmalıdır.⁹⁰⁰ İtibari değerlerine

⁹⁰⁰ Bu konudaki tartışmalar için bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 414.

bakılmaksızın her bir payın bir oy hakkı sağladığı kabul edildiği takdirde zorunlu çağrı bakımından düşük itibari değere sahip paylar %25 oranının hesabında oyda imtiyazlı pay etkisini yaratacaktır. Örneğin bir ortaklığın 1 TL itibari değerinde 100 adet A Grubu ve 5 TL itibari değerinde 100 adet B grubu hisse senedinin mevcut olması durumunda toplam 100 TL'lik A Grubu hisseler 100 oy hakkı verirken toplam 500 TL'lik B Grubu hisseler de 100 oy hakkı sağlar. Böylece oy hakkında bir imtiyaz olmamasına karşın itibari değer farklılığından dolayı daha az sermaye ile daha çok oy hakkına sahip olma durumu ortaya çıkar. Oysa oy hakkı, pay adedine göre değil de itibari değere göre hesaplandığında ise itibari değerlerin farklı olması oy hakları üzerinde bir etki yapmayacaktır. Yani her bir ortak, sahip olduğu hisselerin toplam itibari değerinin (nominal değerinin) şirket sermayesi içindeki oranına göre oy hakkına sahip olacaktır.

Çağrı yükümlülüğünün doğması bakımından payların borsadan veya teşkilatlanmış diğer piyasalardan veya borsa dışında alınmış olmasının önemi bulunmamaktadır. Ancak çağrı yükümlülüğünü doğuran iktisap, tüm pay sahiplerinin tüm hisseleri için yapılmış isteğe bağlı çağrı yoluyla gerçekleşmişse çağrı yükümlülüğü doğmamasıdır.⁹⁰¹ Yani bir kişinin tüm hissedarların, tüm hisselerini satın almak üzere yaptığı isteğe bağlı çağrı neticesinde payların veya oy haklarının %50 veya fazlasına sahip olması durumunda, isteğe bağlı çağrının ardından zorunlu çağrı yapılması gerekmeyecektir. İngiltere'de City Code⁹⁰² ve AB Direktifi'ne⁹⁰³ göre de isteğe bağlı çağrı neticesinde hakimiyetin ele geçirilmesi durumunda çağrı yükümlülüğü doğmamaktadır. İsteğe bağlı çağrı neticesinde, zorunlu çağrı doğmaması için iki şartın aynı anda gerçekleşmesi gerekir: Birincisi, çağrı tüm pay gruplarına açık olarak yapılmalıdır. Birden fazla pay grubu varsa çağrı bu grupların tümüne birden yapılmalıdır. İsteğe bağlı çağrı neticesinde zorunlu çağrı doğurmasının ikinci şartı, çağrı tüm pay gruplarının tamamı için yapıldığı gibi payların tamamı, yani %100'ü için yapılması gerekir. Eğer isteğe bağlı çağrı, kısmi çağrı, yani payların %100'üne değil %100'ünden az bir kısmına yapılmışsa, bu çağrı neticesinde zorunlu çağrı doğabilecektir. Tabi

⁹⁰¹ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 6.2 (a). SPK'nın konuya ilişkin önceki düzenlemesi olan Seri:IV No.8 Tebliğine göre isteğe bağlı çağrı neticesinde zorunlu çağrıya ilişkin koşulların oluşması halinde çağrı yükümlülüğü doğmaktaydı.

⁹⁰² City Code Bl. F Kural 9.1 Açıklamaları.

⁹⁰³ AB 2004/25/EC Direktifi Kural 5.2.

burada zorunlu çağrı doğmaması, isteğe bağlı yapılan çağrıda yapılan alımlar neticesinde zorunlu çağrı yapmayı gerektiren payların edinilmesine ilişkindir. Eğer isteğe bağlı çağrı dışında yapılan alımlar ile çağrı yükümlülüğü doğuran paylar elde edilmişse yükümlülüğün doğması gerekir.

Kontrolü sağlayan paylar tek bir işlemle iktisap edilebileceği gibi birden fazla işlemle de edinilebilir. Mesela hisse satın alma işlemi birkaç parti halinde gerçekleşebilir. Mesela ilk önce zorunlu çağrı doğurmeyen bir oranda veya şekilde⁹⁰⁴ hisse satın alınabilir daha sonra ikinci bir alım ile kontrolü sağlayan paylar iktisap edilir. Öte yandan birkaç yöntem bir arada da kullanılabilir. Mesela önce borsada alım yapılır, sonra blok sonra da isteğe bağlı çağrı yapılabilir. Birden fazla işlemin varlığı halinde zorunlu çağrı, yönetim kontrolünü sağlayan hisselerin iktisabı ile birlikte doğar.

Burada, yönetim kontrolü sağlayan payların çıplak mülkiyetinin iktisap edilmesi halinde çağrı yükümlülüğünün doğup doğmayacağı hususunun da tartışılması gerekir. Çıplak mülkiyet iktisap edilmesi halinde normal olarak oy hakları payı devredende kalmaya devam eder ve bu nedenle normal olarak yönetim kontrolünde bir değişiklik olmaz. Seri:IV No.44 Tebliği'nin yürürlük tarihinden önce yönetim kontrolünü sağlayan payların, intifa haklarının devredende kalması suretiyle yalnız çıplak mülkiyetinin devredilmesine ilişkin bir kararında SPK çağrı yükümlülüğünün doğduğuna, ancak söz konusu devre rağmen, söz konusu dönemdeki muafiyet hallerinden biri olan “yönetim hakimiyetinde bir değişiklik olmamasına” dayanarak çağrıdan muafiyet tanınmasına karar vermiştir.⁹⁰⁵ Her ne kadar SPK kararında belirtilmemiş olsa da normal olarak bahse konu intifa hakkının sona ermesi durumunda, çıplak mülkiyet tam mülkiyete dönüşecek ve

⁹⁰⁴ Mesela önce %50'nin altında kalınabilir veya yönetim, yönetimi halen kontrol edenlerle eşit paylaşılır (SPK Seri:IV No.44 md. 6/2 b).

⁹⁰⁵ SPK 2009/20 HB'de yayınlanan Faruk Emir Süren - Transtürk Holding A.Ş. kararı: “*Transtürk Holding A.Ş.'nin (Şirket) yönetim kurulu üye sayısının yarıdan fazlasını aday gösterme imtiyazına sahip (A) grubu payların Faruk Emir Süren (Emir Süren) tarafından babası Faruk Erol Süren'den (Erol Süren) devralınması nedeniyle doğan çağrı yükümlülüğünün... değerlendirilmesi sonucunda; ... Kurulumuzun Seri:IV No.8 Tebliği kapsamında, Şirket'in yönetim kurulu üyelerini aday gösterme imtiyazına sahip (A) grubu payların çoğunluğunun devralınması nedeniyle Emir SÜREN için doğan çağrıda bulunma yükümlülüğünden, intifa sözleşmesi hükümleri uyarınca yönetim hakimiyetinde herhangi bir değişiklik meydana gelmemesi nedeniyle muafiyet tanınmasına...*”

yönetim kontrolünde değişiklik meydana geleceğinden payları çıplak mülkiyet ile devralan kişi için çağrıda bulunma yükümlüğü doğması gerekecektir.

Yönetim kontrolünü sağlayan hisselerin hedef şirketin taraf olduğu bir birleşme neticesinde de edinilmiş olması da mümkündür. Halka açık bir şirketin taraf olduğu birleşme işlemi neticesinde çağrı zorunluluğu doğması için halka açık şirketin yönetim kontrolünün değişmiş olması gerekir. Böyle bir durumda, birleşme öncesinde hedef şirketin yönetim kontrolünü elinde bulundurmayan taraf, birleşme sonrasında yönetim kontrolü sağlayan paylara sahip hale gelmesi halinde çağrıda bulunmakla yükümlü olacaktır.

Miras yoluyla iktisap halinde, normal olarak çağrı yükümlülüğünün doğmaması gerekir.⁹⁰⁶ Zira miras, aile hukukunun yasal bir neticesidir. Miras yoluyla iktisap, yönetim kontrolünün devri olarak kabul edilemez. Kaldı ki burada, bir devir fiyatı ve kontrol priminin varlığı da söz konusu olmayacaktır. Dolayısıyla miras nedeniyle çağrı zorunluluğu getirilmesi yönetim kontrolünün değişikliği hukukuna da yabancı bir uygulama olacaktır. Nitekim Almanya'da miras nedeniyle edinilen paylar çağrı yükümlülüğünün hesabında dikkate alınmamaktadır.⁹⁰⁷ Ancak Tebliğde miras konusunda bir muafiyet düzenlenmemiş olduğu için SPK'nın miras nedeniyle çağrı yükümlülüğü getirmesi muhtemeldir. Bu doğrultuda Tebliğde değişiklik yapılarak mirasla edinilen paylar için bir istisna tanınmasının uygun olacağını düşünmekteyiz.⁹⁰⁸

c. Yönetim Kurulu Üyelerini Belirleme İmtiyazı Veren İmtiyazlı Hisselerin Elde Edilmesi

Yukarıda sermaye veya oy haklarının % 50 ve daha fazlasının elde edilmesinin yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edildiği ve çağrı yükümlülüğünü doğurduğu belirtilmişti. Bunun dışında, Tebliğde göre söz konusu orana bağlı olmaksızın, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel

⁹⁰⁶ Bkz. aynı yönde Kolcuoğlu, s. 124.

⁹⁰⁷ Kolcuoğlu, s. 125.

⁹⁰⁸ Aynı yönde Kolcuoğlu, s. 125.

kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların elde edilmesi de yönetim kontrolünün elde edilmesi anlamına gelmektedir.

Bu hükme göre yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması da Tebliğ hükümlerinin uygulanması bakımından o şirketin yönetim kontrolüne sahip olunması anlamına gelmektedir. Bu madde hükmü Tebliğin 6. maddesi ile yakından ilgili olup bir şirketin yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylarının iktisap edilmesi yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilmekte bu yüzden de çağrıda bulunma yükümlülüğünü doğurmaktadır.

Yönetim kurulu üyesi seçiminde imtiyaz sağlayan farklı türde imtiyazlı paylar söz konusu olabilir. Birincisi daha çok halka açık yatırım ortaklıklarında uygulanan, sadece yönetim kurulu üye seçiminde oyda imtiyaz sağlayan imtiyazlı payların ihraç edilmesidir. Örneğin bir A Grubu imtiyazlı pay, genel kurulda yönetim kurulu üyesi seçiminde yüz bin oy hakkına sahip olurken bir B Grubu pay, 1 oy hakkına sahip olabilmektedir.⁹⁰⁹ Bu tür imtiyazda oy hakkı imtiyazı, sadece yönetim kurulu üyesi seçiminde kullanılmakta; kar dağıtımı, yönetim kurulu üyelerinin ibrası ve tasfiye gibi diğer hususlarda tüm hisseler eşit oy hakkına sahip olmaktadır. Yönetim kurulu üyelerini belirleme hakkı veren başka bir imtiyaz türü ise yönetim kurulu üyelerinin tamamını veya çoğunluğunu aday gösterme hakkına sahip olan imtiyazlı hisselerdir. Bu imtiyaz türü İMKB 100 Endeksine dahil şirketlerin yaklaşık yarısında mevcut bulunmaktadır.⁹¹⁰ Bu tür imtiyazda, genel

⁹⁰⁹ İMKB’de işlem gören yatırım ortaklıklarından Bumerang Yatırım Ortaklığı A.Ş. Ana Sözleşmesi’nin 11.maddesine göre “Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde A Grubu payların her biri 10.000 (Onbin) oy hakkına, B Grubu payların her biri 1 (Bir) oy hakkına sahiptir.”; Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş Ana Sözleşmesi’nin 7. maddesine göre “Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde A Grubu payların her biri 100.000 (Yüzbin) oy hakkına B Grubu payların her biri 1 (Bir) oy hakkına sahiptir...”; Eczacıbaşı Yatırım Ortaklığı A.Ş Ana Sözleşmesi Sözleşmesi’nin 11. maddesine göre, “Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde A grubu payların her biri 1.000 (bin) oy hakkına, B grubu payların her biri 1 (bir) oy hakkına sahiptir...”; Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş Ana Sözleşmesi’nin 11. maddesine göre “ Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde; A grubu nama yazılı payların her biri 1.000.000 (Birmilyon) oy hakkına, B grubu hamiline yazılı payların her biri (Bir) oy hakkına sahiptir.”

⁹¹⁰ İMKB’de işlem gören şirketlerin yönetim imtiyazları ve halka açıklık oranları için bkz. s. Tablo 3.

kurul yönetim kurulu üyelerini, imtiyazlı pay sahipleri tarafından gösterilen adaylar arasından seçmek durumunda kalır. Bu sözü edilen iki tür imtiyazın ortak yanı, imtiyazın esas olarak yönetim kurulu üyelerini (bazı şirketlerde aynı zamanda denetçileri) belirlemeye, dolayısıyla sahip olunan sermaye payına bakılmaksızın şirketin yönetim kontrolüne sahip olmaya yönelik olmasıdır. Ancak yönetim kurulu üyelerini belirleme imtiyazı oyda imtiyaz sağlamadığından, genel kurulda görüşülecek diğer konuları, mesela kâr dağıtımı, yönetim kurulu üyelerinin ibrası, tasfiye gibi konuları kapsamaz. Dolayısıyla söz konusu konularda oy haklarının çoğunluğuna sahip imtiyazsız hisse sahiplerinin kararı belirleyici olmaktadır. Bu durumda, sermayenin ve oy haklarının çoğunluğuna sahip olan kişi veya kişiler yönetim kurulu üyelerini belirleme hakkına sahip olmamakla birlikte, inter alia, ana sözleşmeyi değiştirme⁹¹¹ yönetim kurulunun ibrası, kâr dağıtımı konusunda karar verme yetkisine sahip olur. Buna karşı oy hakkı imtiyazının, ana sözleşme hükümlerine bağlı olmak kaydıyla sadece yönetim kurulu üyesi seçiminde değil aynı zamanda, ana sözleşme değişiklikleri gereken konular dışındaki, yönetim kurulu üyelerinin ibrası; kar dağıtım, bilançonun onaylanması gibi konularda kullanılması da mümkündür.⁹¹² SPK halka açılma öncesinde her iki tür imtiyazlı payların ihracına da izin vermektedir.⁹¹³

Tebliğ md. 5/1 c.2'ye göre yönetim kontrolünün elde edilmiş sayılması için, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların elde edilmesi gerekmektedir. Tebliğ'de açıkça belirtilmemiş olmakla birlikte yukarıda ifade ettiğimiz, sadece yönetim kurulu üyesi seçiminde oy hakkı imtiyazı veren imtiyazlı hisselerin çoğunluğunun iktisap edilmesinin de bu kapsamda yönetim

⁹¹¹ Yönetim kurulunu belirleme hakkına sahip imtiyazlı payların kaldırılması için TTK md. 389 gereği söz konusu pay sahiplerinin onayı gerekmektedir. Bu yüzden Ana sözleşme değiştirme yetkisine sahip olunmasına karşın imtiyazlı pay sahiplerinin onayı olmaksızın imtiyazlı payların kaldırılması mümkün olmamaktadır.

⁹¹² Yeni TTK 479. madde hükmüne göre oyda imtiyaz her pay için on çok on beş oyla sınırlanmıştır. Ayrıca Yeni TTK md. 479/3 hükmüne göre oyda imtiyaz ana sözleşme değişikliklerinin yanı sıra işlem denetçilerinin seçimi, ibra ve sorumluluk davası açılmasının görüşülmesinde de kullanılamaz.

⁹¹³ Son dönemde halka açılan şirketlerden Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin halka açılması sırasında geçerli olan ana sözleşmelerinde yönetim kurulu üyesini belirleme imtiyazının yanı sıra, genel kurulda oy kullanma imtiyazı da mevcuttur. Ayrıca 2010 yılında halka açılan şirketlerin sahip oldukları imtiyazlı hisseler için bkz. Tablo 1.

kontrolünün elde edilmiş sayılmasına ve zorunlu çağrının doğmasına yol açacağını düşünmekteyiz. Zira söz konusu hisselerin çoğunluğunun edinimi yönetim kurulu üyelerinin tamamını belirleme hakkı verecektir. Eğer edinilen imtiyazlı paylar, yönetim kurulu üyelerinin salt çoğunluğu seçme hakkı vermiyorsa bu edinim neticesinde yönetim kontrolü elde edilmiş sayılmayacak, dolayısıyla da çağrı yükümlülüğü doğmayacaktır. Mesela altı üyeden oluşan bir yönetim kurulunun salt çoğunluğu olan dört üye yerine üç üye belirleme hakkı veren imtiyazlı hissenin edinimi bu madde kapsamında yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilmeyecek ve çağrı yükümlülüğü doğmayacaktır. Bu hüküm Tebliğin 6/2 b. maddesinde yer alan pay devralanın yönetimi mevcut yönetimle eşit olarak paylaşması durumunda çağrıda bulunma yükümlülüğünün doğmayacağına dair hüküm ile de uyumludur.

Yönetim kontrolünü ele geçirme; karar verme, yönetme ve icra gücünü elde etmeyi ve ortaklıkta anılan durumu sağlayabilecek oranda pay ve oy çokluğuna sahip olmayı gerektirmektedir. Anonim ortaklıklarda kural olarak, “sermayeye oranla haklardan yararlanma” ilkesi geçerliyse de, kimi paylarda oyda ve yönetim kuruluna aday göstermede ayrıcalık tanınarak, bu kuraldan ayrılmak mümkündür. Böyle olunca da, pay çoğunluğuna sahip olunmasına karşın, ortaklık yönetim kontrolü sağlanmayabilmektedir.⁹¹⁴ Öte yandan yönetim kurulu üyelerini belirleme imtiyazına sahip hisselerle sahip olunması, ancak oyların çoğunluğuna sahip olunmaması hâlinde de borsadan hisse toplayan bir grup genel kurulda yönetim kontrolüne sahip hissedarın istemediği kararları alabilir, örneğin şirketin hisse fiyatının şirketin aktif değerine göre düşük olması durumunda şirketin tasfiyesine karar verebilir, karın tamamını dağıtabilir, yönetim kurulu üyelerini ibra etmeyebilir. Bu durumda imtiyazlı hisseye sahip olan kişi her ne kadar yönetim kurulu üyelerini belirliyor olsa da şirketi yönetmekte zorluk çekebilir. Böyle bir durumda SPK'nın yönetim kurulu üyelerini belirleme imtiyazına sahip hisselerin başkasına ait olmasına karşın sermayenin çoğunluğunun bir başkası tarafından iktisabı halinde zorunlu çağrı yükümlülüğü getirdiği kararı

⁹¹⁴ Bu konu hakkında Zafer Saka, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, Yasa Hukuk Dergisi, s. 15.

bulunmaktadır. ⁹¹⁵ Bu şekilde sermayenin çoğunluğunun elde edilmesi nedeniyle çağrı yükümlülüğü getirildikten sonra aynı kişinin yönetim kurulunu belirleme imtiyazı sağlayan hisseleri devralmasında ise SPK çağrı zorunluluğunun doğmadığına karar vermiştir. ⁹¹⁶ Buna karşın SPK'nın sermaye çoğunluğunun bir başkasına aitken yalnız yönetim kurulu üyelerini belirleme imtiyazı taşıyan imtiyazlı hisselerin devri durumunda da Tebliğ md. 5/1 c.2 uyarınca çağrı zorunluluğu getirmesi gerekir.

Seri:IV No:44 sayılı Tebliğe göre yönetim kontrolünün elde edilmesi için, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda salt çoğunluğu oluşturan sayıda aday gösterme hakkına sahip imtiyazlı payların elde edilmesi gerekir. Salt çoğunluk veya mutlak ekseriyet, karar verenlerin yarısından fazlasını ifade eder. ⁹¹⁷ 3 kişilik yönetim kurulunda 2, 4 kişilik yönetim kurulunda 3, 5 kişilik yönetim kurulunda 3, 6 kişilik yönetim kurulunda 4, 7 kişilik yönetim kurulunda 4 üye salt çoğunluğu oluşturur. Seri:IV No.44 Tebliği'nde, TTK md. 330'daki toplantı yeter sayısından farklı bir esas benimsenmiştir. TTK md. 330'a göre, bir karar alınabilmesi için yönetim kurulu üye sayısının yarısından bir fazlasının toplantıya katılmış olması gerekir. TTK 330'a göre karar alınabilmesi için, 3 kişilik yönetim kurulunda 3 üyenin, 4 kişilik yönetim kurulunda 3 üyenin, 5 kişilik yönetim kurulunda 4 üyenin, 6 kişilik yönetim kurulunda 4 üyenin, 7 kişilik yönetim kurulunda 5 üyenin toplantıya katılmış olması şarttır. Bu durumda 7 kişilik yönetim kurulunda 4 üye belirleme imtiyazına sahip hisselerin elde edilmesi, salt çoğunluğu oluşturduğunda, çağrı zorunluluğunu doğuracak olmakla birlikte, yönetim kurulunda karar alabilme gücünü mutlak olarak sağlamayabilecektir. Zira bu durumda toplantı yapılabilmesi için imtiyazlı payları edinen kişinin belirlediği üyelere başka en az bir üyenin toplantıya katılması gerekli olacaktır.

2. Hedef Şirketin Yönetim Hakimiyetinin Dolaylı Olarak Elde Edilmesi

⁹¹⁵ Bkz. yukarıda anılan SPK 2003/63 HB'de yayınlanan Egeli & Co. Funds SA, Tan Egeli - Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı.

⁹¹⁶ Bkz. yukarıda anılan SPK 2005/16 HB'de yayınlanan Egeli & Co. Funds SA, Tan Egeli - Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı.

⁹¹⁷ Ejder Yılmaz, Hukuk Sözlüğü, s. 78.

Halka açık anonim ortaklığın kendi ortaklık yapısında değil de bu ortaklığın yönetimini belirleme yetkisine sahip olan tüzel kişi ortağının (ana ortak) ortaklık yapısında yönetim hakimiyetinde değişime sebep olacak bir değişiklik meydana geldiğinde hakim ortağın yönetim hakimiyetine sahip olan, dolaylı olarak halka açık anonim ortaklığın da yönetim hakimiyetine sahip olmuş olur. Bu şekilde ana ortaklıktaki yönetim hâkimiyeti değişikliği neticesinde halka açık anonim ortaklığın yönetim hâkimiyetinde değişiklik meydana gelmesi halinde dolaylı kontrol değişikliğinden söz edilir.

Tebliğin 5. maddesinin ikinci fıkrası, hedef şirketin yönetim kontrolünün hedef şirkete hakim tüzel kişiliğin yönetim kontrolünün değişmesi ile dolaylı olarak değişmesini düzenlemektedir. Dolaylı pay sahipliği sebebiyle yönetim kontrolü değişikliğinin tespitinde, çağrı zorunluluğuna konu halka açık anonim ortaklığın yönetim kontrolüne sahip hakim tüzel kişiliğin ve varsa hakim tüzel kişiliğin yönetim kontrolüne sahip diğer tüzel kişilerin yönetim kontrolünün değişip değişmediği hususu dikkate alınmaktadır. Söz konusu tüzel kişi veya kişilerin herhangi birisi vasıtasıyla, iktisap edilen pay oranından bağımsız olarak, halka açık şirketin yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme gücünü elde edilmesi, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilmektedir. Yönetim kontrolünün bu şekilde değişmesi halinde de Tebliğ'in 6. maddesi uyarınca çağrı yükümlülüğü doğmaktadır. Bununla birlikte ana ortaklıktaki yönetim kontrolü değişikliğinin, ana ortağın paylarına sahip olduğu halka açık anonim ortaklıktaki yönetim kontrolünün elde edilmesi amacını taşımaması bir muafiyet hali olarak düzenlenmiştir.⁹¹⁸ Bu muafiyet hali aşağıda incelenecektir.

Dolaylı kontrol değişikliği durumunda zorunlu çağrı yükümlülüğü çağrıya ilişkin önceki SPK düzenlemesi olan Seri:IV No.8 Tebliği döneminde de uygulanmıştır.

919 .

⁹¹⁸ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md.11.1 (c).

⁹¹⁹ Bkz. SPK 2005/41 HB'de yayınlanan GSCP Athena Srl - Türk Pirelli Kablo ve Sistemleri A.Ş. kararı; SPK 2005/37 HB'de yayınlanan Koçbank A.Ş. - Yapı Kredi Sigorta A.Ş., Yapı Kredi Finansal Kiralama A.O., Boyasan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tümteks Tekstil ve Sanayi A.Ş. kararı; SPK, 2005/37 HB'de yayınlanan Koçbank A.Ş. - Yapı kredi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Yapı

Dolaylı kontrol değişikliği düzenlemelerinin uygulanması için, halka açık anonim ortaklığın yönetim kontrolüne sahip olan tüzel kişinin kendi bünyesinde yönetim kontrolünün değişmesi gerekir. Bu hükmün uygulanması için halka açık şirkete hâkim olan tarafın tüzel kişi olması şarttır. Gerçek kişiler bakımından bu hükmün uygulanması söz konusu olmaz. Ancak söz konusu tüzel kişinin anonim şirket olması şart değildir. Bu tüzel kişi, limited şirket, kollektif, komandit şirket, yurt dışında kurulu bir şirket olabilir.⁹²⁰ Fakat, hedef şirketin hakim ortağının şirket değil vakıf veya dernek olması durumunda bunlardaki yönetim veya üye değişikliklerinin çağrıda bulunma yükümlülüğünü doğurmayacağı kanaatinceyiz. Zira neticede tüzel kişiliği bünyesindeki kontrol değişikliğinin, pay devri neticesinde oluşan bir yönetim değişikliği olması gerekir.

Yönetim kontrolü ele geçirilen halka açık bir şirketin halka açık iştirakleri bulunuyorsa çağrı yükümlülüğü hem yönetim hakimiyeti doğrudan ele geçirilen şirket hem de bu şirketin yönetim hakimiyeti dolaylı olarak ele geçirilen halka açık iştirakleri için doğar.⁹²¹

Yönetim kontrolü değişen tüzel kişinin, halka açık şirket olması durumunda, hem hedef şirketin kontrolüne sahip olan tüzel kişi, hem de iştiraki olan hedef şirket zorunlu çağrıya muhatap olur.

B. Payların İktisabı ve Mülkiyet Dışında Haklara Sahip Olunması

Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı; SPK 2003/08 HB'de yayınlanan Telia Sonera AB - Turkcell Holding A.Ş. kararı; SPK 2002/55 HB'de yayınlanan Park Holding A.Ş. - Park Elektrik Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı; SPK 2002/53 HB'de yayınlanan E.I. du Pont de Nemours and Company - Sasa DuPont Sabancı Polyester Sanayi A.Ş. kararı; SPK 2002/32 HB'de yayınlanan Kamer Holding A.Ş. - Konaltaş Konya Alüminyum Sanayii ve Ticaret A.Ş. kararı. SPK 2002/06 HB'de yayınlanan BNP Paribas SA - Varlık Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı; SPK 2002/17 HB'de yayınlanan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. - İş Genel Finansal Kiralama A.Ş. kararı; SPK, 2002/03 HB'de yayınlanan T. Garanti Bankası A.Ş. - Tansaş Perakende Mağazacılık Ticaret A.Ş. kararı. SPK 2011/21HB'de yayınlanan BNP Paribas Fortis Yatırımlar Holding A.Ş.,BNPP Yatırımlar Holding A.Ş. - Türk Ekonomi Bankası A.Ş. kararı.

⁹²⁰ Bkz. SPK'nın 2006/07 HB'de yayınlanan Spohn Cement GmbH - Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı;

⁹²¹ Bkz. SPK 2005/37 HB'de yayınlanan Koçbank Nederland N.V. - Çukurova Holding A.Ş. kararı. Koçbank Nederland N.V tarafından halka açık Yapı ve Kredi Bankasının yönetim hakimiyetinin ele geçirilmiş olması nedeniyle Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin iştirakleri olan halka açık Yapı Kredi Sigorta A.Ş. ve Yapı Kredi Finansal Kiralama A.O. için de çağrıda bulunma yükümlülüğü getirilmiştir.

1. Payların İktisabı

Seri:IV No.44 Tebliği md. 6/1'e göre bir halka açık anonim ortaklıkta, "yönetim kontrolünü sağlayan payları" iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları da satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadırlar.⁹²² Bu hükümde dikkat çeken husus, çağrı yükümlülüğünün doğmasının paylarının iktisabına bağlı kılınmış olmasıdır.

Bununla birlikte Tebliğ'in 5. maddesinde yönetim kontrolünün elde edilmesi, ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının %50 veya daha fazlasına sahip olunması olarak tanımlanmıştır. Tebliğ'in 5. maddesinde sermaye ve oy haklarına nasıl sahip olunması gerektiğine ilişkin bir vurgu yapılmamıştır. Buna karşın 6. maddede çağrı yükümlülüğünün doğması için yönetim kontrolünü sağlayan payların iktisap edilmesi şartı aranmıştır. Buradan Tebliğ'in çağrı yükümlülüğünün doğması için mutlaka mülkiyet hakkına sahip olunması gerektiğini aradığı, yönetim kontrolünü sağlayacak oy haklarına, mülkiyet dışında intifa gibi haklar ve oy sözleşmeleri gibi nisbi haklarla sahip olunması durumunda yükümlülüğün doğmayacağı sonucu çıkarılabilir.

Burada tartışılması gereken husus Tebliğ'de sadece pay iktisabından bahsedildiğinden pay iktisabı dışında bir yol ile oy haklarının dolayısıyla bir şirketin yönetiminin ele geçirilmesi durumunda çağrı yükümlülüğünün doğup doğmayacağıdır. Mesela kontrolü sağlayan oy hakları, paylarının iktisabı yerine, paylar üzerinde intifa hakkı tesis edilmesi suretiyle ele geçirilmiş ise ne olacaktır? Tebliğde iktisap şartı aranıyor, intifa hakkı nedeniyle hiçbir durumda çağrıda bulunma yükümlülüğü doğmaz demek mümkün müdür? Ayrıca intifa hakkı dışında oy haklarına dolayısıyla şirket yönetim hâkimiyetinin, oy sözleşmeleri, pay satın alma hakkı veren opsiyon ve varant gibi araçlarla elde edilmesi yoluna gidilmesi halinde bu işlemlerin Seri:IV No.44 Tebliği hükümleri kapsamı dışında olduğu ileri sürülebilir midir? Kanaatimizce, her ne kadar Tebliğ'in 6. maddesi hükmüne göre sadece pay iktisabının çağrı yükümlülüğü doğuracağı sonucuna varmak mümkün olsa da amacın yönetim kontrolünün düzenlenmesi olduğu

⁹²² SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 6 f.1.

dikkate alındığında sermayenin ve oy haklarının elde edilmesine yol açabilecek işlemlerin ayrı ayrı değerlendirilmesi gerektiği görüşünü taşımaktayız.

Öncelikle çağrı düzenlemeleri konusunda Avrupa Birliği dahil birçok ülke düzenlemesini etkilemiş olan İngiltere'deki konuya ilişkin hükümleri incelemekte yarar görmekteyiz. İngiltere'de oy haklarının pay iktisabından bağımsız olarak ele geçirilmesi halinde de çağrı yükümlülüğü doğmaktadır.⁹²³ Çağrı yükümlülüğünün doğması için payın mutlaka mülkiyetinin ele geçirilmiş olması şart değildir. City Code 9.1 maddesinde “hisse iktisabı” değil “hisseler üzerinde menfaat sahibi olunması” (interest in share) ifadesi kullanılmıştır. İngiltere'deki düzenlemeye göre çağrı yükümlülüğünün doğması için mutlaka ilgili hisselerin sahibi olunması ve bu yolla oy haklarına sahip olunması şart olmadığı gibi CFT (contract for differences) gibi sadece hisseye ilişkin mali haklarından faydalanma hakkı veren menkul kıymetlerde sahip olunan uzun pozisyonlar dahi dikkate alınmaktadır.⁹²⁴ Bunun anlamı ilgili hedef şirketin hissesine ve oy haklarına sahip olunmadan dahi çağrı yükümlülüğünün doğabileceğidir. Menfaat terimi hukuki olmaktan çok ekonomik bir terimdir. Panel, bir hisselerin fiyat artışından ekonomik yarar sağlayacak bir pozisyon sahibi olmayı (uzun pozisyon) da menfaat sahibi olmak olarak nitelendirmektedir. Buna karşın bir hisselerin fiyat düşüşünden ekonomik yarar sağlayacak bir pozisyon sahibi olma (kısa pozisyon) “menfaat” olarak nitelendirilmemektedir. City Code'da yer alan tanımlamaya göre bir kişi (1) hisselerin maliki olması, (2) hisselerle ilişkin oy haklarını doğrudan veya dolaylı olarak kullanma hakkına sahip olması, (3) hisseler üzerinde alım opsiyonu veya satın alma hakkı veren başka bir türev kontrata sahip olması veya (4) çağrı konusu hisselerin fiyat artışından kazanç sağlayacak şekilde bir türev arasında uzun pozisyon sahibi olması halinde bu kişinin hisseler üzerinde çağrı yükümlülüğünün doğmasına sebep olacak şekilde menfaat sahibi olduğu kabul edilmektedir. Görüldüğü gibi İngiltere'de *menfaat* oldukça geniş bir biçimde değerlendirilmektedir. Menfaatin bu kadar geniş değerlendirilmesi neticesinde bir kişinin veya birden çok kişinin hisseler üzerinde farklı menfaatlara sahip olması söz konusu olabilmektedir. Örneğin bir kişi bazı hisseler üzerinde ödünç alan bazı

⁹²³ City Code Kural 9.1 Açıklama 13.

⁹²⁴ Bu konuda bkz. Gower, s.1022-1023.

hisseler üzerinde malik sıfatıyla menfaate sahip olabilir. Bu durumda çağrı yükümlülüğünün tespitinde bu kişinin farklı menfaatlere sahip olduğu hisseler toplanmaktadır.⁹²⁵ Benzer bir şekilde bir hisse üzerinde iki veya daha fazla kişinin menfaate sahip olması durumunda ise iki taraf da bu hisse üzerinde menfaat sahibi olarak değerlendirilmektedir. Örneğin bir hissedarın, bir kişiye hisseleri üzerinde alım opsiyonu tanınması durumunda bu kişi hisse sahibi, işlemin karşı tarafı ise opsiyon hakkı sahibi olarak hisse üzerinde menfaat sahibi kabul edilmektedir.⁹²⁶

Bu açıklamaların gösterdiği gibi çağrı yükümlülüğü doğmasında hisseler üzerinde sahip olunan hakların hukuki niteliğinin bir önemi yoktur. Hatta hisseye ilişkin oy hakkı gibi bir hak vermeyen sözleşmeler dahi bu kapsamda çağrı yükümlülüğünün hesabında dikkate alınmaktadır. Söz konusu düzenlemenin mantığı, eğer hisse senedini piyasa fiyatından almaya hak sağlayan bir araca sahipseniz ve amacınız şirket yönetim kontrolünü ele geçirmekse, dilediğiniz zamanda söz konusu hisseleri edinip kontrolü ele geçirebilme gücüne sahip olmanızdır.

Bu açıklamalardan sonra aşağıda pay iktisabı dışında, oy hakları üzerinde hak sağlanmasına yol açan veya paylara ilişkin alım hakkı veren sözleşme ve hakların Türk hukukundaki durumu ele alınacaktır.

2. İntifa Hakkı

Türk hukukuna göre oy hakları pay sahibine aittir. Bu kuralın tek istisnası TTK md. 360/4 uyarınca pay üzerinde intifa hakkı tesisi durumunda oy hakkının intifa hakkı sahibine ait olmasıdır.⁹²⁷

İntifa hakkı sahibine intifa konusu üzerinde mutlak yararlanma ve kullanma yetkisi veren bir ayni haktır.⁹²⁸ Ayni hak olması hakkın herkese karşı, bu arada

⁹²⁵ City Code Definition Interest in Securities Note 7.

⁹²⁶ City Code Definition Interest in Securities Note 2.

⁹²⁷ 6672 sayılı TTK md. 360/4; 6102 sayılı TTK md. 432/2: “Bir payın üzerinde intifa hakkı bulunması hâlinde, aksi kararlaştırılmamışsa, oy hakkı, intifa hakkı sahibi tarafından kullanılır.”

⁹²⁸ Abuzer Kendigelen, Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1994, s. 22-23.

payın devredilmesi durumunda payı devir alana karşı da ileri sürülmesini sağlar.⁹²⁹ Bu arada mevcut TTK md. 360/4 ve yeni TTK 432/2’de oy hakkının intifa hakkı sahibine ait olması kuralının aksinin kararlaştırılabileceği, yani oy hakkının malike ait olmasına karar verilebileceği kabul edilmektedir.

Eğer intifa sözleşmesi oy hakkının malike ait olacağı yönünde bir hüküm taşıyorsa, oy haklarının %50’sinden fazlasını temsil eden paylar üzerinde intifa hakkı sahibi olan kişi oy haklarının %50’sinden fazlasına sahip olarak, ana sözleşmede özel bir imtiyaz öngörülmüş olmadıkça şirket yönetim kurulunu belirleme yetkisine, dolayısıyla yönetim kontrolüne sahip olur. Bu durumda yönetim hakimiyeti ele geçirildiğinden normal olarak çağrı yükümlülüğünün doğması gerekir. Ancak Tebliğ’in 6. maddesinde iktisap şartı arandığından çağrı yükümlülüğünün getirilip getirilmeyeceği belirsizdir. Buna rağmen SPK kararlarına da bakıldığında intifa hakkı suretiyle yönetim kontrolünün sağlanması halinde SPK’nın çağrı yükümlülüğü getirmesi muhtemel görülmektedir.

Seri:IV No.8 Tebliği’nin yürürlükte olduğu dönemde⁹³⁰ intifa hakkı ile ilgili bir kararda SPK, intifa hakkının çağrı yükümlülüğü doğurması hususunu kategorik olarak reddetmemiş, karar konusu olayda oy haklarının kullanılması malike bırakılmış olması nedeniyle konunun oy haklarının intifa hakkı sahibi tarafından kullanılması halinde tekrar değerlendirilmesine karar vermiştir.⁹³¹

⁹²⁹ Bkz. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 530.

⁹³⁰ SPK Seri:IV No.8 Tebliği ile SPK Seri:IV No.44 Tebliği arasında intifa hakkı bakımından bir farklılık bulunmamaktadır.

⁹³¹ SPK 2004/27 HB’de yayınlanan Unit Investment Societe Anoyne- Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş kararı: “...Taraflarca intifaya konu hisse senetlerinin oy hakkının malik tarafından kullanılacağına beyan edilmiş olması nedeniyle, bu aşamada Seri:IV No.8 Tebliği 17’nci madde kapsamında bir değerlendirmede bulunmanın gerekli olmadığına, ancak sözleşmenin taraflarından biri olan Kulüp’e sözleşmenin diğer tarafı olan Unit’e de bildirilmek üzere ve Futbol A.Ş.’ye; Unit tarafından oy hakkının kullanılması veya Şirket yönetimine katılması halinde Seri:IV No:8 Tebliği kapsamında durumun yeniden değerlendirilmesi gerektiği ...” SPK’nın önceki düzenlemesinde çağrı için pay iktisabı şartının aranıp aranmadığı mevcut düzenleme kadar açık değildi. Düzenlemede “sermayeye ve oy haklarına sahip olunması” ibaresinin kullanılmış olması sebebiyle intifa hakkının vasıtasıyla yönetim hakimiyetinin kazanılması durumunda çağrı yükümlülüğünün doğacağı savunulması mümkün görünmekteydi. Ancak bu dönemde de “sermaye ve oy hakları” ibaresinin kullanılmış olması yani. çağrı için hem sermayenin hem de oy haklarının belirli bir yüzdesine (o dönemde %25’i) sahip olunması ve intifa hakkının bu şartı sağlamıyor olması nedeniyle intifa hakkının çağrı yükümlülüğü doğurmayacağı savunulmuştur. Bkz. Kolcuoğlu, s. 76.

Oy haklarının intifa sözleşmesi veya ana sözleşme ile pay sahibine bırakılması durumunda çağrı yükümlülüğünün bundan nasıl etkileneceğinin tartışılması gerekir. SPK, bir kararında, pay üzerinde intifa hakkı bulunmasına rağmen “oy hakkının malik tarafından kullanılacağıın beyan edilmiş olması nedeniyle” çağrı yükümlülüğünün doğmayacağı, ancak sonradan intifa hakkı sahibi tarafından oy hakkının kullanılması durumunda çağrı yükümlülüğünün yeniden değerlendirilmesi gerektiği sonucuna varmıştır.⁹³²

Ayrıca çağrı yükümlülüğünden kaçınmak için intifa hakkı tesis edildiği tespit edilirse, mesela intifa hakkı sahibinin kendisi ve/veya birlikte hareket ettiği kişiler şirket yönetim kuruluna girmişse SPK intifa tesisinin muvazaalı olduğu gerekçesi ile intifa hakkı sahibine çağrı yükümlülüğü getirmesi gerekir.⁹³³ Böyle bir durumda intifa hakkı tesis eden malik ile intifa hakkı sahibinin birlikte hareket etmesi temelinde çağrı yükümlülüğünün doğmasının düşünülebileceği ileri sürülmüştür.⁹³⁴ Birlikte hareket etme görüşü kabul edildiğinde, muvazaadan farklı olarak payı devretmek yerine çağrı doğmaması konusunda iş birliğine girmesi sebebiyle intifa hakkı tesis eden kişi de birlikte hareket eden olarak çağrı

⁹³² SPK 2004/27 HB’de yayınlanan Unit Investment Societe Anoyne - Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş. kararı.Ayrıca SPK 2009/20 HB’de yayınlanan Faruk Süren Kararı “*Transtürk Holding A.Ş. ’nin (Şirket) yönetim kurulu üye sayısının yarısından fazlasını aday gösterme imtiyazına sahip (A) grubu payların Faruk Emir Süren(Emir Süren) tarafından babası Faruk Erol Süren’den (Erol Süren) devralınması nedeniyle doğan çağrı yükümlülüğünün Kurulumuzun Seri:IV, No:8 “Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” (Seri:IV, No:8 sayılı Tebliğ) ve Şirket’in iştirak işlemlerinden kaynaklanan özel durum açıklama yükümlülüklerinin Kurulumuzun Seri:VIII, No:39 sayılı “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” (Seri:VIII No:39 sayılı Tebliğ) çerçevesinde değerlendirilmesi sonucunda; A) Kurulumuzun Seri:IV No:8 Tebliğ’i kapsamında, Şirket’in yönetim kurulu üyelerini aday gösterme imtiyazına sahip (A) grubu payların çoğunluğunun devralınması nedeniyle Emir SÜREN için doğan çağrıda bulunma yükümlülüğünden, intifa sözleşmesi hükümleri uyarınca yönetim hakimiyetinde herhangi bir değişiklik meydana gelmemesi nedeniyle muafiyet tanınmasına, B) Çağrıda bulunma yükümlülüğünü doğuran (A) grubu imtiyazlı payların satın alınmasından sonra Kurulumuzun Seri:IV, No:8 sayılı Tebliği’nde belirlenen süreler içerisinde çağrı yapmak üzere veya muafiyet talebi ile Kurulumuza başvuruda bulunmayan Emir Süren’in Kurulumuzun Seri:IV, No:8 sayılı Tebliği’ne uyum konusunda azami dikkat ve özenin gösterilmesi gerektiği hakkında uyarılmasına, karar verilmiştir.”*

⁹³³ Bu durumda gizli işlemin “pay devri” görünürdeki işlemin ise pay üzerinde intifa hakkı tesisi olan nisbi muvazaa söz konusu olur. Nisbi muvazaada görünürdeki işlem geçersiz, gizli işlem ise geçerli kabul edilir. Nisbi muvazaa için bkz. Kemal Oğuzman/M.Turgut Öz, Borçlar Hukuku: Genel hükümler, 3. Bs., Filiz Kitapevi, İstanbul, 2000, s. 110; Fikret Eren, Borçlar Hukuku, 7. Bası, Beta Yayınları, İstanbul, 2001, s. 437; Eraslan Özkaya, İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları, Turhan Kitapevi, Ankara, 1999, s.129; Doğru, s. 161. Böyle bir durumda, çağrı yükümlülüğünün kötü niyetin himaye edilemeyeceği kuralı ve birlikte hareket etme temelinde doğması gerektiği görüşü için bkz. Kolcuoğlu, s. 78.

⁹³⁴ Kolcuoğlu, s. 78.

yükümlüsü tutulabilecektir. Kanaatimizce böyle bir durumda belirli belirtilerin varlığında “birlikte hareket etme” kavramından hareketle çağrı yükümlülüğü getirilmesi uygun bir çözüm olur.

Kanaatimizce intifa hakkı vasıtasıyla yönetim hakimiyetinin ele geçirilmesi durumunda SPK, olayın niteliğine göre eğer işlem çağrıdan kaçınma amacıyla intifa olarak gerçekleştirilmiş ve oy hakları malike bu yüzden bırakılmış olduğu sonucuna varırsa çağrı yükümlüğünün yerine getirilmesini isteyecektir.

3. Oy Sözleşmeleri

Oy sözleşmeleri, oy hakkının ortaklık genel kurullarında belli bir yönde kullanılması, kullanılmaması veya kullanımında çekimser kalınması taahhüdünü içeren sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır.⁹³⁵ Oy sözleşmesinin bir tarafı, sahibi olduğu oy hakkını sözleşmede belirtildiği şekilde kullanmayı kabul eden pay sahibi; diğer tarafı ise pay sahibinin oy haklarını sözleşmede belirtildiği şekilde kullandırmayı talep etme hakkına sahip olan oy sözleşmesi alacaklısıdır. Oy sözleşmeleri hak sahibine aynı değil, yani herkese karşı ileri sürülemeyen, nisbi, sadece sözleşmenin öteki tarafına ileri sürülebilen bir hak sağlar.⁹³⁶ Bu nedenle pay sahibi tarafından payın devredilmesi durumunda oy sözleşmesinden doğan hak, yeni pay sahibini bağlamaz. Bu yüzden oy haklarının sözleşmede olduğu şekilde kullanılması, cezai şart, oy sözleşmesi alacaklısı veya bir üçüncü kişi lehine vekalet verilmesi,⁹³⁷ payların devrinin kısıtlanması gibi önlemlerle⁹³⁸ güvence altına alınmaya çalışılır. Ancak söz konusu önlemlere karşı oy hakkı pay sahibine ait olmaya devam eder. Dolayısıyla oy sözleşmesi ile yönetim hâkimiyetinin tam ve kalıcı olarak sağlanmasının tam bir garantisi yoktur. Oy sözleşmesinin güvence altına alınması için kullanılacak önlemler arasında

⁹³⁵ Erdoğan Moroğlu, Özellikle Anonim ve Limited Ortaklıklarda Oy Sözleşmeleri, 2. Bs., Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1996, s. 4.

⁹³⁶ Moroğlu, Oy Sözleşmeleri, s. 69.

⁹³⁷ Vekalet verenin vekili her zaman azledebilmesi mümkün olduğundan (818 Sayılı Borçlar Kanunu md. 34/1 ve 396/1, 6098 Sayılı Borçlar Kanunu md. 512), vekalet verilerek oy hakkının oy sözleşmesi alacaklısına tanınması da tam bir güvence sağlamamaktadır.

⁹³⁸ Belirtilen ve bu husustaki kullanılacak diğer önlemler için bkz. Moroğlu, Oy Sözleşmeleri, s. 71 vd., Burada kullanılacak önlemler arasında payın inanca temlik ile devri de sayılmıştır. İnanca temlikte oy hakkı artık oy sözleşmesine dayanarak değil mülkiyete dayanarak temlik alan tarafından kullanılacaktır. Artık burada oy sözleşmesi sadece iç ilişki için önem taşır. Dış dünyadaki görüntü oy hakkının mülkiyete dayandığıdır.

payın inançlı temlik ile devredilmesi de sayılmaktadır. İnançlı temlikte bir borcu teminat altına almak için bir hak borcun alacaklısına inançlı olarak devredilmektedir.⁹³⁹ Muvazaadan farklı olarak inançlı temlikte taraflar devredilen hakkın inamılana geçmesini kesin ve ciddi olarak ister. Hakkın devri tarafların iradesine uygundur. Bu nedenle de Türk hukuku bakımından ilke olarak inançlı işlem geçerlidir.⁹⁴⁰ Dolayısıyla oy sözleşmesi uyarınca kullanılacak oyun temin edilmesi için paylar inançlı temlik ile devir edilmişse artık oy hakkı geçerli olarak kazanılmış mülkiyet hakkına dayanılarak kullanılır. Artık burada oy sözleşmesi sadece iç ilişki bakımından anlamlıdır. Dış dünya bakımından tesiri ise oy hakkının mülkiyete dayandığıdır. Dolayısıyla temelinde oy sözleşmesi veya bir başka sözleşme olsa bile eğer inançlı temlikle pay devredilmiş ise artık iktisap şartı gerçekleşmiş kabul edilmesi gerekir.

Tebliğde çağrı yükümlülüğü için payın iktisap edilmesi (paya sahip olunması) şartı arandığından bir kişinin sahibi olmadığı paylara ait oy haklarını oy sözleşmeleri ile kendi yararına kullanarak yönetim hâkimiyetinin ele geçirmesi normal olarak çağrı yükümlülüğünün doğmaması gerekir. Ancak intifa hakkında olduğu gibi oy sözleşmeleri vasıtasıyla yönetim hâkimiyetinin ele geçirilmesinde de olay bazında, belirli faktörlerin varlığı halinde malik ve oy sözleşmesi vasıtasıyla yönetim kontrolü elde eden kişinin birlikte hareket ettiği ve bu nedenle çağrı yükümlülüğünün doğduğu kabul edilebilecektir. SPK'nın, hissedar gruplarının yönetim kurulu üyelerini belirlemede ittifak yapmaları ve diğer grup hissedarların buna karşı blok oluşturmaması halinde çağrıda bulunma yükümlülüğünün doğacağı yönünde kararı bulunmaktadır.⁹⁴¹

İngiltere'de ortakların aynı yönde oy kullanmaları normal olarak "*birlikte hareket etme*" olarak nitelendirilmemektedir. Ancak belirli faktörlerin varlığı halinde Panel, ortakların yönetim kurulunun seçimine ilişkin ittifak kurmaları durumunda

⁹³⁹ Ergun Özsunay, Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler, Cezaevi Matbaası, İstanbul, 1968, s. 57-58.

⁹⁴⁰ Eren, s. 329-330; V. Andreas Tuhr, Borçlar Hukuku: Borçlar Hukuku'nun Umumi Kısmı, C. I,II, Çev. Cevat Edege, Yargıtay Yayını, Ankara, 1983, s. 835-836; Özkaya, s. 6; Doğru s. 159.

⁹⁴¹ SPK 2002/48 HB'de yayınlanan A. Cemal Dereli, C. Cemal Dereli, Sabri Dereli, Siyami Karakurluk - Yorüs Yenice Orman Ürünleri Sanayi A.Ş. kararı: "*Dereli ailesi ve Dereli ailesi ile birlikte hareket eden Siyami Karakurluk'un 7 kişilik yönetim kurulunda 4 üyeye sahip olması, diğer yönetim kurulu üyelerinin seçiminde destek olması ve diğer ortakların Dereli ailesi ve Siyami Karakurluk'a karşı bir blok oluşturmaması nedeniyle Seri:IV No.8 Sayılı Tebliğ'in 17'nci maddesi uyarınca Şirket'in diğer ortaklarına çağrıda bulunma zorunluluğu doğduğu...*"

bu ittifaka katılan her bir ortak ve seçilen yönetim kurulu üyelerinin birlikte hareket ettiklerini kabul edebilmektedir. Panel, bir önerinin yönetimi kontrol amaçlı olup olmadığına karar verirken (1) önerilen yönetim kurulu üyeleri ile bunları öneren ortaklar ve bu öneriyi destekleyenler arasındaki ilişki, (2) taraflar arasında mevcut veya geçmişten gelen bir ilişkinin olup olmadığı, (3) taraflar arasında yönetim kurulu üye seçimine ilişkin bir anlaşmanın mevcut olup olmadığı, (4) önerilen yönetim kurulu üyelerinden birinin seçim sonrasında ödüllendirilip ödüllendirilmediğini dikkate almaktadır. Anılan faktörlerin değerlendirilmesi neticesinde arada bir ilişkinin olmadığı veya ilişki olsa bile önemsiz olduğu sonucuna varılırsa ittifakın yönetim kurulunu kontrol amaçlı (board control seeking) olmadığı ve dolayısıyla birlikte hareket etme durumunun olmadığı sonucuna varılmaktadır. Bu faktörlerin değerlendirilmesi neticesinde birlikte hareketin var olduğu sonucuna varılırsa çağrı yükümlülüğü getirilebilmektedir.⁹⁴²

SPK Seri:IV No.44 Tebliği hükümleri göre oy sözleşmelerinin, çağrı yükümlülüğü doğurup doğurmayacağı hususunda benzer bir değerlendirme yapılması mümkündür. Sadece yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerin ibrası, temettü dağıtımına yönelik oy sözleşmeleri yapılması zorunlu çağrı yükümlülüğü bakımından yeterli olmaz.⁹⁴³ Sözleşmelerin, çağrı yükümlülüğü bakımından dikkate alınması için yönetimi kontrol amaçlı olması şartının aranması gerekir. Ancak, genel kurulda birlikte oy kullanmak için yapılan her ittifak aynı şekilde değerlendirilmemelidir. Eğer taraflar arasındaki ilişki uzun dönemli⁹⁴⁴ ise taraflar arasında yönetim kurulu üyesi seçimi hususunda anlaşma birlikte hareket ettikleri kabul edilebilir. İngiltere’de birlikte hareketin varlığının kabulü ile hemen çağrı yükümlülüğü doğmamakta, bu kişilerin ek hisse alımı yapmaları durumunda yükümlülük doğmaktadır.

⁹⁴² Burada dikkat edilmesi gereken Panel’in söz konusu ortakları birlikte hareket ediyor kabul etse ve bu kişiler birlikte %30 - %50 arasında hisseye sahip olsa bile bu kişilere ancak yeni pay edinilmesi durumunda çağrı yükümlülüğü getirdiğidir. SPK ise anılan kararında ittifakın doğduğu anda çağrı yükümlülüğü getirmiştir; City Code 9.1 Notes 2.

⁹⁴³ Kolcuoğlu, s. 83.

⁹⁴⁴ Kolcuoğlu, s. 83.

Türkiye’de mevcut ortakların kendi içinde yaptıkları ittifaklar neticesinde yönetimi belirlemeleri durumunda çağrı yükümlülüğünün doğması yerine birlikte hareketin varlığının kabul edilmesi, daha makul görülmektedir.

4. Payların Ödünç Alınması

Menkul kıymetlerin ödünç verilmesinde (“**securities lending**”), menkul kıymet aynen değil mislen iade edilecekse, yapılan akit, Borçlar Kanunu’na göre karz akdi veya 6098 sayılı yeni Borçlar Kanunu’ndaki adıyla tüketim ödücüdür. (BK md. 306/386) Karz akdinde ödünç verilen menkul kıymetin mülkiyeti ve dolayısıyla menkul kıymete ilişkin haklar ödünç alana ait olur. Dolayısıyla payların ödünç olarak verilmesinde, paylara ilişkin oy hakları da payları ödünç alana geçmektedir. Bu şekilde payların ödünç alınması suretiyle bir halka açık anonim ortaklığın oy haklarının %50 veya daha fazlasına sahip olunması suretiyle yönetim kontrolünün ele geçirilmesi mümkündür. İngiltere’de duruma göre çağrı yükümlülüğünün tespiti bakımından hem ödünç alanlar hem de ödünç verenler ödünç aldıkları veya verdikleri paylar üzerinde menfaate sahip olarak değerlendirilebilmektedirler. Böylece pay ödünç alınması neticesinde çağrı yükümlülüğü doğabilmektedir.⁹⁴⁵

SPK Seri:IV No.44 Tebliği’nde ödünç pay alınmasına ilişkin bir düzenleme yer almamaktadır. Kanaatimizce oy haklarının çoğunluğunun ödünç pay alma suretiyle ele geçirilmesi durumunda payların mülkiyeti ödünç alana geçtiğinden çağrı yükümlülüğünün doğması gerekir. Ancak SPK’nın payların ödünç alınmasının çağrı yükümlülüğü doğurup doğurmayacağı hususuna bir açıklık getirmesinde fayda bulunmaktadır.

5. Pay Alma Hakkı Veren Sözleşmeler

Bazen bir payın doğrudan devralınması yerine payı ileride devralma hakkı satın alınabilir. Bu tür bir hak veren sözleşme veya menkul kıymetler, hisse senedi ile

⁹⁴⁵ City Code Kural 9.1 Açıklama 18.

değiştirilebilir tahvil (“convertible bonds”) ⁹⁴⁶, opsiyon (“option”) ve varantlardır. (“warrant”)

Bu tür sözleşme ve menkul kıymetlerde alım hakkının kullanılması neticesinde bazen payın kendisinin teslimi gerekirken bazen de payın teslim zamanındaki bedelinin teslimi (cash settlement) öngörülmüş olabilir. Sözleşme konusu malın kendisinin teslimi gereken sözleşmelere aynı uzlaşmalı, diğerine ise nakdi uzlaşmalı sözleşme denir. Bazı sözleşmelerde ise aynı veya nakdi uzlaşmanın seçilmesi hak sahibine verilmiş bir seçimlik hak olur.

Bu haklara sahip olunması ile paya ve dolayısıyla bu paylara ilişkin oy haklarına doğrudan sahip olunmaz. Bu nedenle Seri:IV No.44 Tebliği çağrı yükümlülüğü için iktisap şartını aramakta olduğundan hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil, hisse senedi satın alma hakkı tanıyan opsiyon ve varantlara sahip olunmasının normal olarak çağrı yükümlülüğünü doğurmaması gerekir.

İngiltere’de alım hakkının kullanılması neticesinde mevcut hisseler mi yoksa yeni çıkarılacak şirket hisselerine mi hak kazanılacağı arasında bir ayrım yapılmaktadır. Hisse alım hakkı, hedef şirketin mevcut hisseleri üzerinde değil de yeni çıkarılacak hisseleri üzerinde ise o menkul kıymet üzerinde menfaatin varlığı kabul edilmekle birlikte hisse üzerindeki menfaatin, söz konusu alım hakkı opsiyonu kullanılarak yeni hisselerin çıkarılmasından sonra doğduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla yeni hisseler üzerinde alım hakkı veren opsiyon ve diğer türev araçlar doğrudan çağrı yükümlülüğü doğurmamaktadır. Çağrı yükümlülüğünün doğması için ilk önce hakkın kullanılarak yeni hisselerin çıkarılması gerekmektedir. Buna karşın alım hakkı mevcut hisselerle ilişkin ise, oy haklarının %25’inden fazlasına sahip olma hakkı veren bu tür bir araç çağrı yükümlülüğünü hemen doğurmaktadır.

SPK Seri:III No.36 Tebliği ile halka açık anonim ortaklıklara kendi veya başka şirketler menkul kıymetleri üzerinde varant çıkarması imkanı tanınmıştır. Bu tür

⁹⁴⁶ SPK Seri:II No.15 Tebliği md. 3’te hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin tanımı şu şekilde yapılmıştır. “Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller ihraç sırasında izahname ve sirkülerde belirlenen esaslar dahilinde, ihraççı ortaklıkça hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ile değiştirilmek üzere arttırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile değiştirme hakkı veren menkul kıymetlerdir.”

varantların çıkarılması halinde, varant sahiplerinin alım hakkını kullanmasıyla birlikte doğduğunun kabul edilmesi gerektiğini düşünmekteyiz.

6. Vekalet

Vekalet verenin vekili her zaman azledebilmesi mümkün olduğundan (Borçlar Kanunu md. 34/1 ve 396/1, 6098 sayılı Borçlar Kanunu md. 512) oy haklarının çoğunluğunun pay sahiplerinden alınan vekaletler ile temin edilmesi kalıcı bir hakimiyet sağlamaz. Pay sahibi vermiş olduğu temsil yetkisini geri aldığı anda hakimiyet yitirilmiş olur. Bu nedenle vekaleten oy kullanılarak yönetim hakimiyetinin el değiştirmesi durumunda normal olarak zorunlu çağrı doğmayacaktır. Ancak vekaletin uzun dönemli ve sürekli olması, bir oy sözleşmesini temin etmek üzere verilmiş olması, vekalet veren ile alan arasındaki ilişki gibi faktörler vekalet veren ile vekil arasında “*birlikte hareket etme*” ilişkisi olduğunu gösteriyorsa çağrı yükümlülüğü ortaya çıkabilecektir.

7. Rehin

Rehin hakkı, sınırlı aynı haklardandır. Teminat fonksiyonu görür. Pay üzerinde kurulu rehinde, intifa hakkının aksine oy hakkı kural olarak malike ait olur.⁹⁴⁷ Dolayısıyla paylar üzerinde rehin hakkı tesis edilmiş olması normal olarak yönetim hâkimiyetinin ele geçirilmesinde etkili olabilecek bir işlem değildir. Ancak kredi sözleşmelerinde temerrüt durumunda oy hakkının kredi verene ait olacağına ilişkin hükümlere sıklıkla rastlanılmaktadır. Kredi veren banka ile şirket yönetim hâkimiyetini ele geçirmek isteyen arasındaki ilişki normal bankacılık ilişkisi düzeyinde olduğu sürece bu tür bir hükmün bulunması çağrı yükümlülüğü üzerinde etkili olmaz. Ancak kredi, normal bankacılık ilişkisi dışında şirket hakimiyetinin birlikte ele geçirilmesi gibi bir amaçla verilmişse birlikte hareket etme ilişkisi söz konusu olacaktır. Örneğin bir kişi satın aldığı hedef şirket hisselerini bankaya veriyor ve banka da söz konusu hisseler karşılığında

⁹⁴⁷ TTK md. 360, MK md. 960. Ancak rehin sahibi tarafından oy haklarının kullanılması rehin hakkı sahibine bırakılabilir.

bankacılık teamüllerine uymayacak şekilde riskli kredi kullanıyorsa, burada birlikte hareket etme söz konusu olacaktır.

V. Çağrı Yükümlülüğü Doğurmayan Haller ve Çağrıdan Muafiyet

A. Çağrı Yükümlülüğü Doğurmayan Haller

Çağrı yükümlülüğü doğurmayan haller, Tebliğ uyarınca yönetim kontrolünü sağladığı kabul edilen payların iktisap edilmesine rağmen yine Tebliğ hükmü uyarınca çağrı yükümlülüğünün doğmadığı kabul edilen hallerdir. Tebliğdeki zorunlu çağrının doğması için şartların gerçekleşmiş olmasına karşın Tebliğ hükmü nedeniyle çağrıda bulunma yükümlülüğünün doğmadığı kabul edilmektedir. Çağrı yükümlülüğü doğurmayan haller, aşağıda açıklanan çağrıda muafiyetten farkı, çağrı yükümlülüğünün hiç doğmamış olduğu kabul edildiğinden muafiyet başvurusu yapılmasına gerek olmamasıdır. Muafiyet durumunda, çağrı yükümlülüğü doğmuştur, Tebliğde sayılan hallerin varlığı düşüncesi ile SPK'dan muafiyet talep edilmektedir. Muafiyet tanınması SPK'nın vereceği karara bağlıdır. SPK koşulların oluşmadığı gerekçesi ile muafiyet talebini kabul etmediği takdirde çağrının yapılması gerekecektir. Çağrı yükümlülüğü doğurmayan hallerde böyle bir başvuruya ve SPK'nın karar almasına gerek bulunmamaktadır. Ancak çağrı yükümlülüğü doğurmayan haller gerçekte oluşmamasına karşın oluşmuş gibi gösterilmiş ve SPK tarafından yapılan inceleme neticesinde bu durum ortaya çıkmışsa SPK'nın çağrı zorunluluğunu getireceğini düşünmekteyiz.

Çağrıda yükümlülüğü doğurmayan haller ilk olarak Seri:IV No.44 Tebliği ile düzenlenmiştir. SPK'nın önceki düzenlemesi olan Seri:IV No.44'de böyle bir düzenlemeye yer verilmemiş, muafiyet hallerinin düzenlenmesi ile yetinilmiştir. Aşağıda Seri:IV No.44 Tebliğine göre yönetim kontrolünü sağlayan hisselerin iktisap edilmiş olmasına rağmen, çağrıda bulunma yükümlülüğünün doğmadığı kabul edilen halleri inceleyeceğiz.⁹⁴⁸

⁹⁴⁸ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 6. f.2.

1. Yönetim Kontrolünün, Tüm Paylar İçin Yapılan İsteğe Bağlı Çağrı Neticesinde Elde Edilmesi

SPK Seri:IV No.44 Tebliğinde yer alan çağrı yükümlülüğü doğurmayan hallerden biri, yönetim hakimiyeti sağlayan payların, tüm pay sahiplerinin tüm hisseleri için yapılmış isteğe bağlı çağrı neticesinde elde edilmesidir.⁹⁴⁹ Yani bir kişinin tüm hisseleri satın almak üzere yaptığı isteğe bağlı çağrı neticesinde sermayenin veya oy haklarının %50 veya fazlasına sahip olması durumunda, çağrı zorunluluğu doğmayacaktır. İngiltere’de City Code⁹⁵⁰ ve AB Direktifi’ne⁹⁵¹ göre de isteğe bağlı çağrı neticesinde hakimiyetin ele geçirilmesi çağrı yükümlülüğü doğurmamaktadır.

İsteğe bağlı çağrı neticesinde, zorunlu çağrı doğmaması için iki şartın aynı anda gerçekleşmesi gerekir: Birincisi, çağrı tüm pay gruplarına açık olarak yapılmalıdır. Birden fazla pay grubu varsa çağrı bu grupların tümüne birden yapılmalıdır. İsteğe bağlı çağrı neticesinde zorunlu çağrı yükümlülüğü doğmamasının ikinci şartı, çağrı tüm pay gruplarının tamamı için yapıldığı gibi payların tamamı, yani % 100’ü için yapılması gerekir. Eğer isteğe bağlı çağrı, kısmi çağrı olarak yani, payların % 100’üne değil % 100’ünden az bir kısmına yapılmışsa, bu çağrı neticesinde zorunlu çağrı doğacaktır. Tabi burada zorunlu çağrı doğmaması, isteğe bağlı yapılan çağrıya yapılan alımlar neticesinde zorunlu çağrı yapmayı gerektiren payların edinilmesine ilişkindir. Eğer isteğe bağlı çağrı dışında yapılan alımlar ile çağrı yükümlülüğü doğuran paylar elde edilmişse yükümlülüğün doğması gerekir.

Tüm hissedarlara yönelik olarak yapılan çağrı neticesinde çağrı zorunluluğunun doğmamasının mantığı söz konusu çağrı neticesinde tüm ortaklara çıkış hakkının tanınmış olmasıdır. İsteğe bağlı çağrı kısmi çağrı olsaydı hissedarlar ortaklıktan çıkma hakkını tam olarak kullanamamış olacaktı. Burada isteğe bağlı çağrı neticesinde şirket kontrolünün el değiştirme ihtimali olduğuna göre çağrıyı yapanın yönetimi devralmasını istemeyen, ama teklifi kabul etmemesi halinde

⁹⁴⁹ SPK’nın konuya ilişkin önceki düzenlemesi olan Seri:IV No.8 Tebliğine göre isteğe bağlı çağrı neticesinde zorunlu çağrıya ilişkin koşulların oluşması halinde çağrı yükümlülüğü doğmaktaydı.

⁹⁵⁰ City Code Bl. F Kural 9.1 Açıklamaları.

⁹⁵¹ AB 2004/25/EC Direktifi Kural 5.2.

istemediği bir yönetim ile karşı karşıya kalmak istemeyen hissedarlar için bu durum bir satma baskısı oluşturmayacak mıdır? Zira kendileri teklifi kabul etmez ancak kontrol çağrısı yapan kişiye geçerse, zorunlu çağrı da yapılmayacağından istemedikleri bir durumla karşı karşıya kalacaklardır. Kanaatimizce hissedarları böyle bir baskı altından kurtarmanın yolu, teklifi başlangıçta kabul etmek istemeyen hissedarlara, yönetim kontrolünün çağrısı yapana geçmesi halinde, ek bir süre verilerek satma hakkı tanınmasıdır. Ayrıca AB Direktifi'nde öngörülen isteğe bağlı çağrıdan sonra, hissedarlara tanınan hisselerini satma hakkı böyle bir baskıdan hissedarları korumaya yöneliktir. Bununla birlikte satma hakkının da ancak %90 veya daha fazla hissenin edinimine bağlı olarak ortaya çıkması nedeniyle AB Direktifi'nin de hissedarları söz konusu baskıdan tam olarak kurtaracağı söylenemez.

2. Yönetimin, Mevcut Yönetim ile Eşit Paylaşılması

Tebliğ md. 6. f.2/b hükmüne göre, payları devir alan kişinin, yönetim kontrolünü, payları devralmadan önce şirketin yönetim kontrolüne sahip olanlar ile eşit olarak paylaşması halinde çağrı yükümlülüğü doğmayacaktır. Tebliğde, “eşit paylaşım” ibaresi ile de yönetim kurulunda tarafların eşit sayıda üye ile temsil edilmesi ifade edilmiştir.

Eşit yönetime dayalı olarak çağrı zorunluluğunun doğmaması uygulaması aslında Seri:IV No.8 Tebliği'nin yürürlükte olduğu dönemde SPK'nın uygulamada olay bazında aldığı kararlara dayanmaktadır. Bu dönemde “sermaye ve oy haklarının” %25 ve fazlasını edinmek çağrı zorunluluğunun doğması için yeterli görülüyordu. Bu yüzden şirketlerin özellikle yabancı ortaklıklarla stratejik ortaklık ilişkisine girmesi, %25'in üzerinde bir ortaklık ilişkisine girilmesi çağrı zorunluluğunun doğmasına sebep oluyordu. Örneğin bir yabancı şirketin, halka açık anonim ortaklığa % 30 oranında iştirak etmesi ve yönetim kuruluna üye belirleme hakkına sahip olması halinde çağrıda bulunma zorunluluğu doğmaktaydı. O dönemde tebliğ ile düzenlenmiş muafiyet hallerinden biri, zorunlu çağrı doğuran pay devrine rağmen “yönetim hakimiyetinde herhangi bir değişiklik olmamasıydı”. Eğer ortaklığın sermaye ve oy haklarının % 50'sinden

fazlasına bir kişi veya grup sahipse % 25'ten fazla paya sahip olan kişi çoğunluk ilkesi gereği yönetimde söz sahibi olması mümkün olmadığından “yönetim hakimiyetinde herhangi bir değişiklik olmaması” muafiyet haline dayanarak SPK'dan muafiyet almasında bir sorun olmamaktaydı. Ancak stratejik ortaklık durumunda, hakim ortağın sahip olduğu yönetim kurulu üyeliklerinin bir kısmını stratejik ortağa vermesi durumunda, aslında yönetimde bir değişiklik meydana geldiğinden “yönetim hakimiyetinde her hangi bir değişiklik olmaması” haline dayanarak muafiyet tanınması Tebliğde yazılı muafiyet haline tam uymuyordu. Bu dönemde SPK, şirketi mevcut yönetim ile birlikte yönetecek olan, sermaye ve oy haklarının %50'sinden daha az pay devralan stratejik ortaklara yönelik olarak, Tebliğde düzenlenmemiş “*yönetiminin taraflar arasında eşit paylaşılması*” gerekçesine dayanarak muafiyet tanıyan kararlar vermiştir.⁹⁵² Söz konusu olaylarda muafiyet talebinin Tebliğde yazılı olan, “hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabına rağmen, ortaklığın sermaye dağılımı gereğince, yönetim hakimiyetinde hiçbir değişiklik olmaması” hükmüne dayanılarak yapıldığı ama SPK tarafından muafiyetin “*yönetiminin taraflar arasında eşit paylaşılması*” gerekçesine dayandırıldığı dikkat çekmektedir.

Yukarıda belirttiğimiz, özellikle çağrı zorunluluğunun sermayenin ve oy haklarının %25 veya daha fazlasının elde edilmesi haline SPK tarafından uygulamada çözüm olarak getirilmiş olan birlikte yönetim, bu kez Seri:IV No.44 Tebliği'nde “eşit yönetim” adı altında zorunlu çağrıyı doğurmayan hallerden biri olarak kabul edildiği görülmektedir.

⁹⁵² SPK 2005/42 HB'de yayınlanan Alfa Telecom Turkey Limited - Turkcell Holding A.Ş. kararı “*mevcut sözleşmeler kapsamında Alfa ile Çukurova Grubunun birlikte hareket edecekleri dikkate alınarak olumlu karşılanmasına*”; SPK 2006/11 HB'de yayınlanan General Electric Capital Corporation (GE) - Garanti Gayrimenkul ve Garanti Yatırım Ortaklığı kararı. “*...tarafların Garanti Bankası'nda ortak yönetim prensiplerine göre hareket edecekleri de belirtilerek ... diğer ortaklarına ait hisse senetlerini satın alma yükümlülüğünden, anılan Tebliğin 17'nci maddesinde yer alan “Ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabına rağmen, ortaklığın sermaye dağılımı gereğince, yönetim hakimiyetinde hiç bir değişiklik olmaması” hükmü gereğince muaf tutulması talebine ilişkin olarak, ... Garanti Gayrimenkul ve Garanti Yatırım Ortaklığı'nın ana ortağı konumunda bulunan Garanti Bankası yönetiminin taraflar arasında eşit paylaşılmasının söz konusu olması ve Garanti Gayrimenkul ve Garanti Yatırım Ortaklığı'nda GE Limited'in dolaylı olarak sahip olduğu pay yüzdelerinin sırasıyla %13 ve %0,017'de kalması nedeniyle GE Limited'in muafiyet talebinin olumlu karşılanmasına...*”; SPK 2007/17 HB'de yayınlanan Turan Alem Securities - JSC (TAS) Şekerbank T.A.Ş. kararı: “*... çağrı yükümlülüğünden muaf tutulmasına ilişkin talebinin, ... arasında imzalanan sözleşme uyarınca, Şekerbank yönetiminin TAS ve Munzam Sandık tarafından eşit kontrol ve ortak yönetim ilkesi çerçevesinde müştereken yürütüleceği, dikkate alınarak olumlu karşılanmasına*”

Yeni düzenleme ile yönetim kontrolü sağlayan paylar %25'den %50'ye çıkarılmış olduğundan bu dönemde zaten %50'yi aşmayan veya yönetim kurulunda çoğunluk sağlamayan stratejik ortaklık zaten çağrı yükümlülüğü doğurmamaktadır.⁹⁵³ Yeni düzenlemeye göre yönetim kontrolünü sağlayan paylar, Tebliğin 5. maddesinde (1) sermayenin veya oyların % 50 ve daha fazlasını temsil eden paylar veya (2) yönetim kurulu üyelerinin salt çoğunluğunu seçme hakkını veren imtiyazlı paylar olarak tanımlanmıştır. Buna göre yönetim kurulu üyelerinin yarısını belirlemeye hak kazanacak şekilde imtiyazlı pay iktisabı, zaten Tebliğin 5. maddesindeki tanım gereği yönetim kontrolünü sağlayan pay olarak kabul edilmemekte ve dolayısıyla çağrı zorunluluğunu doğurmamaktadır. Örneğin bir şirketin A grubu hisseleri, altı kişiden oluşan yönetim kurulunun tamamını belirleme yetkisine sahip olsun. A Grubu imtiyazlı hisselerine sahip mevcut ortak yönetim kurulu üye belirleme yetkisinin yarısını, yani üç üyeyi belirleme yetkisini bir kişiye devrettiğinde, bu devir neticesinde devir alan, Tebliğin 5. maddesine göre yönetim kontrolünü sağlayan hisseler salt çoğunluğu sağlayan hisseler olarak kabul edildiğinden, zaten bir çağrı yükümlülüğü altında olmayacaktı. Dolayısıyla bu hüküm ancak oldukça sınırlı durumlarda uygulama alanı bulabilecektir. Örneğin tarafların %50-%50 eşit ortaklık payına sahip olmaları durumunda, eğer yönetim kurulunda eşit temsil olursa, yönetim kontrolünü sağlayan paylar iktisap edilmiş ve anılan madde hükmü gereği çağrı zorunluluğu doğmaz. Ama sermayenin % 50 - %50'sine eşit olarak sahip olduğunda bu şirket zaten halka açık bir şirket olmaz. Dolayısıyla geriye bir tek yönetime yeni giren tarafın sermayenin ve oy haklarının %50'sinden fazlasını elde etmesine karşın yönetimi mevcut yönetimle birlikte eşit paylaşması durumu kalmaktadır.

Seri:IV No.44 Tebliğinde yönetimin eşit paylaşımın “yönetim kurulunda eşit sayıda üye ile temsil anlamına” geldiği ifade edilmiştir. Ancak “eşit üye ile

⁹⁵³ SPK Seri:IV No.44 Tebliği'nin yayınlanmasına ilişkin olarak yaptığı basın duyurusunda eşit yönetim ilkesinin stratejik ortakların girişini kolaylaştırmak amacıyla getirilmiş olduğu ifade edilmiştir. “*Stratejik ortak girişlerini kolaylaştıracağı düşünülen bir diğer husus ise, halka açık şirket yönetimlerinin eşit paylaşılmasına sebep olan pay devirleri nedeniyle çağrıda bulunma zorunluluğunun yeni Tebliğe göre doğmamasıdır. Bu şekilde, ana ortağın şirketin yönetimini eşit olarak paylaşmak koşuluyla, halka açık şirkete ortak olarak alacağı yeni stratejik yatırımcıya, çağrıda bulunma zorunluluğu getirilmeyecektir.*” SPK Seri:IV No.44'e İlişkin Basın Duyurusu (<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=200992&subid=0&ct=c&submenuheader=null>).

temsilin” nasıl sağlanacağı konusu da tartışılması gereken bir mesele olarak karşımıza çıkmaktadır. Tebliğde eşit üye ile temsilin, mutlaka imtiyazlı hisselerle sahip olunması vasıtasıyla mı sağlanması gerektiği yoksa imtiyazlı hisse dışında sözleşmelerde yer alan hükümlerle bunu sağlamanın mümkün olup olmadığı açık değildir. Sermaye ve oy haklarının çoğunluğunun devrine rağmen eşit yönetimin taraflar arasında akdedilecek sözleşme ile benimsenmesi durumunda çağrı yükümlülüğünün doğmadığı kabul edilecek midir? Kanaatimizce genel kurulda oyların çoğunluğu hukuken devralan tarafından elde edilmiş olmasına karşın sırf iki taraf arasında akdedilmiş bir sözleşmede yer alan, bir hükme dayanarak eşit temsil şartının doğduğunun kabulünün mümkün olmaması gerektiğini düşünmekteyiz. Nitekim SPK Seri:IV No.8 Tebliği döneminde payları devralan stratejik ortağın sermayenin ve oy haklarının % 50’inden fazlasına sahip olması halinde devralan ile mevcut hakim ortağın şirketi birlikte yönetecek olmalarına ilişkin gerekçeyi yerinde görmemiş ve muafiyet talebini kabul etmemiştir.⁹⁵⁴ Ancak yönetim kurulu üye sayısının yarısını belirleme imtiyazına haiz hisselerin paylarını devreden hissedar tarafından sahip olunması halinde eşit temsilin gerçekleştiği ve çağrı zorunluluğunun doğmadığı kabul edilebilir.

Burada değinilmesi gereken diğer bir husus da yönetimin eşit olarak paylaşımından sonra yönetime yeni katılan tarafın sonradan üstünlüğü tamamen ele geçirmesidir. SPK, önceki düzenleme yürürlükteyken “birlikte yönetim” gerekçesiyle verdiği muafiyet kararlarında, sonradan eşitliğin bozulması halinde çağrı zorunluluğunun doğacağını belirtmiştir.⁹⁵⁵ Kanaatimizce yeni düzenlemeye göre, eşit temsil nedeniyle çağrı yükümlülüğünün doğmaması halinde, sonradan eşit temsil sona ererek, yönetim hakimiyeti payları sonradan devralan ortağa tek başına geçtiğinde çağrı zorunluluğu doğmalıdır. Burada çağrıya katılma hakkı

⁹⁵⁴ SPK 2008/30 HB’de yayınlanan Rome Investment Management Limited- Klimasan kararı: “Rome Investment Management Limited’in, halka açık Klimasan Klima Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin (Klimasan) sermayesinin %61,01’ini temsil eden hisselerin sahibi olan Şenocak Holding A.Ş.’nin hisselerinin %71’ini satın alınmasına ilişkin olarak, Klimasan’ın yönetim hakimiyetinde herhangi bir değişiklik olmaması gerekçesiyle, Kurulumuzun Seri:IV No.8 sayılı Tebliği’nin 17. maddesi kapsamında, Klimasan’ın diğer ortaklarına çağrıda bulunma zorunluluğundan muafiyet verilmesi talebinin olumsuz karşılanmasına”

⁹⁵⁵ SPK 2006/11 HB’de yayınlanan General Electric Capital Corporation (GE) - Garanti Gayrimenkul ve Garanti Yatırım Ortaklığı kararı. Söz konusu kararda SPK tarafından eşit yönetim nedeniyle “...yönetim hakimiyetinin değişmesi sonucunu doğuracak herhangi bir değişiklik yapılması halinde, çağrıda bulunma yükümlülüğünün doğacağı hususunda GE Limited’in bilgilendirilmesine,...” karar verilmiştir.

olan ortakların, ilk pay devri sırasında ortak olanların mı yoksa eşit yönetimin son bulup zorunlu çağrının doğduğu sırada ortak olanlar mı olacağı tartışılabilir. Kanaatimizce zorunlu çağrı doğduğu sırada ortak olanların katılmaya hakkı olmalıdır. İlk pay devri sırasında ortak olanlar, eğer hukuka aykırı olarak bazı hususların gizlenmesi suretiyle “eşit paylaşım” halinden faydalanılma durumu varsa tazminat talep edilebilir.

Yönetim kurulunda, eşit temsil, çağrıyı doğurmadığı kabul edilen hallerden biri olarak düzenlendiğinden böyle bir durumda çağrı zorunluluğu doğmamakta bu yüzden de SPK’ya muafiyet başvurusu yapılmasına da gerek olmamaktadır. Ancak konuya ilişkin olarak Seri:VIII No.54 Tebliği hükümleri uyarınca özel durum açıklaması yapılması gerekeceğinden SPK’nın durumdan haberdar olup bir inceleme başlatması ve şartın oluşup oluşmadığını incelemesinin mümkün olduğu kanaatini taşımaktayız. Yapılan inceleme neticesinde SPK, eşit temsil şartının oluşmadığı, işlemin muvazaalı olarak yapıldığı sonucuna varırsa zorunlu çağrı yükümlülüğü getirebilecektir.

3. İmtiyazlı Paylarla Yönetim Kontrolüne Sahip Olanların. Sermayenin veya Oy Haklarının %50 veya Daha Fazlasına Sahip Olması

Tebliğ md. 6. f.2/c hükmüne göre, imtiyazlı paylarla yönetim kontrolüne sahip olan ortak veya birlikte hareket ettiği kişiler, yaptıkları alımlar ile ortaklık sermayesinin veya oy haklarının %50 veya daha fazlasına sahip hale gelmeleri halinde zorunlu çağrı doğmayacaktır.

Buradaki zorunlu çağrı doğurmayan halin getirilme sebebi şirket kontrolünün zaten imtiyazlı hisseler vasıtasıyla sermayesinin veya oy haklarının %50 veya daha fazlasını edinen kişide olmasıdır. Dolayısıyla yönetim kontrolünde bir değişiklik meydana gelmediğinden çağrı yapma zorunluluğu doğmamaktadır. Ancak %50 veya daha fazla hissenin çağrı tanımına giren bir işlem ile toplanması halinde eşit fiyat ve oransallık kuralının uygulanması gerekir. Aksi takdirde imtiyazlı pay sahibi dilediği fiyatla hisse toplayabilecektir.

Bu durum, Seri:IV No.8 Tebliği dönemindeki muafiyet hallerinden biri olan “hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabına rağmen, ortaklığın sermaye dağılımı gereğince, yönetim hakimiyetinde hiç bir değişiklik olmaması” hali ile benzerdir.

Burada değinilmesi gereken bir husus da imtiyazlı hisse ile şirketi kontrol eden kişiye sermaye/oy çoğunluğunu elde etmesinde çağrı zorunluluğu getirilmezken tam tersi durum için çağrı zorunluluğunun olmasıdır. Bir ortaklıkta yönetim kurulunu belirleme imtiyazına sahip paylar mevcut ve başkasına aitken bir kişinin sermaye/oy çoğunluğuna sahip olması tebliğin 5 ve 6. maddeleri çerçevesinde çağrı zorunluluğu doğurmaktadır. Bu duruma uyan bir muafiyet hali de mevcut olmadığından yönetim hakimiyetinde bir değişiklik olmamasına rağmen çağrı zorunluluğu doğmuş olmaktadır. Buradaki ilginç olan durum, zorunlu çağrının da yönetim kontrolüne sahip olmayan ancak sermaye/oy çoğunluğunu elde eden kişi tarafından yapılıyor olmasıdır. Daha sonra zorunlu çağrıyı yapan aynı kişi imtiyazlı payları da satın aldığı takdirde bu kez yönetimi belirleme imtiyazına sahip hisseleri iktisap ettiği için ikinci kez çağrıda bulunmak yükümlülüğü altına girmektedir.⁹⁵⁶ Görüşümüze göre normal olarak ilk devralmada yönetim kontrolü sağlanmadığı için çağrı zorunluluğunun bulunmaması, ikinci devralmada ise yönetim kontrolü devrolduğundan çağrı zorunluluğunun olması gerekir. Ancak mevcut Tebliğe göre bu yorumun kabulü için Tebliğ’de değişiklik yapılması gerekmektedir.

4. Yönetim Kontrolüne Sahip Olan Ortağın, Ortaklıktaki Payının % 50’nin Altına Düşmesinden Sonra Yapılan Pay Alımları ile Tekrar %50 veya Daha Fazlasına Yükselmesi

Tebliğ md. 6. f.2/c hükmüne göre, yönetim kontrolüne sahip olan ortağın, ortaklıktaki payının % 50’nin altına düşmesinden sonra yapılan pay alımları ile tekrar %50 veya daha fazlasına yükselmesi halinde de çağrı zorunluluğu doğmamaktadır.

⁹⁵⁶ SPK Seri:IV No.8 Tebliği döneminde tam tersi yönde kararlar vermiştir. Yani SPK, çağrı zorunluluğunu birinci devir için getirmiş ikinci devir için ise getirmemiştir. SPK Seri:IV No.44 Tebliği hükümlerine bakıldığında ise her iki devir için de çağrı zorunluluğunun olduğu sonucuna varmak gerekir. Bkz. Egeli kararı.

Böyle bir durumda çağrı yükümlülüğünün doğmadığının kabul edilmesi için yönetim kontrolünün bu arada üçüncü kişilere geçmemesi gerekmektedir. Tebliğ'de %50'nin altına düşülmesi ile tekrar %50'nin üstüne çıkılması arasında geçen zamana ilişkin bir süreye yer verilmemiştir.

5. Yönetim Kontrolünü Sağlayan Payların Aynı Grup İçinde Devredilmesi

Tebliğ md. 6. f.2/d hükmüne göre, Yönetim kontrolünü sağlayan ortaklık paylarının ve oy haklarının, aynı gerçek veya tüzel kişi tarafından kontrol edilen grup içerisinde yapılan devir işlemleri sebebiyle elde edilmesi durumunda çağrı yükümlüğü doğmamaktadır.

Bu düzenlemenin mantığı da aynı grup içindeki devirlerde gerçek anlamda bir yönetim kontrol değişikliğinin olmamasıdır. Neticede en tepedeki yönetimde bir değişiklik meydana gelmemektedir. Yönetim hakimiyetini devreden ile devralanın aynı grup içinde sayılması için her ikisinin de oy haklarının çoğunluğunu ya da yönetim organlarında çoğunluk üyelerini seçmek veya azletmek hakkına aynı ana ortaklık tarafından sahip olunması gerekmektedir.⁹⁵⁷

B. Zorunlu Çağrıdan Muafiyet

1. Genel Olarak

Tebliğ'in 6/2 maddesinde düzenlenen çağrı yükümlülüğünün doğmadığı kabul edilen hallerde, yönetim kontrolünü sağlayan hisselerin edinilmesine rağmen Tebliğ hükmü gereği çağrı yükümlülüğü doğmamaktadır. Eğer bir devir sonrasında, yönetim kontrolünü sağlayan paylar edinilmiş ve Tebliğ'in 6/2 maddesinde düzenlenmiş çağrı yükümlülüğünü doğurmayan hallerden biri mevcut değilse artık ortada iki ihtimal mevcut olacaktır: Ya SPK'ya Tebliğ'in 11

⁹⁵⁷ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 3 (a).

maddesinde sayılmış muafiyet hallerinden yararlanmak üzere ya da doğrudan zorunlu çağrıyı gerçekleştirmek üzere başvuruda bulunulacaktır.

Muafiyet hallerinin, çağrı yükümlülüğü doğurmayan hallerden en önemli farkı ikincisinde çağrı yükümlülüğü doğmaması için bir başvuru ve SPK kararı gerekmezken birincisinde çağrı yükümlülüğü doğmaması için SPK'ya başvuru ve SPK'nın muafiyet talebinin kabulüne ilişkin bir karar alması gerekmektedir. SPK yapılan başvuru neticesinde talep doğrultusunda çağrıdan muafiyet tanıyabileceği gibi muafiyet talebini reddedebilir.

Seri:IV No.44 Tebliğinin 11. maddesinde zorunlu çağrıdan muafiyet halleri düzenlenmiştir. Ancak söz konusu haller oldukça kısa bir şekilde ifade edilmiş olup söz konusu haller SPK'nın uygulamada aldığı kararlarla şekillenmektedir. Seri:IV No.8 Tebliğinin geçerli olduğu dönemde alınmış çok sayıda muafiyet kararı bulunmaktadır. Özellikle Seri:IV No.8 Tebliğinde olup da değişmeden yeni düzenlemeye aktarılmış olan muafiyet halleri için SPK'nın Eylül 2009 öncesi kararlarından yararlanılması mümkündür. Ancak SPK'nın diğer kararlarında olduğu gibi muafiyet kararlarından da yararlanılabilmesi için söz konusu kararlarda kararların gerekçesine yer verilmesi gerekmektedir. SPK'nın çağrıdan muafiyete ilişkin vermiş olduğu kararlar incelendiğinde, muafiyet gerekçesini açıklamadığı kararların da bulunduğu görülmektedir.⁹⁵⁸ Tebliğde sayılan

⁹⁵⁸ SPK 2009/52 HB'de yayınlanan Halit Yücel - Mert Gıda Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı; “...Kurulumuz düzenlemeleri çerçevesinde ortaya çıkan ...diğer ortaklarına ait payları satın almak üzere çağrıda bulunma yükümlülüğünden muafiyet talebinin, Kurulumuzun Seri:IV No.44 sayılı "Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" uyarınca olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.”; SPK 2009/17 HB'de yayınlanan Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. - Ata Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı; “...pay alışı ile ilgili çağrı yapma zorunluluğuna muafiyet getirilmesi talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.”; SPK 2008/35 HB'de yayınlanan Işık Eyüboğlu - Kastaş Karadeniz Çimento Kireç ve Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı; “... diğer ortaklarına ait hisse senetlerini satın almak için çağrıda bulunma yükümlülüğünden muafiyet talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.”; Ayrıca bkz. SPK 2006/02 HB'de yayınlanan Goldart Holding A.Ş. - Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş. kararı; SPK 2004/40 HB'de yayınlanan Aktif Group Holding A.Ş. - Kayseri ve Civarı Elektrik T.A.Ş. kararı; SPK 2003/63 HB'de yayınlanan Egeli&Co. Fund, Tan Egeli Muzaffer Egeli, Egeli&Co. Investment Management SA. - Atlas Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı; SPK 2003/34 HB'de yayınlanan Mehmet Kenan Tekdağ - Yeni Gün Holding A.Ş. kararı; SPK 2003/32 HB'de yayınlanan Çukurova Holding A.Ş. - Turkcell Holding A.Ş. kararı; SPK 2003/32 HB'de yayınlanan RAG Projektgesell Schaft mbH - Meges Boya Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı; SPK 2003/12 HB'de yayınlanan Erol Göker - Evren Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı; SPK 2002/31 HB'de yayınlanan Yahya Kurt - FSP Turizm ve Yatırım A.Ş. kararı; SPK 2002/24 HB'de yayınlanan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu - Toprak Finansal Kiralama A.Ş., Toprak Faktoring A.Ş. kararı; SPK 2002/19 HB'de yayınlanan Alcatel N.V. - Alcatel Teletaş Telekomünikasyon Endüstri Ticaret A.Ş. kararı; SPK

muafiyet hallerinin nasıl uygulanacağını izlenebilmesi, uygulamanın güven ve istikrar kazanması ve kararların kamusal denetimi bakımından SPK kararlarının tümünün gerekçeli olarak yayınlanmasının gerektiği düşüncesini taşımaktayız.

Daha önce de ifade edildiği gibi SPK'nın yönetim kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemeleri özellikle zorunlu çağrının kabul edilmesi ve çağrı ile ilgili kararların kamusal bir kuruluş tarafından yönlendirilmesi yönünden ABD'den çok İngiltere'den esinlenmiş olduğu söylenebilir. Buna karşın SPK'nın uygulama bakımından İngiltere'deki Panel'in esnekliğini gösterdiğini söylemek oldukça zordur. Bunun önemli göstergelerinden biri, İngiltere'deki City Code Kurallarına ve açıklamalarına tereddüt duyulan her konuda Panel'e başvurulması teşvik ve tavsiye edilirken SPK'nın işlem öncesi görüş bildirmekten zaman zaman kaçınıyor olmasıdır. SPK'nın 2006/05 sayılı Haftalık Bülteni'nde yayınlanan bir kararında SPK hisse devri öncesi muafiyet hakkında görüş vermekten kaçınarak “*...hisselerinin devir işleminin henüz yapılmadığı hususu göz önüne alınarak anılan hisse devirlerinin yapılmasının ardından kurulumuza yapılacak muafiyet başvurusunun incelenmesi sonrasında nihai kararın verileceği hususunun ...bildirilmesine,*” şeklinde karar almıştır.⁹⁵⁹ Buna karşı başka bir kararında hisse devrinden önce yapılan muafiyet başvurusunu şu şekilde olumlu karşılamıştır: “*çağrıdan muafiyet talebinin olumlu karşılanabilmesi için Tebliğimizin 17'nci maddesinde sayılan koşulun sağlandığı dikkate alınarak, ... diğer ortaklarına ait hisse senetlerini satın almak üzere çağrıda bulunma yükümlülüğünden muafiyet talebinin olumlu karşılanmasına karar verilmiştir.*”⁹⁶⁰ Kanaatimizce SPK'nın ikinci olarak verdiğimiz kararda olduğu gibi yönetim kontrolünü sağlayan hisselerin devrinden önce en azından görüş vermesi belirsizliklerin kalkması ve işlem güvenliğinin sağlanması bakımından yararlı olacaktır. Seri:IV No.44 Tebliği'nin 11. maddesinde belirlenmiş muafiyet halleri aşağıda incelenecektir.

2. Muafiyet Halleri

2002/18 HB'de yayınlanan Tekel Genel Müdürlüğü - Kristal Tuz Rafinerisi Sanayii ve Ticaret A.Ş. kararı; SPK 2002/16 HB'de yayınlanan T.C. Garanti Bankası A.Ş. - Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ş. kararı; SPK 2002/06 HB'de yayınlanan GSD Holding A.Ş. - Tekstil Bankası A.Ş. kararı; SPK, 2001/52 HB'de yayınlanan Sümer Holding A.Ş. - Bumas Karaman Bulgur Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı; SPK 2001/04 HB'de yayınlanan Prim Menkul Değerler A.Ş. - Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı.

⁹⁵⁹ SPK 2006/05 HB'de yayınlanan Rabobank International - Şekerbank kararı.

⁹⁶⁰ SPK 2005/06 HB'de yayınlanan BNP Paribas S.A. - Türk Ekonomi Bankası A.Ş. kararı.

a. Mali Yapının Güçlendirilmesi

Tebliğ md. 11.a hükmüne göre, ortaklık paylarının veya oy haklarının iktisabının, finansal güçlük içinde bulunan ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olan bir sermaye yapısı değişikliği gereğince gerçekleştirilmesi halinde SPK çağrı yükümlülüğünden muafiyet tanıyabilir. SPK, pay devrinin mali yapının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olup olmadığının bağımsız bir kuruluş raporuyla kanıtlanmasını isteyebilir Ayrıca SPK bu hükme göre muafiyet tanımamasını şirkete yeni fon girişi sağlanmasına, yani pay devrinin sermaye artırımını yoluyla yapılması şartına bağlayabilir.

Söz konusu muafiyet hali, önceki düzenlemede oldukça benzer şekilde bulunmaktaydı. Şirkete fon girişi sağlanması şartı önceki düzenlemede açıkça yazılı olmamakla birlikte, muafiyet halinin konusu mali yapıyı güçlendirme olduğundan fon girişi şartının zaten zımni olarak bulunduğunu söyleyebiliriz. Söz konusu muafiyet hali İngiltere’de City Code kuralları arasında da bulunmaktadır. City Code kurallarına göre muafiyet tanınması için fonun şirket bünyesine girmesi önemlidir. Hakim ortağın paylarının satın alınmış olması durumunda normal olarak verilmemektedir.⁹⁶¹

Şirketin mali yapısının güçlendirilmesi söz konusu olduğundan normal olarak işlemin hisse devri şeklinde değil kaynağın şirket bünyesine girmesini sağlayacak şekilde sermaye artırımını suretiyle yapılması gerekir. Buna karşın mevcut hisselerin devri halinde de SPK’nın muafiyet tanıdığı kararları mevcuttur.⁹⁶² SPK, Seri:IV No.44 Tebliği’nin yürürlük tarihinden sonra almış olduğu yeni

⁹⁶¹ City Code Kural 9 Muafiyet 3.

⁹⁶² SPK 2005/53 HB’de yayınlanan Dinter GmbH -Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.kararı “Konfrut Gıda’nın sermayesinin %50,10’una tekabül eden ve Borsa’da işlem görmeyen toplam 2.404.600.000 adet payın Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Merko Gıda)’den iktisap edilmiş olması nedeniyle Kurulumuzun Seri:IV No.8 Tebliği uyarınca Şirket’in diğer ortaklarına ait hisse senetlerini satın almak üzere çağrıda bulunma yükümlülüğünden, aynı Tebliğ’in 17’nci maddesinde yer alan “Ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabının, ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olan bir sermaye veya yönetim yapısı değişikliği gereğince gerçekleştirilmesi” hükmü kapsamında muafiyet talebinin Kurulumuzca olumlu karşılanmasına” Bu konuda bkz. Kolcuoğlu, s. 184; Kendigelen, Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünden Muafiyet, Hukuki Mütalaalar, s. 226.

tarihli bir kararda sermaye artırımına piyasa fiyatı üzerinden katılma şartı aramıştır. ⁹⁶³ Anılan kararda SPK bu şartın yerine getirilmemesi halinde ilgililerin çağrıda bulunmak üzere başvuruda bulunmasına karar vermiştir. Buna karşın SPK'nın olaydaki koşullara göre piyasa fiyatından iştirak şartı aramaksızın vermiş olduğu muafiyet kararları da mevcuttur. ⁹⁶⁴

Muafiyet tanınması için ortağın mali yapısının zayıf olması ve öngörülen sermaye yapısı değişikliğinin mali yapısının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olması gerekmektedir. ⁹⁶⁵ Kanaatimizce mali yapısının zayıflığının kabulü için mutlaka TTK md. 324'de düzenlendiği şekilde özsermaye kaybı şartı aranmamalı, şirketin likidite krizi içine girmiş olması da mali zayıflık olarak kabul edilmelidir. ⁹⁶⁶

b. Çağrı Yapma Zorunluluğunu Gerektiren Kısımın Kurulca Uygun Görülecek Sürede Elden Çıkarılacağına Taahhüt Edilmesi veya Elden Çıkarılması

Tebliğ md. 11.b hükmüne göre, ortaklık sermayesinde sahip olunan paylardan veya oy haklarından çağrı yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın Kurulca uygun görülecek sürede elden çıkarılacağına taahhüt edilmesi veya elden çıkarılması durumunda SPK çağrı yükümlülüğünden muafiyet tanıyabilir.

Bu bent gereğince yapılacak muafiyet başvurularında, payların veya oy haklarının elden çıkarılması için Kurul tarafından verilecek süre içerisinde, sahip olunan

⁹⁶³ SPK 2010/6 HB'de yayımlanan Onur Takmak - Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. kararı; "... paylarının .. 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 ... Tebliğin 11. maddesinin birinci fıkrasının (a) bendinde yer alan "Kurul, bu şartın varlığını şirkete yeni fon girişi sağlanması şartına bağlayabilir" hükmü çerçevesinde, piyasa fiyatı üzerinden Şirketin çıkarılmış sermayesinin en az %50'si oranında ve ... tahsisli yapılacak nakit sermaye artımı suretiyle ... fon girişinin sağlanmasını teminen Kurul Karar tarihinden itibaren en geç 1 ay içerisinde Kurulumuza başvuru yapılması .. 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."

⁹⁶⁴ SPK 2010/48 HB'de yayınlanan A.Haydar Güçlü-Frigo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı.

⁹⁶⁵ Kolcuoğlu, s. 180.

⁹⁶⁶ Aynı yönde bkz. Kolcuoğlu, s. 182. Bu konuda bkz. İsmail Kayar, Anonim Ortaklıkta Mali Durumun Bozulması ve Alınacak Tedbirler, Mimoza Basım Yayım, Konya, 1997.

paylar sebebiyle ortaklık yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmaması gerekir. Yani yönetim kontrolünü sağlayan paylar elde edilmiş olmasına rağmen payların verdiği oy hakları kullanılarak yönetim kurulunda yeni üye ataması yapılmamış olması gerekmektedir.

Söz konusu muafiyet hali de City Code kuralları ile tanınmış muafiyet hallerinden biridir. City Code uygulamasında elden çıkarılacak payların, çağrı yükümlülüğünde olan kişi ile birlikte hareket eden bir kişiye devredilmemesi gerektiği aksi takdirde çağrı yükümlülüğünün doğacağı kabul edilmektedir.

c. Ana Ortaklıktaki Yönetim Kontrolü Değişikliğinin, Hedef Şirket Yönetim Kontrolünün Elde Edilmesi Amacını Taşımaması

Tebliğ md. 11.b hükmüne göre, ana ortaklıktaki yönetim kontrolü değişikliğinin, ana ortağın paylarına sahip olduğu halka açık anonim ortaklıktaki yönetim kontrolünün elde edilmesi amacını taşımaması durumunda SPK çağrı yükümlülüğünden muafiyet tanıyabilir.

Söz konusu muafiyet halinde hedef şirketin yönetim kontrolüne sahip tüzel kişiliğın kendi yönetim kontrolünde bir değişiklik meydana gelmektedir. Böylece hedef şirketin ortaklık yapısı aynı kalmasına rağmen, yönetim kontrolüne sahip ana ortağın yönetim kontrolü değiştiiğinden hedef şirketin kontrolü de dolaylı olarak değişmiş olmaktadır. Ana ortaklık ve hedef şirketin büyüklüğüne göre bazen ana ortaklıktaki yönetim kontrolündeki değişikliğin amacı tamamen hedef şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmek olabilmektedir. Böyle bir durumda SPK'nın bu hükme istinaden muafiyet vermesi söz konusu olmamaktadır. Ancak bazı durumlarda ana ortaklık o kadar büyüktür ki ana ortaklık yönetim kontrolünde değişikliğe gidilmesinde hedef şirketin bir önemi yoktur. İşte böyle bir durumda SPK, amacın hedef şirketin yönetim kontrolü olmadığına ikna olursa çağrı yükümlülüğüne muafiyet tanıyabilecektir.⁹⁶⁷

⁹⁶⁷ SPK 2010/13 HB'de yayınlanan Kraft Foods Inc. - Kent Gıda Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı: "diğer ortaklarına karşı doğan çağrıda bulunma yükümlülüğünden muafiyet verilmesine ilişkin talebi, Kurulumuzun Seri:IV No.44 sayılı Tebliği'nin 11'inci maddesinin birinci fıkrasının (c) bendinde düzenlenen "Ana ortaklıktaki yönetim kontrolü değişikliğinin, ana ortağın

Bu arada yönetim kontrolü değişen ana ortaklığın da halka açık anonim ortaklık olması durumunda ana ortaklık da kendi hissedarlarına çağrı yapmakla yükümlü olabilecektir. Çağrı yükümlülüğünün doğması durumunda ana ortaklık şartları varsa muafiyet başvurusu ya da doğrudan çağrı başvurusu yapacaktır. Ana ortaklık ile ana ortaklığın halka açık iştiraklerinin çağrı muafiyet başvuruları her biri için ayrı ayrı değerlendirilecektir. Ana ortağın halka açık iştiraklerinin muafiyet başvurusunda dayanacakları sebep kontrol değişikliğinin amacının kendi kontrollerinin elde edilmesi olmaması olacaktır. İştiraklerin birden fazla olması halinde her birinin başvurusu ayrı değerlendirilecek ve büyüklüğüne göre bazılarının muafiyet talebi kabul edilirken bazılarının ise kabul edilmeyebilecektir.⁹⁶⁸ Ana ortaklık ile iştiraklerin muafiyet şartlarının oluşup oluşmadığı ayrı ayrı değerlendirileceğinden ana ortaklığın muafiyet talebi kabul edilmezken iştiraklerin edilebilecek veya tam tersine ana ortaklığın kabul edilirken iştiraklerin kabul edilmeyebilecektir.

Tebliğe göre bu şartın varlığının tespitinde halka açık ortaklıktaki iştirakinin son bilanço aktif toplamının %10'unu aşmaması, faaliyet hacmi içinde önemli bir yer taşımaması ve benzeri gerekçeler Kurulca dikkate alınacaktır.

paylarına sahip olduğu halka açık anonim ortaklıktaki yönetim kontrolünün elde edilmesi amacını taşımaması” hükmü çerçevesinde Kurulumuzca olumlu karşılanmıştır.” Ayrıca aynı yöndeki muafiyet kararı için bkz. SPK 2009/44 HB’de yayınlanan Société Fédérale de Participations et d’Investissement/ Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij - Fortis Bank A.Ş ve BNP Paribas S.A. - Fortis Bank A.Ş kararı.

⁹⁶⁸ SPK 2005/37 HB’de yayınlanan Koçbank A.Ş.- Yapı Kredi Sigorta A.Ş., Yapı Kredi Finansal Kiralama A.O., Boyasan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Tümteks Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı “... Koçbank A.Ş.’nin %57,4 oranındaki Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. hisselerini devralacak olması sonucunda Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.’nin halka açık iştiraklerinden Yapı Kredi Sigorta A.Ş., Yapı Kredi Finansal Kiralama A.O., Boyasan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Tümteks Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin dolaylı ortaklık yapılarının değişmesi nedeniyle 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”nin (Tebliğ) 17’nci maddesi uyarınca bu şirketlerin diğer ortaklarının sahip olduğu hisseler için doğacak çağrıda bulunma yükümlülüklerinden Tebliğ’in 17. maddesinde yer alan “Ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabının, ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olan bir sermaye veya yönetim yapısı değişikliği gereğince gerçekleştirilmesi” gerekçesi ile muaf tutulması talebinin; Yapı Kredi Sigorta A.Ş. ve Yapı Kredi Finansal Kiralama A.O. nezdinde doğacak çağrıda bulunma yükümlülükleri açısından olumsuz karşılanmasına, Tümteks Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Boyasan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. nezdinde doğacak çağrıda bulunma yükümlülükleri açısından olumlu karşılanmasına,”

d. Özelleştirme Kapsamındaki Ortaklıklarda Kamu Paylarının Satışı

Özelleştirme kapsamına alınmış halka açık anonim ortaklıkların kamu paylarını satışında Özelleştirme İdaresi tarafından muafiyet istenmesi, durumunda anılan hüküm uyarınca SPK tarafından muafiyet tanınmaktadır.

Seri:IV No.8 Tebliğinde değişiklik yapılmasına ilişkin Seri:IV No.30 sayılı Tebliği ile ⁹⁶⁹ mevzuatımıza girmiş olan bu muafiyet hali Seri:IV No.44 Tebliğinde de korunmuştur. Söz konusu muafiyet halinin Sermaye Piyasası Kanunu'nun amacı ve 16/A ve 22/i maddeleri ile SPK'ya verilmiş olan yetki ve görevlerin bağdaştığını söylemek mümkün değildir. Zira, zorunlu çağrı müessesesinin getiriliş amacı ve Kanunda SPK'ya verilen görev ve yetki küçük pay sahiplerini korumak amacıyla düzenleme yapmaktadır. Fakat özelleştirme kapsamındaki ortaklıklara muafiyet sağlanmasındaki amaç, küçük ortakları korumak değil özelleştirme işlemini kolaylaştırmaktır. Kanaatimizce böyle bir muafiyet hali kamu yararı gereği gerekli görülüyor olsa bile bunun yerinin SPK tebliği olmaması gerekir.

3. Muafiyet Başvurusu

Muafiyet başvurularının, çağrı yapma zorunluluğunun doğmasını izleyen altı iş günü içerisinde çağrı yapmakla yükümlü olanlar tarafından SPK'ya yapılması gerekmektedir.

Muafiyet başvurularının SPK'ca uygun görülmemesi halinde, Kurul'un kararından itibaren altı iş günü içerisinde bu kez çağrı yapılmak üzere Kurul'a başvurulması gerekmektedir. Ayrıca muafiyet başvurusu yapmış çağrı yükümlüsünün SPK'nın uygun görmeme kararından itibaren 30 iş günü içinde fiili olarak çağrı işlemine başlaması gerekmektedir. Normal olarak söz konusu sürelerin karar alma tarihinden değil, bahse konu kararın muafiyet talebi ret olunan çağrı yükümlüsüne tebliğ edilmesi ile başlaması gerekir. Ancak tebliğin söz konusu hükmü iptal edilmedikçe hükme uygun hareket etmek gerekir. Aksi takdirde tebliğ hükmüne aykırılıktan idari para cezası ile karşı karşıya gelinebilir.

⁹⁶⁹ RG 6.6.2003/25130.

SPK diğer kararlarında olduğu gibi muafiyet başvurularını da dosya üzerinden incelemekte ve bu şekilde karar vermektedir. SPK karar verirken, muafiyet talep eden tarafın görüşü dosyada olmakla birlikte çağrıya muhatap hissedarların görüşleri dosyada olmayacaktır. Ancak, SPK bu konuda kendisine gelmiş hissedar başvurularındaki görüş ve şikayetleri de göz önüne alacaktır. Zira SPK'nın küçük yatırımcıları koruma amacıyla hareket etmesi gerektiğinden hissedarların lehine olan vaka ve hususların SPK tarafından re'sen dikkate alınması, gerekir. Bu anlamda SPK gerektiğinde muafiyet şartlarının oluşup oluşmadığına ilişkin gerekli incelemeleri de yapmalıdır. SPK'nın çağrı muafiyeti kararlarına karşı SPK mevzuatı kapsamında bir itiraz yolu mevcut değildir. Ancak kararlarda maddi bir hata yapılmış olması halinde SPK'nın hatasını düzeltmesi ve bu bağlamda kararını değıştirmesi mümkündür. Bunun dışında SPK muafiyet kararlarına karşı muafiyet talebi reddolunan çağrı yükümlüsü ya da menfaati olan hissedar tarafından idari yargıda dava açılabilir.

VI. Zorunlu Çağrıda Fiyat

A. Genel Olarak

Tebliğe göre, zorunlu çağrı fiyatı, çağrıda bulunan kişilerin, çağrıyı doğuran pay alımları dahil olmak üzere, çağrı yükümlülüğünün doğduğu tarihten önceki altı ay içinde, ortaklığın aynı grup paylarına ödedikleri en yüksek fiyatın altında olamaz.⁹⁷⁰ Çağrı fiyatına ilişkin söz konusu hüküm, önceki SPK düzenlemesine⁹⁷¹ göre birçok yönden farklılık içermektedir. Öncelikle önceki düzenlemede çağrı yükümlülüğünü doğuran alımların niteliğine göre zorunlu çağrı fiyatı farklı yöntemle hesaplanmaktaydı. Çağrıyı doğuran alım, blok alım yoluyla yapılmışsa blok alımda, isteğe bağlı çağrı yoluyla yapılmışsa çağrıda ödenen en yüksek fiyat olarak belirlenmişti. Eğer çağrı yükümlülüğü, bu yollar dışında yapılan bir alım neticesinde doğmuş ise, çağrı fiyatının alımın yapılmasından önceki üç ay içerisinde ortaklık hisse senetleri için ödenen en yüksek fiyattan daha aşağı olamayacağı kabul edilmişti. Seri:IV No.44 Tebliği ise çağrıyı doğuran alım hangi yolla yapılırsa yapılsın çağrı fiyatının aynı şekilde hesaplanması esasını benimsemiştir. Buna göre alım hangi yolla yapılmış olursa olsun çağrı fiyatı, çağrı yükümlülüğünün doğduğu tarihten önceki altı ay içinde, ortaklığın aynı grup payları için ödenen en yüksek fiyatın altında olamayacaktır. İkinci olarak daha önce blok alım ve isteğe bağlı çağrı dışındaki alımlarda çağrı fiyatının belirlenmesinde kullanılan üç aylık süre altı aya çıkarılmıştır.

İki düzenleme arasındaki en önemli fark, blok alım yolu ile bir şirketin yönetim hâkimiyetinin ele geçirilmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Önceki

⁹⁷⁰ SPK Seri:IV No.44 md. 10 f.1.

⁹⁷¹ SPK Seri:IV No.8 md. 17 f.2: “*Bu madde uyarınca yapılacak çağrıda ortaklara önerilecek fiyat, birinci fıkrada düzenlenen alımlar, çağrı yoluyla hisse senedi toplanması sonucunda yapılmışsa, bu çağrıda ortaklara ödenen en yüksek fiyattan, blok alımlar yoluyla yapılmışsa blok alımda ödenen en yüksek fiyattan; diğer yollarla yapılmışsa, alımı yapan kişinin veya birlikte hareket ettiği kişilerin, alımı yapmalarından önceki üç ay içerisinde ortaklık hisse senetlerine ödedikleri en yüksek fiyattan daha aşağı olamaz. Önerilecek bedelin nakit karşılığı olması ve yapılacak çağrının, en az onbeş gün süreyle ortaklara açık olması zorunludur.*”

düzenlenmede blok alımda, pay alımının birden fazla partide gerçekleşmesi, blok alımın yanı sıra aynı zamanda borsada daha yüksek fiyatla alım yapılması halinde hangi fiyatın uygulanacağı konusunda bir belirsizlik bulunmaktaydı. Daha doğrusu Tebliğe göre her durumda çağrı zorunluluğunu doğuran blok alım fiyatının olacağı anlamı çıkıyor olsa da bunun uygulanmasının küçük yatırımcının menfaatlerine aykırı sonuçları olacağından bu yüzden de SPK'nın bunu farklı uygulaması söz konusu olabileceğinden dolayı bir belirsizlik söz konusuydu.⁹⁷² Mevcut düzenlemede söz konusu belirsizlik giderilmiş ve edinim hangi yolla gerçekleşirse gerçekleşsin çağrı yükümlülüğünün doğmasından önceki altı ay içerisinde ödenen en yüksek fiyatın çağrı fiyatı olacağı kesinlik kazanmıştır.

Tebliğ'de birlikte hareket edenler tarafından yapılacak alımlara ödenen bedellerin dikkate alınacağı açık olarak belirtilmemiş olmakla beraber, birlikte hareket edenler de çağrı yükümlüsü olduğundan yaptıkları alımlarda ödediği bedel dikkate alınacak, bu bakımdan çağrı fiyatının belirlenmesinde de etkili olacaktır.

İngiltere'de çağrı bedelinin çağrının ilanından önceki 12 ayda ödenmiş en yüksek fiyattan düşük olmaması gerekmektedir. AB Direktifi 6 aydan az 12 aydan çok olmamak üzere zorunlu çağrı fiyatının hesaplanmasında dikkate alınacak süreyi belirleme konusunda üye ülkeleri serbest bırakmıştır.

Burada şu sorunun sorulması gerekir. En yüksek fiyat kuralının bir istisnası söz konusu olabilir mi? Mesela çağrı yükümlülüğü 1.000.000 adet hissenin adedi 5 TL blok alım neticesinde doğmuş ve bu tarihten önceki 6 aylık dönemde borsada çağrı sahibi ile birlikte hareket ettiği kabul edilen kişilerden biri 10 adet hisseyi 7,5 TL'den almışsa çağrı fiyatı 7,5 TL olmak zorunda olacak mıdır? Tebliğ'de en yüksek fiyat kuralına istisna uygulanmasına ilişkin bir hüküm bulunmamaktadır. İngiltere'de ise City Code Panel'in bazı durumlarda, en yüksek fiyat kuralına istisna getirmesini öngörmüştür.⁹⁷³

Çağrı yükümlülüğünün doğmasından sonra, çağrı yapan çağrı fiyatından daha yüksek alım yapmaya devam edebilir. Tebliğe göre, zorunlu çağrı fiyatının

⁹⁷² Kolcuoğlu, s. 239-240.

⁹⁷³ City Code Kual 9.5.

kamuya açıklanmasından sonra ve fiili çağrı süresi sona ermeden önce, çağrıya konu ortaklık paylarının çağrıda bulunan veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından çağrı fiyatından daha yüksek bir fiyattan satın alınması halinde çağrı fiyatı, satın alınan paylar için ödenen en yüksek fiyattan aşağı olmayacak şekilde yeniden belirlenir. Söz konusu durumun çağrı sürecinin tamamlanmasından sonra ortaya çıkması halinde çağrı işlemi, yasal faizi ile hesaplanacak yeni çağrı fiyatı ile tekrarlanır ve daha önce çağrıya katılarak paylarını satmış olan ortaklara aradaki fark yasal faizi ile ödenir.⁹⁷⁴

Payların blok olarak devrinde bazen payın satış fiyatı gerçek fiyatı yansıtamayabilir. Satış fiyatı düşük tutulup satıcıya satış bedeli dışında başka menfaatler tanınmış olabilir veya ileride doğması muhtemel olaylara göre ek bir bedel ödenmesi kararlaştırılmış olabilir. Tebliğe göre fiyat ayarlama mekanizmaları, ilave ödeme opsiyonları ve benzeri unsurlarla çağrıyı doğuran pay alım fiyatında artış olması halinde söz konusu ilave unsurlar, çağrı fiyatının hesaplanmasında dikkate alınır.⁹⁷⁵ SPK'nın önceki düzenlemesi olan Seri:IV No. 8 Tebliğinde bu yönde bir hüküm olmamasına rağmen SPK zorunlu çağrıya ilişkin bir kararında çağrı fiyatının, sözleşme sonrası meydana gelecek olaylara göre değiştirilmesi ve olumlu bir farkın oluşması durumunda bu farkın çağrı sonrasında çağrıyı kabul eden ortaklara ödenmesine yönelik karar vermiştir.⁹⁷⁶ Söz konusu SPK kararında, şarta bağlı olanlara bağlı olarak çağrı fiyatının

⁹⁷⁴ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 9. f.1. Bu kural İngiltere City Code Kural 9.5'te yer almaktadır.

⁹⁷⁵ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 8. f.1. c.2.

⁹⁷⁶ SPK 2005/55 HB'de yayınlanan Koçbank A.Ş. - Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.(YKB) kararı "YKB'nin Bankacılık Dışı Varlıklara İlişkin Opsiyon Sözleşmesi kapsamındaki opsiyonun kullanıp kullanılmayacağını, kullanılması durumunda ise Çukurova Grubu'nun borçlarından mahsup edilmek üzere geçici hesaba aktarılacak tutarın bu aşamada net olarak tespit edilemediği dikkate alınarak, opsiyon süresi boyunca geçici hesaba aktarılan tutarın tespit edilerek, söz konusu tutarın Koçbank tarafından Çukurova Grubu'ndan alınan YKB hisse senetlerine bölünerek çağrıya cevap veren ortaklara ödenmesi gerektiği, 7. Superonline Tadil Sözleşmesinde yer alan hükümler doğrultusunda, YKB'nin Superonline'dan alacağı hizmetin kalitesi ve uygunluğu ile fiyatının piyasa şartlarından farklı olup olmadığına ilişkin olarak yıllık olarak bağımsız kuruluşlarca tespit çalışması yaptırılmasının ve sonucu hakkında Kurulumuza bilgi verilmesinin ve piyasa şartlarından farklılık tespit edilmesi durumunda aradaki farkın Koçbank tarafından Çukurova Grubu'ndan alınan YKB hisse senetlerine bölünerek çağrıya cevap veren ortaklara ödenmesi gerektiği, hususlarında bilgilendirilmesine, ayrıca yabancı para birimi cinsinden ifade edilen tutarların işlem tarihleri ile çağrıya cevap veren ortaklara aktarılacak tarihten önceki son gün saat 15.30'da TCMB tarafından ilan edilen döviz alış kurundan yüksek olanı ile YTL'ye çevrilmesi gerektiği hususlarında bilgilendirilmesine"

yükseltilmesi gereken durumlarda aradaki farkın, çağrıyı kabul eden ortaklara ödenmesi gerekmektedir.

Çağrıya konu ortaklığın sermayesini temsil eden birden fazla pay grubunun bulunması durumunda, çağrıda bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dahil olan paylar için ödenecek çağrı fiyatı; (a) Pay grupları arasındaki imtiyaz farklılıkları dikkate alınarak Kurulca esasları belirlenen kuruluşça hazırlanacak olan değerlendirme raporu sonucunda belirlenecek fiyatın, (b) Çağrıda bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerin, varsa, ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde çağrıda bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dahil olan paylarda yaptıkları alımlarda ödedikleri en yüksek fiyatın, (c) Çağrıda bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dahil olan payların Borsa'da işlem görmesi durumunda, varsa, ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşma yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan payın günlük ağırlıklı ortalama Borsa fiyatlarının ortalamasının yüksek olanından düşük olmayacak şekilde belirlenecektir.⁹⁷⁷ Çağrı fiyatının bu şekilde belirlenmemesi halinde, çağrı fiyatı hisselerin değeri için hazırlanacak değerlendirme raporuna göre tespit olunacaktır. Kurul tarafından gerekli görülmesi halinde farklı bir kuruluşça rapor hazırlanması istenebilir.⁹⁷⁸

B. Hakimiyetin Dolaylı Değişmesinde Çağrı Fiyatı

Halka açık anonim ortaklığın yönetim kontrolünde dolaylı bir değişiklik meydana gelmesi durumunda çağrıya konu şirketin hisseleri devralınmadığından çağrı fiyatının hisse devrinde ödenen en yüksek bedele göre hesaplanması mümkün olmaz. Tebliğ'de, dolaylı devir nedeniyle doğacak çağrılarda çağrı fiyatı, üç ayrı esasa göre saptanacak fiyatların en yükseği olarak belirlenmiştir. Çağrı fiyatının belirlenmesinde esas alınacak fiyatlardan birincisi, çağrıya konu şirket hissesinin SPK'ca belirlenecek kuruluşlarca yapılacak değerlemesi neticesinde bulunacak değerlendirme fiyatı olacaktır. İkincisi ise zorunlu çağrı yükümlüsü tarafından ana

⁹⁷⁷ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 8 f.3.

⁹⁷⁸ SPK Seri:IV No 44 Tebliği md. 8 f.4.

ortaklığın hisselerini satın alma anlaşmasının kamuya duyurulmasından önceki altı aylık süre içinde aldığı hisseler için ödenen en yüksek fiyattır. Çağrı fiyatının hesabında dikkate alınacak üçüncü ve son kıstas ise çağrıya konu şirketin borsada işlem görmesi durumunda yine satış anlaşmasının yapılmasından önceki 6 aylık dönemde, içindeki günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalamasıdır. Buna göre çağrı fiyatı, birinci kıstastaki değerlendirme fiyatı, ikinci kıstastaki çağrı yükümlüsünce ödenen fiyat ve üçüncü kıstastaki borsa fiyatının en yüksekği olacaktır.⁹⁷⁹

⁹⁷⁹ SPK Seri:IV No.44 Tebliği md. 6.2.

VII. Zorunlu Çağrı Yükümlülüğünün Yerine Getirilmemesine Karşı Hukuki Yollar ve Hukuki Sorumluluk

A. Genel Olarak

Çağrıda bulunma yükümlülüğü SPK Seri:IV No.44 Tebliği'nin 6. maddesi ile getirilmiş bir yükümlülüktür. Anılan Tebliğ'in 6. maddesine göre, isteğe bağlı olarak yapılan kısmi çağrı, 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 iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları da satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadırlar.

Bir idari kuruluş olan SPK'nın bir ortağı diğer ortakların hisselerini satın alma konusunda bir yükümlülük, bir borç altına sokması, hukuki açıdan en azından Türk hukuku açısından benzerine rastlanmayan bir durumdur. İdarenin düzenleyici bir işlemi olan Seri:IV No.44 Tebliği içinde zorunlu çağrı yükümlülüğünün düzenlenmesi, yönetim kontrolünü ele geçiren kişi veya kişiler ile şirket hissedarları arasında kanunlarda (Sermaye Piyasası Kanunu, Türk Ticaret Kanunu ve Borçlar Kanunu ve diğer kanunlarda) düzenlenmemiş bir hukuki ilişki doğmaması amaçlanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu söz konusu düzenlemeyi yaparken, Sermaye Piyasası Kanunu'nun SPK'ya yönetim kontrol değişikliğinde küçük yatırımcıyı koruma (SPKn. md.16/A) ve çağrı yükümlülüğü getirme hususunda düzenleme yapma yetkisi (SPKn. md.22/1 (e) ve (i)) vermiş olmasına dayanmaktadır.⁹⁸⁰ Sermaye Piyasası Kanunu'nun SPK'ya çağrı yükümlülüğüne ilişkin düzenleme yapma konusunda vermiş olduğu yetki en açık olarak 4487 sayılı Kanun ile 2499 sayılı

⁹⁸⁰ SPK Seri:IV No.44 md. 2: "Bu Tebliğ, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 16/A maddesine ve 22 nci maddesinin (e) ve (i) bentlerine dayanılarak hazırlanmıştır."

Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 22/1.e maddesi hükmü ile ifade edilmiştir. Söz konusu madde hükmüne göre *“halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında genel hükümler çerçevesinde vekaleten oy kullanılmasına ilişkin esasları belirlemek ve bu ortaklıklarda yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda vekâlet toplayan ya da pay iktisap edenlerin, diğer payları satın alma yükümlülüğüne ve azınlıktaki ortakların da kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeleri yapmak...”* SPK'nın görev ve yetkileri arasındadır.

Söz konusu hükme göre SPK'nın çağrı konusunda düzenleme yapma yetkisine sahip olduğu hususunda bir tereddüt yoktur. Ancak iki özel hukuk kişisi arasındaki hukuki ilişkisinin bu şekilde idari işlem ile düzenlenmesi önemli hukuki tartışmaları da beraberinde getirmektedir.

İlk olarak tartışılması gereken husus, SPK'ya bu şekilde özel hukuk kişileri arasında kanunlarda yer almayan yeni bir borç ilişkisi tesis etme veya kanunlarda mevcut olan özel hukuk ilişkilerini değiştirici nitelikte düzenleme yapma yetkisi verilmesinin Anayasa'ya aykırılık teşkil edip etmeyeceğidir.⁹⁸¹

Daha önceki bölümlerde ifade edildiği gibi, bir idari kuruluşa kanunlarda düzenlenmemiş bir borç ilişkisi yaratma ve hükümlerini belirleme yetkisi verilmesinin mevcut Anayasa hükümleri ve Anayasa Mahkemesi'nin kararları çerçevesinde Anayasa'ya aykırılık yaratacağı düşüncesini taşımaktayız.

Bir özel hukuk ilişkisinin idari işlem ile düzenlenmiş olması, yetki bakımından Anayasa'ya aykırılık dışında başka hukuki sorunlar da ortaya çıkarmaktadır. Bunlardan biri idare tarafından getirilmiş olan bu düzenleyici işleme adli yargıda hakim tarafından nasıl bir değer verileceği hususudur. Hakim öncelikle, bu konuda düzenleme yapma yetkisinin idareye verilmesinin Anayasa'ya aykırı olduğu kanaatine varması halinde Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgili maddelerinin (SPKn. 16/A ve SPKn. 21/1(i)) iptali için Anayasa Mahkemesi'ne

⁹⁸¹ Doktrinde kamu hukuku kurallarından oluşan Sermaye Piyasası Kanunu'nda gerçek ve/veya tüzel kişiler arasındaki hukuk ilişkisini düzenleyen kurallara yer verilmesinin hukuk metodolojisine aykırı olacağı savunulmuştur. (Bkz. Erdoğan Moroğlu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, Makaleler, 2. Bs., Beta Yayınları, İstanbul, 2001, s. 283). Ancak SPK'nın Kanunun verdiği yetki çerçevesinde bu tür özel hukuk ilişkisini tebliğ ile düzenlemesi hususuna ise değinilmemiştir.

başvuru yoluna gidebilecektir. Ancak hakim, ilgili kanun maddelerinin Anayasa'ya aykırı olmadığı, ancak SPK'nın yaptığı düzenlemenin Sermaye Piyasası Kanunu'na, Anayasa hükümlerine aykırı olduğu kanaatine vardığı takdirde nasıl hareket edecektir? Örneğin hakim, Kanunun SPK'ya çağrı getirme konusunda düzenleme yapma hükmünü Anayasa'ya aykırı bulmamakla birlikte Kanun'un bu konuda yetki vermediği görüşüyle SPK'nın çağrı fiyatını belirlemesini Kanun'a ve Anayasa'ya aykırı bulması halinde nasıl bir yol izleyecektir? Çağrıda hisse satış fiyatı kanun ile değil bir idari düzenleyici işlemle düzenlendiğinde söz konusu hükmün iptali için Anayasa Mahkemesi'ne başvurulması mümkün değildir. Mahkemenin söz konusu düzenleyici işlemin iptali için idari yargıya başvurması da mümkün olmayan bir durumdur. O halde hakim, idarenin düzenleyici işlemindeki hüküm ile bağlı olmakla yükümlüdür diyebilir miyiz? Kanaatimizce hakimin bu şekilde idarenin düzenleyici işlemi ile bağlı olduğunu savunmak Anayasa'daki yargının bağımsızlığı ve hukuk devleti ilkeleri ile bağdaşmaz. Bu durumda Anayasa'ya aykırı düştüğü kanaatine varılan düzenleyici işlem hükmünü (örneğin SPK'nın çağrı fiyatını belirlemeye ilişkin düzenleme hükmünü) yok saymak ve bu şekilde söz konusu hükmün olmadığını kabul ederek kararını vermek bir çözüm olabilir.

SPK tarafından özel hukuk ilişkisini etkileyen düzenleme yapılmasının çıkarabileceği diğer bir sorun, söz konusu düzenleyici işleme dayanarak SPK'nın aldığı kararların icrası ve bunlara karşı başvurulacak yargı yollarında çıkacak problemlerdir.

Her şeyden önce SPK'nın vereceği kararlar bir idari işlem olduğundan bu kararlara karşı itirazın idari yargıya yapılması gerekecektir. Bu durumda SPK'nın özel hukuk alanını ilgilendiren, örneğin çağrı fiyatının saptanmasını veya bir muafiyet başvurusu hakkında verilecek kararları, idari yargının denetimi altına girmektedir. Böylece SPK'nın verdiği karar bağlamında iki özel hukuk kişisi (kontrol ele geçiren hissedarla diğer hissedar) arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini doğrudan ilgilendiren bir hususun idari yargı tarafından belirlenmesi gibi bir durum ortaya çıkmaktadır. İdari yargının, bir şirketin hisse

değerinin belirlenmesi gibi bir hususta karar almasını idari yargının görevleri ile bağdaştırmak mümkün değildir.⁹⁸²

Nihayet üçüncü sorun, aynı konu hakkında iki ayrı yargı yerinin aynı anda görevli olmasıdır. SPK'nın özel hukuk alanının düzenlenmesi ve bu alanda kararlar verilmesi iki ayrı yargı yerinin aynı anda görevli olması sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Çağrı yükümlüsünün SPK'nın aldığı karara karşı idari yargıda dava açması mümkündür. Bu arada, hissedarlar da yükümlülüğünü yerine getirmeyen çağrı yükümlüsüne karşı adli yargıda dava açabileceklerdir. Bu durumda, idari yargı, SPK'nın fiyat belirleme, muafiyet tanıma veya tanımamasına ilişkin kararları görüşürken adli yargı, hissedarların açtıkları davada SPK'nın belirlediği fiyat vb. koşullara uygun olarak hissedarların hisselerini satış hakkının mevcut olup olmayacağına dair karar verecektir. İdari yargıda verilecek yürütmenin durdurulması, kararın iptal edilmesi gibi kararlar yargılamanın uzaması problemini yaratacaktır. Bu durumda hem adli yargının kendisini, idari yargının ve SPK'nın kararlarıyla bağlı sayıp saymayacağı, nasıl bir yol izlemesi gerektiği tartışma yaratacak konular arasında yer alacaktır.

Söz konusu yargı karmaşasının sona erdirilmesi için yargı yerinin tekleştirilmesi, hem SPK tarafından alınan kararlara karşı hem de hissedarlar tarafından çağrı yükümlüsüne karşı açılacak davaların adli yargı yerinde çözülmesi gerektiğini düşünmekteyiz. Nitekim 551 sayılı Patent Haklarının Korunması Hakkında KHK'da adli yargı içinde kurulacak ihtisas mahkemeleri, söz konusu KHK'dan doğacak davalarda görevli kılınmıştır. Böylece bir idari kuruluş olan Türk Patent Enstitüsü'nün kararlarının idari yargı sistemi dışında kurulacak ihtisas

⁹⁸² İdari yargının zaman zaman SPK tarafından alınan çağrı fiyatının belirlenmesi gibi kararlara da müdahale ettiği görülmektedir. Bu konu hakkında bkz. SPK 2010/23 HB'de yayınlanan Finansal Kiralama A.Ş. zorunlu çağrı sürecine ilişkin SPK kararında yer alan SPK'ya çağrı fiyatını belirlemesine ilişkin kararının iptaline ilişkin idare mahkemesi kararları: Ankara 16. İdare Mahkemesi'nin E.2007/1624, 2007/463 ve E.2007/1501 sayılı kararları; ayrıca bkz. Sabah Yayıncılık A.Ş hisseleri ile ilgili ortaya çıkan zorunlu çağrı yükümlülüğüne ilişkin açılmış davalar: Yargıtay 11. HD 20.02.2006 Tarih, 2005/923 E. 2006/15067 K. Ankara 12. İdare Mahkemesi 2003/1291 E. (Söz konusu mahkeme kararları ve söz konusu davalara ilişkin verilmiş hukuki mütaalar için bkz. Kendigelen, Aktif Husumet Ehliyeti, Makalelerim, s. 196-215; Kendigelen, Muafiyet, Hukuki Mütaalar, s. 217-237; Kendigelen, Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün Doğmasının Şartları ve Bu Yükümlülüğe Aykırılığın Hukuki Yaptırımı, s. 159-235; Abuzer Kendigelen, Hüseyin Ülgen, Ali Necip Ortan, Anonim Ortaklık - Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü, s. 226-251. Özel hukuk ilişkilerini etkileyen ve ekonomik ve teknik bilgi gereken hususlarda idari yargının karar alması konusundaki eleştiriler için bkz. Yasin, s. 227.

mahkemeleri tarafından denetlenmesi esası benimsenmiştir. ⁹⁸³ Kanaatimizce 551 sayılı KHK'da olduğu gibi Sermaye Piyasası Kanunu'ndan doğan tüm uyuşmazlıklarda, idari yargı dışında kurulacak olan özel bir ihtisas mahkemesinin görevli kılınmasının birden fazla yargı yerinin ortaya çıkardığı sorunların çözümünde olumlu etkileri olacaktır. ⁹⁸⁴

B. SPK Tarafından Başvurulacak Hukuki Yollar Olarak

SPK, çağrı yükümlülüğünün doğmasına rağmen SPK'ya başvuruda bulunmayan ve çağrı yükümlülüğünü yerine getirmeyen çağrı yükümlüleri aleyhine SPKn. 47/A uyarınca idari para cezası vermektedir. SPK, genel olarak, çağrı yükümlülüğünü yerine getirmeyen çağrı yükümlüleri hakkında verilebileceği en üst sınırdan idari para cezası vermektedir. ⁹⁸⁵ Söz konusu üst sınır 2011 yılı için 123.278 TL olarak uygulanmaktadır. ⁹⁸⁶ Çağrı yükümlüsünün birden fazla olması durumunda her bir çağrı yükümlüsü için ayrı ayrı aynı tutarda idari para cezası

⁹⁸³ Yasin, s. 230.

⁹⁸⁴ Yasin, s. 232.

⁹⁸⁵ SPK 2008/38 HB'de yayınlanan Maro Tarım İnşaat Ticaret ve Sanayi A.Ş.'ye Tivak Tarım Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. kararı: "Maro Tarım İnşaat Ticaret ve Sanayi A.Ş.'ye Tivak Tarım Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin sermayesinin %49'una tekabül eden toplam 245.000 adet imtiyazlı (A) grubu payın iktisap edilmiş olması nedeniyle diğer ortaklarına çağrıda bulunma yükümlülüğü ile ilgili Kurulumuzun 20.03.2008 tarih ve 8/324 sayılı kararının gereğini yerine getirmemesi dolayısıyla SPKn'nun 47/A maddesi çerçevesinde üst sınırdan olmak üzere 100.000 YTL idari para cezası uygulanmasına karar verilmiştir."; SPK 2009/42 HB'de yayınlanan Uzel Makina Sanayi A.Ş. kararı: "Kurulumuzun 28.01.2009 tarih ve 3/72 sayılı kararı uyarınca Uzel Makina Sanayi A.Ş.'nin diğer ortaklarına ait hisseleri satın almak için çağrıda bulunmak üzere 23.02.2009 tarihine kadar Kurulumuza başvurulmaması nedeniyle istenen savunmalarının değerlendirilmesi sonucunda; SPK'nun 47/A maddesi uyarınca Uzel Agri NV hakkında 112.000 TL ve SS Distribution Pte Limited hakkında 112.000 TL idari para cezası uygulanmasına karar verilmiştir."

⁹⁸⁶ Bkz. SPK 2010/53 HB.

verilmektedir.⁹⁸⁷ Söz konusu üst sınır çerçevesinde verilecek idari para cezasının, bu konuda yeterli derecede caydırıcı olduğunu söylemek zordur.⁹⁸⁸

SPK idari para cezası vermenin yanı sıra, SPK Haftalık Bülteni içinde çağrı yükümlülüğüne konu şirketin hissedarlarına, çağrı yükümlüsü olup da çağrı yükümlülüğünü yerine getirmeyen kişiden yükümlülüğün BK 101 uyarınca aynen ifasını isteyebileceklerine dair bir duyuru yapmaktadır.⁹⁸⁹ Söz konusu hedef şirket hissedarlarına yapılan duyurulardan anlaşılacağı üzere SPK, Seri: IV No. 44 Tebliği md. 6/1'den doğan yükümlülüğün yerine getirilmemesi halinde hissedarların BK 101'e göre aynen ifa davası açabilecekleri görüşündedir. Çağrı yükümlülüğünü yerine getirmeyen çağrı yükümlüsüne BK 101 uyarınca aynen ifa davası açılıp açılmayacağı hususu aşağıda irdelenecektir.

⁹⁸⁷ SPK 2007/50 HB'de yayınlanan Alfa Telecom Turkey Ltd., Cukurova Telecom Holdings Ltd., Intercon Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri A.Ş. ile Cukurova Telecom International Ltd. kararı: “Çukurova Holding A.Ş., Alfa Telecom Turkey Ltd., Cukurova Telecom Holdings Ltd., Intercon Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri A.Ş. ve Cukurova Telecom International Ltd.'in, Turkcell Holding A.Ş. ve Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. payları için çağrıda bulunulması hakkındaki Kurulumuzun 16.02.2007 tarih ve 6/145 sayılı kararının yerine getirilmemesine ilişkin olarak; - 16.02.2007 tarih ve 6/145 sayılı Kurul kararının gereğinin bugüne kadar yerine getirmemiş olmalarından dolayı Alfa Telecom Turkey Ltd., Cukurova Telecom Holdings Ltd., Intercon Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri A.Ş. ile Cukurova Telecom International Ltd. hakkında ayrı ayrı olmak üzere her biri hakkında 59.182 YTL idari para cezasının uygulanmasına...”

⁹⁸⁸ SPK, bazı durumlarda çağrı yükümlüsünün SPK'ya zamanında başvurmamasına rağmen sonradan muafiyet alması gibi durumlarda idari para cezası vermek yerine uyarı ile yetinmektedir. SPK 2009/20 HB'de yayınlanan Emir Süren kararı: “Çağrıda bulunma yükümlülüğünü doğuran (A) grubu imtiyazlı payların satın alınmasından sonra Kurulumuzun Seri:IV, No:8 sayılı Tebliği'nde belirlenen süreler içerisinde çağrı yapmak üzere veya muafiyet talebi ile Kurulumuza başvuruda bulunmayan Emir Süren'in Kurulumuzun Seri:IV No:8 sayılı Tebliği'ne uyum konusunda azami dikkat ve özenin gösterilmesi gerektiği hakkında uyarılmasına, karar verilmiştir”.

⁹⁸⁹ SPK 2008/50 HB'de yayınlanan UKİ Uluslararası Konfeksiyon İmalat ve Ticaret A.Ş. kararı: UKİ Uluslararası Konfeksiyon İmalat ve Ticaret A.Ş.'nin (Şirket) paylarının 1.951.100 YTL'lik kısmını devralarak Şirket'teki payını %22,97'den %46,43'e artıran ve bu nedenle Şirketin diğer hissedarlarına yönelik olarak adına çağrı yükümlülüğü doğan Turan Sarıgülle'nin, çağrı yükümlülüğünden doğan borcu dolayısıyla Şirket ortaklarının kendisine karşı Borçlar Kanununun 101. maddesi hükümleri uyarınca çağrıda bulunma yükümlülüğünden doğan borcun aynen ifasını talep hakkını haiz olacakları hususunda Şirket ortaklarının bilgilendirilmesine karar verilmiştir.” SPK 2007/50 HB'de yayınlanan Alfa Telecom Turkey Ltd., Cukurova Telecom Holdings Ltd., Intercon Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri A.Ş. ile Çukurova Telecom International Ltd. kararı: “Alfa Telecom Turkey Ltd., Cukurova Telecom Holdings Ltd., Intercon Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri A.Ş. ile Cukurova Telecom International Ltd.'in Kurulumuzun 16.02.2007 tarih ve 6/145 sayılı kararı gereğince çağrıda bulunma zorunluluğunu yerine getirmemeleri sebebiyle, Turkcell Holding A.Ş.'nin diğer ortaklarının Alfa Telecom Turkey Ltd.'e karşı, Turkcell Holding A.Ş. ve Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.'nin diğer ortaklarının ise adı geçen diğer şirketlere karşı Borçlar Kanunu md. 101 vd. hükümleri uyarınca aynen ifa davası açabilecekleri hususunda bilgilendirilmelerine karar verilmiştir.”

C. Hissedarlar Tarafından Başvurulacak Hukuki Yollar

Çağrı yükümlülüğü, Türk şirketler hukukunda anonim şirketlerdeki ortakların sınırlı sorumluluğu ilkesine getirilmiş önemli bir istisnadır. Çağrı yükümlülüğünün amacı, kontrol değişikliği durumunda, ödenen kontrol priminden tüm hissedarların faydalanması ve kontrol dışında kalan ortaklara ortaklıktan çıkma hakkının tanınmasıdır. Çağrı yükümlülüğü, ticaret hukukundaki eşitlik ilkesinden değil, kamu hukukundan doğan bir yükümlülüktür. Dolayısıyla Ticaret Kanunu ya da Borçlar Kanunu hükümleri çerçevesinde yorum yoluyla ortaya çıkarılması mümkün olan bir yükümlülük değildir. Bu kapsamda çağrı yükümlülüğünün MK md. 2 dürüstlük kuralından doğmuş bir sözleşme yapma yükümlülüğü⁹⁹⁰ olarak kabulü de mümkün görünmemektedir.

Acaba, Sermaye Piyasası Kanunu'nun SPK'ya verdiği yetki çerçevesinde yapılan düzenleme neticesinde burada kanundan doğan bir sözleşme yapma borcu olduğu söylenebilir mi?⁹⁹¹ Bu konu şu açıdan önemlidir: Eğer çağrıda bulunma yükümlülüğü kanundan doğan bir sözleşme yükümlülüğü olarak kabul edilirse, söz konusu yükümlülüğünün ihlali halinde BK 101 uyarınca aynen ifa istenebilecektir. Bu davada hakimın irade beyanı yerine geçen kararı ile sözleşme kurulmuş sayılacaktır.⁹⁹² Ayrıca davacı, sözleşmenin geç yapılmasından dolayı bir zararı varsa bu zararı da isteyebilir.⁹⁹³

Doktrinde, Kolcuoğlu,⁹⁹⁴ Yeşiltepe⁹⁹⁵ Dinç⁹⁹⁶ ve Saka⁹⁹⁷ çağrı yükümlülüğünün kanundan doğan bir yükümlülük olduğunu kabul etmekte ve buna bağlı olarak, çağrı yükümlülüğünün ihlali durumunda aynen ifa davası açılabileceğini savunmaktadırlar. Kolcuoğlu Yargıtay 13. HD'nin 07.11.2003

⁹⁹⁰ Dürüstlük kuralından doğan sözleşme yapma yükümlülüğü için bkz. Oğuzman/Öz, s. 147. Ticaret hukukundaki eşitlik ilkesinin ve dürüstlük kuralının arasındaki ilişki için bkz. Omağ.

⁹⁹¹ Kanundan doğan sözleşme yapma borcu için bkz. Selahattin Sulhi Tekinay/Sermet Akman/Haluk Burcuoğlu/Atilla Altop, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 7. Bs., Filiz Kitabevi, İstanbul, 1993, s. 365-367; Oğuzman/Öz, s. 145-147.

⁹⁹² Oğuzman/Öz, s. 146.

⁹⁹³ Oğuzman/Öz, s. 146.

⁹⁹⁴ Kolcuoğlu, s. 256-257.

⁹⁹⁵ Yeşiltepe, s. 180.

⁹⁹⁶ Dinç, s. 291-292.

⁹⁹⁷ Saka, s. 22.

tarikh ve E. 2003/3498, K. 2003/10556 sayılı kararındaki⁹⁹⁸ gerekçelere dayanarak SPK'nın "payları satın alma yükümlülüğüne ilişkin düzenleme" yapmak hususunda kanunla yetkilendirilmiş olduğunu, kanunun söz konusu düzenlemelerin tebliğ ile yapılmasını öngördüğünü, dolayısıyla SPK'nın bu maddeye dayanarak yaptığı düzenlemenin ihlalinin Sermaye Piyasası Kanunu'nun ihlali olarak görmenin mümkün olduğunu ifade etmektedir. Yazar, Kanundaki hükmün herhangi bir şüpheye neden olmayacak şekilde daha açık ifade edilmesinin daha isabetli olacağını görüşlerine eklemektedir. Kanaatimizce, Yargıtay'ın kararına ve anılan yazarların bu konudaki görüşlerine katılmak mümkün değildir. Bir yükümlülüğün doğrudan kanunla düzenlenmesi ile kanunla bir idari kuruluşa yetki verilerek yükümlülüğün idari kuruluşa bırakılması arasında büyük bir fark vardır. Birincisinde kanun hükmü, ikincisinde ise idari işlem söz konusu olur. Dolayısıyla birincisi ile getirilmiş sözleşme yapma yükümlülüğü esas olarak geçerli, ikincisi ise geçersiz olur. Dolayısıyla Kanun SPK'ya yetki vermiş, SPK bu yetkiye istinaden sözleşme yapma zorunluluğu içeren bir düzenleme yapmış, dolayısıyla bu düzenlemedeki yükümlülüğün ihlali Kanun'a aykırılık teşkil eder ve bu sebeple aynen ifa talep edilebilir görüşü kabul edilemez. Dolayısıyla SPK düzenleme yapma yetkisini Kanun'dan almış olsa bile, sözleşme serbestliği ilkesini ortadan kaldıran böyle bir yükümlülüğün idari işlem ile getirilmesi kanaatimizce mümkün değildir.⁹⁹⁹ İkinci olarak, düzenleme yapma yetkisi verilmesi ile düzenleme içinde subjektif haklar sağlanması ve yükümlülükler getirilmesi farklı konulardır. Sermaye Piyasası Kanunu SPK'yı "payları satın alma yükümlülüğüne ilişkin düzenleme" yapma konusunda yetkilendirmiştir. SPK, bu çerçevede payları satın alma yükümlülüğünün kaç gün süre ile kullanılacağı, payları satın alma yükümlülüğünün kullanılması sırasında açıklanması gereken bilgilerin neler olacağı gibi hususları düzenleyebilir. Ama yükümlülüğün kendisini getiremez. Çağrı zorunluluğuna ilişkin şartları, örneğin çağrı fiyatını tebliğ ile belirleyemez. Acaba bu yetkiler açık olarak Kanun teklifinde yazılı olsaydı kanun koyucu Anayasa hükümleri ile çelişik yönlerine rağmen yine SPK'ya bu yetkiyi verebilir miydi? Kanaatimizce bu hususlar tartışılmadan sadece "düzenleme yetkisinin" verilmiş olmasına dayanarak

⁹⁹⁸ Bkz. Kazancı İçtihat Bilgi Bankası.

⁹⁹⁹ Yukarıda anılan Anayasa Mahkemesi kararlarında belirtildiği üzere bu tür bir yükümlülüğün KHK ile düzenlenmesi bile Anayasa'ya aykırı olur.

kanundan doğan bir yükümlülük olarak yorumlanması hatalı bir neticeye götürmektedir. Kanaatimizce bu konuları tartışmayan Yargıtay kararını da bu konuda emsal bir karar olarak görmek mümkün değildir. Yargıtay kararında esasen, SPK'nın tebliğ ile borç doğuran bir düzenleme yapılmış olması hususu hiç tartışmamıştır. Neticede Yargıtay'ın anılan kararı çerçevesinde, doktrinde ağırlıklı kabul gören ve SPK tarafından savunulan çağrı yükümlülüğünün yerine getirilmemesi durumunda BK 101 uyarınca aynen ifa talep edilebileceği görüşüne katılmayı mümkün bulmuyoruz. Buna karşın doktrinde azınlık görüşü temsil eden Kendigelen, çağrı yükümlülüğünü ihlal eden kişiye karşı BK 101'in uygulanmasının mümkün olmadığını ifade etmektedir. Kendigelen'e göre Anayasa'da kişinin sosyal ve ekonomik hakları arasında zikredilen sözleşme özgürlüğüne yine Anayasa gereğince ancak açık bir kanun hükmü ile sınırlandırma getirilebilir. Anayasal düzenleme kapsamında temel hak ve özgürlükler açısından getirilecek sınırlamanın mutlaka açık bir yasa hükmü ile yapılması gerekir. Bu anlamda kanun koyucunun yetkisini devretmesinin hukuken mümkün olmadığı sonucuna varılması kaçınılmazdır. Dolayısıyla bu tebliğ ile gerçekte hakim ortaklar bakımından sözleşme yapma zorunluluğu getirildiği yönündeki görüş bir anlam taşımaz.¹⁰⁰⁰ Kendigelen'e göre çağrı yükümlülüğünün ihlali neticesinde taraflar arasında bir sözleşme ilişkisinin kurulabileceği sonucuna varılması mümkün değildir. Çağrı yükümlülüğünün doğması konusunda MK md. 2 dürüstlük kuralına da dayanılmaz. Kendigelen'e göre çağrı yükümlülüğü neticesinde diğer hissedarların hisselerini satın almak için sözleşme yapma yükümlülüğü MK md. 2'den değil, anayasal bir düzenlemeden kaynaklanabilir. Anayasa hükümleri kapsamında yasal bir dayanak olmadığından çağrıda bulunma yükümlülüğünün ihlalinde yorum yolu ile kanundan doğan bir sözleşme yapma zorunluluğuna ulaşılması mümkün değildir.¹⁰⁰¹ Kendigelen'in kanunda açık bir sözleşme yapma zorunluluğu getirilmemiş olmasından dolayı BK md. 101 yani aynen ifanın uygulanmasının mümkün olmadığı görüşüne katılmaktayız. Buna karşın Kendigelen'e göre her ne kadar kanunda açık bir sözleşme yapma yükümlülüğü getirilmemiş olmakla birlikte, "kanunen öngörülen çağrıda bulunma yükümlülüğüne aykırı davranış" aynı zamanda da çağrı yapma yükümlülüğünden

¹⁰⁰⁰ Kendigelen, Yaptırım, s. 822.

¹⁰⁰¹ Kendigelen, Yaptırım, s. 822.

söz edilmiş olması nedeniyle, bu yükümlülüğün ihlali halinde BK md. 41/1 anlamında haksız fiil oluşacağından ve bir tazminat sorumluluğu doğuracağı sonucuna ulaşılması kaçınılmazdır.¹⁰⁰² Bu noktada Kendigelen'in görüşüne katılma imkanı bulamıyoruz. Zira Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22/1.i maddesi veya başka bir hükmü çağrıda bulunma yükümlülüğü öngörmemiştir. Zaten öngörse, bu kez kanuni sözleşme yapma zorunluluğu doğar. SPKn. 22/1.i sadece SPK'ya bu hususta düzenleme yapma yetkisi vermektedir. Zaten Kanun'un 22. maddesi sermaye piyasası işlemlerine katılanlara ilişkin bir madde değil, tamamen Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkileri ile ilgilidir. Dolayısıyla burada bir yükümlülük getirilmesi söz konusu değildir. Dolayısıyla kanunda bir yükümlülük düzenlenmediğinden SPK da bu yükümlülüğü idari düzenleyici işlem ile getiremez. Çağrı yükümlülüğünün hukuken geçerli olduğu, hisseleri satın alma yükümlülüğünün ihlalinin BK md. 41'e göre tazmin yükümlülüğü doğuracağı kabul edilse bile, söz konusu tazminatın, BK md. 41 vd. ile MK md. 1/2 hükümleri dikkate alınarak hakim tarafından tayini gerekir. Bu bakımdan yükümlülüğün ihlali durumunda BK md. 41 vd. hükümlerine dayanarak SPK Tebliği'nde belirlenen hükümlere uygun tazminatın hesabının bir dayanağı olmaz. Bu bakımdan BK 101 hükmü yerine BK 41 çerçevesinde tazminat sorumluluğuna dayanılması daha isabetli olarak nitelendirilse de yükümlülüğün kanun ile düzenlenmemiş olması sebebiyle SPK Tebliği'nde çağrı yükümlülüğünün belirlendiği şekilde yerine getirilmesinin oldukça problemlili olduğunu düşünmekteyiz.

Bu nedenle çağrı yükümlülüğünün mutlaka ayrıntılı olarak kanunla düzenlenmesi gerektiği kanaatini taşımaktayız. Aksi takdirde Anayasa'ya aykırılık ve SPK'nın alacağı kararlara karşı idare mahkemesinde açılacak taktiksel davaların neticesinde hissedarlara tanınan bu hakkın hukuken güvenli bir şekilde kullanılması mümkün olmayacaktır.

¹⁰⁰² Kendigelen, Yaptırım, s. 823.

D. SPK Kararlarına Karşı İdari Yargıda Dava Açılması

Çağrı yükümlülüğünün bir idari düzenleyici işlem olan tebliğ ile düzenlenmesinin en önemli neticesi çağrı sürecine ilişkin SPK'nın her kararının bir idari işlem olarak kabul edilmesi ve idari yargıda bu karar aleyhine iptal veya tam yargı davası açılabilmesidir. SPK'nın çağrıda bulunma kararına karşı çağrı yükümlüsü dava açabileceği gibi, çağrı yükümlülüğüne ilişkin muafiyet kararına karşı hedef şirketin diğer hissedarları da iptal davası açabilecektir. Bunun dışında yine çağrı fiyatının hukuka uygun hesaplanmadığını savunan hem çağrı yükümlüsü hem de hedef şirketin hissedarları da idari yargıda dava açabilecektir. İdari yargının, SPK'nın çağrı konusunda vermiş olduğu çağrı fiyatının hesabında kullanılacak fiyat hesaplama yöntemi gibi oldukça teknik hususlarda aldığı kararlara müdahale eden kararları da bulunduğundan sadece çağrı sürecini uzatmaya yönelik taktiksel davaların açılması da imkân dâhilindedir.¹⁰⁰³ 2010 yılında Anayasa'nın 125. maddesinde yapılan değişiklikle¹⁰⁰⁴ idari yargının yerindelik denetimi yapamayacağı açık olarak Anayasa'ya girmiştir. Bu kapsamda idari yargının Anayasa değişikliği sonrasında SPK'nın kararlarına daha az müdahale etmesini beklemek mümkündür.

¹⁰⁰³ Bkz. Finansbank kararı. Söz konusu mahkeme çağrı fiyatının hesaplanmasında SPK'nın uyguladığı hesaplama şeklini iptal ederek çağrı fiyatının başka yöntemlerle hesaplanmasına karar vermiştir.

¹⁰⁰⁴ Söz konusu değişiklik 13.05.2010 tarih ve 27580 sayılı RG'de yayınlanmıştır.

SONUÇ

Günümüzde özellikle devletlerin kendilerini ekonomik aktivitelerden çekmesiyle birlikte ekonomi alanı neredeyse tamamıyla anonim şirketlere kalmıştır. Devletler politik ve düzenleme gücüne, şirketler ise ekonomik güce sahip hale gelmiştir. Bugün dünya ölçeğinde ekonomik varlıkların çok büyük bir kısmı anonim şirketlerin kontrolü altında bulunmaktadır. Bu bakımdan anonim şirketin faaliyetleri, makro ekonomik dengelerden günlük hayata kadar hem olumlu hem de olumsuz yönde etkisini göstermektedir.

Ekonomik alanda bu kadar büyük önem kazanırken özellikle ABD ve İngiltere’de sermayenin tabana yayılmasıyla birlikte anonim şirketlerde daha önce karşılaşılmayan yeni bir yönetim sorunu ile karşı karşıya kalınmıştır. Şirketin asıl sahibi olan hissedarlar, kişisel menfaatlerinin azlığı sebebiyle sahibi oldukları hisseye karşı ilgilerini kaybetmiş, böylece mülkiyet hakkının gereği olan yönetim ve kontrol işlevini yerine getirememeye başlamıştır. Bu şekilde oluşan boşluk az bir sermaye payı ile şirketi tümüyle yöneten profesyonel yöneticiler tarafından doldurulmuştur. Çok ortaklı dev şirketlerin %1 veya 2 gibi çok düşük paylarla kontrolüne sahip olunabilmesi sermaye ve kontrol ayrışması olgusu ile karşılaşılmaya sebep olmuştur.

Hissedarların yönetim ve denetim fonksiyonlarını yerine getirmedeki isteksizliklerinin yanı sıra yönetim kontrolüne sahip olanlar ile yönetim dışı hissedarlar arasındaki menfaat çatışmalarının varlığı Kamunun bu alana müdahalesini zorunlu kılmıştır. Böylece sermaye piyasası hukuku, halka açık şirketlerde yönetim ve kontrol fonksiyonunu yerine getiremeyen yönetim dışı ortakların karşı karşıya kalabilecekleri suiistimalleri önlemek amacıyla kamu hukukunun bir parçası olarak doğmuştur.

Göreceli olarak az bir sermaye payı ile çok büyük şirketlerin yönetilmesinin yarattığı cazibe, finans piyasasının gelişmesi ile birleşince 1960’lı yıllarda İngiltere ve ABD’de dev şirketlerin geleneksel yöneticileri hisse alımı için yapılan çağrılar (tender offer) neticesinde birden bire kendilerini yönetim dışında bulmaya başlamışlardır. Bu şekilde başlayan ve hızla artan yönetim kontrolünü ele geçirme

savaşları Kamunun olaya müdahalesini gerektirmiştir. Böylece ABD’de William Act Yasası kabul edilirken İngiltere’de bu alanı düzenlemek üzere Takeover Panel kurulmuştur.

ABD’de şirketlerin kurulu bulunduğu eyaletler, dışarıdan gelen yabancılar tarafından kendi bölgelerindeki şirketlerin ele geçirilmesine karşı mevcut şirket yönetimlerinden yana tavır alıp yönetim kontrolünün ele geçirilmesini zorlaştıran yasaları (anti takeover statutes) birbiri ardına kabul etmeye başlamışlardır. Şirket yöneticileri bu yasalardan aldıkları güçle yönetim kontrol değişikliği girişimlerine karşı “posion pill” ve “shark repellent” adı verilen agresif savunma önlemleri ile karşı koymaya çalışmışlardır. Yaşanan bu mücadelede ABD mahkemeleri Unocal ve Revlon gibi kararlarıyla yönetim kontrol savaşında yönetim dışı hissedarları korumaya, yönetim kurulu üyelerini kendi çıkarları için değil hissedarların çıkarı için hareket etmeye yönlendirmeye çalışmışlardır. Buna karşı ABD eyaletlerinde üçüncü nesil olarak adlandırılan, yönetim kurulu üyelerine hissedarların yanı sıra şirketten menfaat temin eden çalışanlar, mal ve hizmet tedarik edenler, müşteriler ve genel olarak toplum menfaatlerini gözetme görevi veren yasalar kabul edilmeye başlamıştır. Üçüncü nesil yasaların gerçekten çıkarılma amacına uygun mu kullanılacağı yoksa sadece yöneticilere kendi yerlerini korumak için arkasına sığınabilecekleri bir mazeret mi sağlayacağı zaman içinde daha iyi anlaşılacaktır.

İngiltere’de ise Takeover Panel’in düzenlemeleri (Takeover Code) yönetim kontrol hukukunun birçok yönden ABD’den farklı yönde gelişmesine sebep olmuştur. İngiltere’de belki de eyalet sisteminin de olmaması sebebiyle şirket yönetimlerini koruyacak yönde düzenlemeler yerine yönetim kontrol değişikliği girişiminde nihai kararın hissedarlar tarafından verilmesini, yönetim kontrol değişikliği için yapılan çağrılarını destekleyici bir anlayış hakim olmuştur. İngiliz yargısının Datafin gibi kararlarıyla Panel’in aldığı kararların uygulanmasına verdiği destekle ABD’nin aksine İngiltere’de taktiksel davalar minimize edilmiştir. İngiltere’nin yönetim kontrol değişikliği hukukunu ABD’den farklılaştıran diğer önemli bir husus ise zorunlu çağrı müessesesinin kabul edilmiş olmasıdır. Zorunlu çağrı müessesesi, oluşan güç boşluğunu doldurmak amacıyla kamu tarafından şirketler hukuku ve sözleşme serbestisi ilkesine yapılan önemli

bir müdahale olarak görülebilir. Zorunlu çağrı yönetim kontrol değişikliği halinde hissedarlara ortaklıktan çıkma hakkı ve yönetim hakimiyetini devreden hissedara ödenen aynı fiyattan (kontrol priminden) yararlanma hakkı tanımaktadır.

AB ise kendisine önemli bir hedef olarak aldığı yönetim hâkimiyeti düzenlemelerini uyumlaştırma konusunda oldukça zorlanmıştır. İngiltere'nin City Code düzenlemelerinin etkisiyle zorunlu çağrı ve çağrı sırasında yönetim kurulunun savunma önlemlerini kısıtlayan hükümleri içeren tekliflerin üye ülkelerin ticaret hukuklarına müdahale eder nitelikte olması ve üye ülkelerdeki şirketlerin menfaatleri Direktif'in kabulünü zorlaştırmış, en nihayetinde uzun süren tartışmalardan sonra Direktif (2004/25/EC) ancak uzlaşmalar neticesinde biraz da gücünü kaybederek kabul edilmiştir. Direktif'in en önemli hükümleri (1) zorunlu çağrı; (2) oyda imtiyazları kaldırarak sermaye ile kontrol arasında denge kurmayı amaçlayan breaktrought kuralı ve yönetim kurulunun çağrı sırasında tarafsızlığı (board neutrality) kuralı olmuştur. Zorunlu çağrı tüm üye ülkeler için uyulması zorunlu bir hüküm olarak kabul edilirken, breakthrough ve board neutrality kuralları üye ülkeler için zorunlu olmaktan çıkarılmış, seçimlik hale getirilmiştir. Ancak söz konusu kuralı kabul etmeyen (opt-out) bir ülkenin kendi şirketlerine kuralı kabul etme (opt-in) imkanı tanınması kuralın tamamen etkisiz kalmasına engel olabilecek gibi görünmektedir.

Türkiye'de ise halka açık şirket sayısının azlığı ve halka açıklık oranının düşüklüğü sebebiyle ABD ve İngiltere'deki gibi çağrı yoluyla yönetim kontrolünün değişmesine ve buna bağlı olarak yönetim tarafından savunma yapılması olgusuyla karşılaşılmamıştır. Ancak sermaye piyasalarının gelişimine ve hisselerin kuruculardan sonraki kuşaklara devri neticesinde yakın gelecekte bu tür çağrı ve savunma girişimleri ile karşılaşılması muhtemel görülmelidir. Türk sermaye piyasasının geç gelişmesinin belki de bir avantaj olarak değerlendirilmesi mümkün görünmektedir. Bu noktada Türk şirketlerinin yönetim ve kontrollerinin tam olarak ayrılmadığı bir safhada ABD ve İngiltere gibi ülkelerin yaşadıkları sorunlardan ders çıkarmak şirketlerin nasıl daha verimli yönetilecekleri, yönetim hakimiyetine sahip olan hissedarlarla yönetim dışı hissedarlar arasındaki çıkar çatılması yerine çıkar birliğinin nasıl sağlanabileceği, şirket yöneticilerinin şirkete ve şirket ile ilgili diğer kişilere karşı sorumlulukları ve yönetim kontrol

değişikliklerine karşı nasıl bir politika geliştirileceği çok hayati konular olarak karşımıza çıkmaktadır.

Mevcut durum itibariyle yönetim kontrol değişikliği ile ilgili olarak en çok karşılaşılan ve piyasayı en çok etkileyen olgu halka açık bir şirketin mevcut yönetiminin özel anlaşma ile kontrolünün üçüncü bir kişiye devredilmesi ve bunun neticesinde çağrı yükümlülüğünün doğmasıdır. Ne var ki zorunlu çağrı yükümlülüğünün yasa ile değil tebliğ ile getirilmiş olmasının önemli hukuki sorunlara yol açtığını ve düzenlemenin etkisini azalttığını söylemek gerekir. Bu sorunlardan birincisi idari düzenleyici işlem ile kanunlarda yer almayan bir yükümlüğün düzenlenmesinin Anayasa'ya aykırılık sorunu yaratmasıdır. Bunun yanı sıra düzenlemenin tebliğ ile yapılmış olması, hem idari yargı hem de adli yargının aynı konu hakkında görevli olması bir yargı karmaşası ortaya çıkarmakta yargılama sürelerinde uzama ve belirsizliklere sebep olmaktadır. Söz konusu husus bu alanı taktiksel dava riskinin artmasına sebep olabilmektedir. Bu konuda birinci önerimiz çağrı yükümlülüğü ve çağrıda en iyi fiyat eşitlik ve oransallık gibi hissedarlara haklar sağlayan hükümlerin mutlaka yasa ile düzenlenmesidir. SPK'nın hızlı ve esnek kararlar vermesi çok önemli olmakla birlikte İngiltere'de Takeover Panel'in Avrupa Birliği Direktifine uyum sağlanması amacıyla kanuni bir statü kazanmasına rağmen eski esnekliğinden bir şey kaybetmeden faaliyetlerini sürdürdüğünü belirtmek gerekir. Yazılı olmayan hukukun çok önemli olduğu ABD ve İngiltere'de yasaların bizdeki Sermaye Piyasası Kanunu'na göre çok daha ayrıntılı olduğuna dair tespitimizi burada belirtmek isteriz. İkinci önerimiz ise hm SPK'nın verdiği kararlara karşı açılacak hem de hissedarlar tarafından açılacak davaların adli yargı içinde görülmesidir. Böylece iki ayrı yargı yerinin aynı anda görevli olmasının yarattığı yargı karmaşasına son verilebilecektir.

Yönetim kontrol değişikliği ile ilgili olarak SPK düzenlemelerine ilişkin gördüğümüz diğer bir eksiklik, çağrı yükümlülüğü doğurması nedeniyle hisse fiyatı üzerinde etkili olan yönetim kontrol değişikliğine ilişkin düzenlemelerdeki eksikliklerdir. Bu konudaki eksikliklerden biri sermayenin %5 ve %10 gibi oranlarının iktisabına ilişkin yapılan özel durum açıklamalarında mutlaka şirket yönetimini kontrol amacının bulunup bulunmadığının açıklanması gereken bir

bilgi haline getirilmesidir. Öte yandan gerek çağrı gerekse özel anlaşma yolu ile olsun yönetim kontrolün devredileceğini ilişkin bilgiler hisse fiyatı üzerinde oldukça etkili bilgilerdir. Bu bakımdan ABD ve İngiltere’de olduğu gibi özellikle içeriden öğrenenlerin ticareti suçu bakımından bilginin açıklanmasına ve bilginin açıklanmasından önceki ve sonraki dönemde kimler için hisse alımının yasak kimler için serbest olduğunun belirli kurallara bağlanması gerektiğini düşünmekteyiz.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Akdağ Güney, Necla Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 2. Bs., Vedat Kitapçılık Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 2010.
- Akgül, Aydın Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2008.
- Ansay, Tuğrul Anonim Şirketler Hukuku Nereye Gidiyor, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2005.
- Arıcı, Mehmet Fatih Ticari İşletmenin Aktif ve Pasifi ile Devri, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2008.
- Arkan, Sabih Ticari İşletme Hukuku, 5. Bs., Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara, 1999.
- Arsanlı, Halil Anonim Şirketler, IV.-V. Kısım, Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1961.
- Bainbridge, Stephen Mergers and Acquisitions, 2nd Edition, Foundation Press, New York, 2009.

- Bainbridge, Stephen Corporate Law, 2nd Edition, Foundation Press, New York, 2009.
- Bainbridge, Stephen Corporation Law and Economics, Foundation Press, New York, 2002.
- Bebchuk, Lucian The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2002.
- Bebchuk, Lucian / Cohen, Alma Firm's Decisions Where to Incorporate, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2002.
- Berle, Adolf A. / Means, Gardiner The Modern Corporation & Private Property, Transactions Publishers, 1991.
- Berle, Adolf A. Corporate Powers as Powers in Trust, Harvard Law Review (1931),
- Burca, Grainne de / Craig, Paul EU Law Text, Cases and Materials, 1998.
- Coffee, John C. / Seligman, Joel Securities Regulation-Cases and Materials 9th Edition, Foundation Press, New York, 2003.
- Çamoğlu, Ersin Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2010.

- Davies, Paul (Gower/Davies) Gower & Davies: The Principles of Modern Company Law, Sweet and Maxwell, 2008.
- Dinç, İlhan Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, Legal Yayıncılık San. Tic. Ltd. Şti., İstanbul, 2006.
- Doğru, Halil Menkul Kıymetleştirme & Mortgage: Genel ve Hukuki Esaslar, Doğru Hukuk Yayınları, İstanbul, 2007.
- Dönmezer,Sulhi/Erman, Sahir, Nazari ve Tatbiki Ceza Hukuku, Genel Kısım C. I, 9. Bs., Filiz Kitabevi, İstanbul, 1985.
- Erdem, Ercüment Birleşme ve Devralmalar, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2003.
- Erem, Faruk/Danışman, Ahmet/ Artuk, Mehmet Emin Ceza Hukuku Genel Hükümler, 14. Bs., Seçkin Yayınevi, Ankara, 1997
- Eren, Fikret Borçlar Hukuku, 7. Bası, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2001.
- Eriş, Gönen Anonim Şirketler Hukuku, Seçkin Yayıncılık San. Tic.A.Ş., Ankara, 1995.

- Esin, İsmail G. / Lokmanhekim, S.Tunç Uygulamada Birleşme ve Devralmalar, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2003.
- Gönenli, Atilla İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul, 1991.
- Günel, Vural Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri (Araçlar-Kurumlar), İstanbul, 1997. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri)
- Günel, Vural Sermaye Piyasası Hukuku, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2. Bs., Ankara, 1987.
- Güngör, Seda Ş. Türk Hukukunda Bankaların Birleşmesi, On iki Levha Yayıncılık A.Ş., İstanbul, 2011.
- Güven, Pelin Türk Rekabet Hukuku ve Avrupa Birliği Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmaların Denetlenmesi, Yetkin Basım Yayım ve Dağıtım A.Ş., Ankara, 2002.
- Hazen, Thomas Lee Securities Regulation-Selected Statues, Rules and Forms, Thomson West, 2004.
- Hazen, Thomas Lee The Law of Securities Regulation - Third Edition, Volume 2, West Publishing Co. 1995.

- Hazen, Thomas Lee
The Supreme Court and the Securities Laws: Has The Pendulum Slowed? 30 Emory L.J. 5 (1981).
- Hooghten, Paul Van/
Wouters, Jan/ Bruynell, Mattias
The European Takeover Directive and Its Implementation, Oxford University Press, New York, 2009.
- İhtiyar, Mustafa
Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2006.
- Kendigelen, Abuzer
Hukuki Mütalaalar, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2001.
- Kendigelen, Abuzer
Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1999 (İmtiyaz).
- Kenyon-Slade, Stephen
Mergers and Takeovers in The US and UK Law and Practice, Oxford University Press, New York, 2003.
- Kılıç Al, Şengül
TTK Tasarısına Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşmesi, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 2009.

- Kolcuoğlu, Umut Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, Vedat Kitapçılık Basım Yayım Dağıtım Ltd.Şti., İstanbul, 2009.
- Kraakman, Reinier The Anatomy of Corporate Law, (Oxford University Press, 2004.
- Kutlan, Serhat Birleşme ve Devir Almalarda Due Diligence, Yaklaşım Yayıncılık San. Tic. A.Ş., Ankara, 2004.
- Lipton, Martin Takeover Law And Practice, 2010.
- Manavgat, Çağlar Aleni Pay Alım Teklifi, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997.
- Meyer, Oliver Die Übernahme börsennotierter Aktiengesellschaften nach der EU Übernahmerichtlinie, Verlag Dr. Kovac, Hamburg, 2006.
- Moroğlu, Erdoğan Özellikle Anonim ve Limited Ortaklıklarda Oy Sözleşmeleri, 2. Bs., Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1996 (Oy Sözleşmeleri).
- Moroğlu, Erdoğan Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu, Makaleler, 2. Bs., Beta Yayınları, İstanbul, 2001 (Makaleler).

- Newbould, G.O. Management and Merger Activity, Guthsted Liverpool, 1970.
- Okutan Nilsson, Gül Şirketler Topluluğu Hukuku, On İki Levha Yayıncılık A.Ş., İstanbul, 2009.
- Oğuzman, Kemal / Öz, Turgut Borçlar Hukuku: Genel Hükümler, 3. Bs., Filiz Kitabevi, İstanbul, 2000.
- Onar, Sıddık Sami İdare Hukukunun Umumi Esasları, C. II 3. Bs., İstanbul, 1966
- Özkaya, Eraslan İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları, Turhan Kitabevi, Ankara, 1999.
- Özsunay, Ergun Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler, Cezaevi Matbaası, İstanbul, 1968.
- Papadopoulos, Thomas Legal Aspects of The Breakthrough Rule of The European Takeover Bid Directive in Takeover Regulation: A Legal Approach, Icfai Books, Icfai University Press, Icfai University, 2008.
- Pekcanıtez, Hakan Medeni Usul Hukuku, 6. Bs. Yetkin Hukuk Yayınları, 2007.

- Poroy, Reha / Tekinalp, Ünal Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, 15. Bs., Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul 2001.
- Poroy, Reha / Tekinalp, Ünal / Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 7. Bs. Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1997 Ortaklıklar).
- Çamoğlu, Ersin
- Reisoğlu, Sefa Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 15. Bs., İstanbul, 2002.
- Sumer, Haluk / Pernsteiner, Helmut Şirket Birleşmeleri, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 2004.
- Şehirali Çelik, Feyzan Hayal Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2008.
- Tandoğan, Haluk Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C.II, 2. Bs., Ankara, 1982.
- Tanör, Reha Türk Sermaye Piyasası, 2. Bs., Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul, 1999.
- Tekinalp, Ünal Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları, İstanbul Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 1979 (Yönetime Katılma Sorunları).

- Tekinalp, Ünal Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, Es Yayınları, 1982 (Sermaye Piyasası Hukuku).
- Tekinay, Selahattin Sulhi / Akman, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 7. Bs., Sermet / Burcuoğlu, Haluk / Altop, Atilla Filiz Kitabevi, İstanbul, 1993.
- Tocqueville, Alexis de Eski Rejim ve Devrim, Çev. Turhan Ilgaz, 2. Bs., İmge Kitabevi, 2004.
- Tuhr, Andreas V. Borçlar Hukuku: Borçlar Hukuku'nun Umumi Kısmı, C.I,II, Çev. Cevat Edege, Yargıtay Yayını, Ankara, 1983.
- Turanboy, Asuman İnsider Muameleleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1990.
- Türk, Hikmet Sami Ticaret Ortaklıklarının Birleşmesi, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Ankara, 1986.
- Ülgener, Sabri F. İktisadi Çözülmenin Ahlak ve Zihniyet Dünyası, Derin Yayınları, İstanbul, 2006
- Ünal, Oğuz Kürşat Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Nobel Yayın

Dağıtım Ltd. Şti., Ankara, 1999
(Halka Açık Anonim Ortaklıklar).

Yanlı, Veliye

Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik
Perdesinin Kaldırılması ve Pay
Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına
Karşı Sorumlu Kılınması, Beta Basım
Yayım Dağıtım A.Ş., 2000 (Tüzel
Kişilik Perdesinin Kaldırılması).

Yanlı, Veliye

Sermaye Piyasası Hukuku
Çerçevesinde Halka Açık Anonim
Şirket ve Kamunun Aydınlatılması,
Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.,
2005 (Halka Açık Anonim Şirket ve
Kamunun Aydınlatılması).

Yasaman, Hamdi

Anonim Ortaklıkların Birleşmesi,
Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü,
Ankara, 1987.

Yasin, Melikşah

Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri,
Seçkin Yayıncılık San. Tic. A.Ş.
Ankara, 2002.

Yeşiltepe, Salih Önder

AB ve Türk Hukukunda Çağrı
Yoluyla Ortaklık Paylarının
Toplanması, Yayınlanmamış Doktora
Tezi, İstanbul, 2009.

Yıldız, Şükrü

Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri
Açısından Eşit İşlem İlkesi, Seçkin

Yayincılık San.Tic.A.Ş., Ankara,
2004.

Weinberg, M. A./Victor, B. M.
/Greystoke A. L.

Takeovers And Mergers,
Ed M.A.Weinberg, J.O.Dick, J.White,
4th Edition,
Sweet&Maxwell, London, 1979.

Weinberg, M.A./Blank,M.V. /
Greystoke, A.L

Takeovers And Mergers, Ed. Richard
Morris, J.O.Dick, Paul Lasok,
William Underhill, Geraldine
Caulfield 4th Edition,
Sweet&Maxwell, London, April
2011.

Makaleler

Andre, Thomas

Unconventional Offers under The
William Act: The Case For Judicial
Restraint, Journal of Corporation Law
11 J. Corp. L. (1985-1986), s. 530 –
571.

Aslan, Ayşegül

Hakim Ortağın Azınlık Paylarını
Satın Alma Hakkı, SPK Yeterlilik
Etüdü, 2005.

Bainbridge, Stephen

Revisiting the One-Share/One-Vote
Controversy: The Ex-changes'
Uniform Voting Rights Policy, 22
Securities Regulation Law Journal,
175, 1994.

- Balotti, Franklin / Adams, Kevin / Directors' Fiduciary Duties in Corporate Sparks, Gilehrst Control. Contests, 18. Annual Institute on Securities Regulation, New York, 1986.
- Coffee, John C. Regulating The Market For Corporate Control: A Critical Assessment of The Tender Offer's Role in Corporate Governance, Columbia Law Review, 1984, s. 1145-1296 (Regulating The Market For Corporate Control).
- Cohen, Martin M. "Poison Pills" as a Negotiation Tool: Seeking a Cease-Fire in The Corporate Takeover Wars, 1987 Colum. Bus L. Rev.
- Easterbrook, H. Frank/Fischel, Daniel Takeover Bids, Defensive Tactics and Shareholders' Welfare, The Business Lawyer, Vol. 36, July 1981, s. 1733-1750.
- Erdem, Ercüment Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Rekabet Hukuku İle İlgili Makaleler, 2007.
- Fischel, Daniel The Business Judgment Rule and The Trans Union Case, 40 Bus. Law, 1985, s. 1437-1455.

Gökbel, Doğan

Farklı Ülke Şirketleri Arasındaki Birleşmelerin Türk Hukukundaki Vergisel Sonuçlarının Avrupa Birliği Hukuku ile Karşılaştırılması, Şirket Birleşmeleri, (Ed.) Prof Dr. Haluk Sumer- Prof. Dr.Helmut Pernsteine Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 2004.

Hacımahmutoğlu, Sibel

AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme, Batıder, C XXI, S.1, 2001.

Hazen, Thomas

Implied Private Remedies under Federal Statutes: Neither a Death Knell Nor a Moratorium-Civil Rights, Securities Regulation, and Beyond, Vanderbilt Law Review 33 Vand. L. Rev., s. 1333- 1386, 1980 (Implied Private Remedies under Federal Statutes).

Hingley, Robert

The Takeover Panel, A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2008/2009, S.1-25.

Hirte, Heribert

Verteidigung gegen
Übernahmeangebote und
Rechtsschutz des Aktionärs gegen
die Verteidigung, Zeitschrift für

Unternehmens und Gesellschaftsrecht
(ZGR), 2002, s.623-663.

Hopt, K.

European Take-over Regulation:
Barriers to and problems of
harmonising Take-over Law in the
European Community, in Klaus Hopt/
Eddy Wymeersch (Ed.), European
Take-overs. Law and Practice,
London et al, 1992

Jarrell, Brickley and Netter

The Market for Corporate Control:
The Empirical Evidence Since 1980,
2 Journal of Economic Perspectives,
49 1988.

Jensen, Michael C. / Meckling, William

Theory of the Firm: Managerial
Behavior, Agency Costs and
Ownership
Structure,(www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf)

Karayalçın, Yaşar

Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık
İlişkisi Bakımından Kontrol Satışı ve
Genel Alım Önerisi (Prof. Dr. Haluk
Tandoğan Hatırasına Armağan, 1990,
s. 351-398).

Kendigelen, Abuzer

Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünden
Muafiyet, Hukuki Mütalaalar, C.6.,
2004, İstanbul, 2006, s. 217-237.

- Kendigelen, Abuzer Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün Doğmasının Şartları ve Bu Yükümlülüğe Aykırılığın Hukuki Yaptırımı, Hukuki Mütalaalar, C.6, 2004, İstanbul, 2006, s. 159-235 (Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün Doğması).
- Kendigelen, Abuzer Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinde Aktif Husumet Ehliyeti, Makalelerim, C.2, 2001-2006, İstanbul, 2006, s. 196-215.
- Kendigelen, Abuzer Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinin Hukuki Sonucu (Yaptırımı) (Prof. Dr. Çetingil ve Kender'e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı 2007, s. 820-827).
- Kendigelen, Abuzer Anonim Ortaklık - Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü, Hukuki Mütalaalar, C.4, 2002, 2006, s. 226-251.
- Kırca, İsmail Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarında Takdir Yetkisi – Özen Borcu, BATİDER, 2004, C. XXII, S. 3, s. 85-96.
- Kreider, Gary P. Corporate Takeovers and The Business Judgment Rule: An Uptade, 11 J. Corp. L., 1986, s. 633, 649.

- Lease, Ronald C. / JJ. McConnell The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations, 11 Journal of Financial Economics, 1983, s. 439, 450-52.
- Lipton, Martin Takeover Bids in The Target's Boardroom, Bus. Law.1979-1980. Vol.35, s. 101.(Takeover Bids)
- Macey, Jonathan R. / Miller, Geoffrey P. Trans Union Reconsidered, 98 Yale Law Journal, 1988, s. 127, 128-30.
- Marchant, Simon The Approach, Announcements and Independent Advice, A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2008/2009, s. 27-67.
- Oesterle, Dale The Rise and Fall of Street Sweep Takeovers, Duke Law Journal, Vol. 1989, 202-223.
- Omağ, Merih Kemal Anonim Şirketler Hukukunda Eşit İşlem İlkesi, Hukuk Araştırmaları Dergisi, C.1, S.1, 1986.
- Pearson, Christopher /Adams Nick Mandatory and Voluntary Offers and Their Terms, A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2008/2009, s. 133-166.

- Saka, Zafer Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, Yasa Hukuk Dergisi., No. 259, Mart-Nisan 2005, s. 15-23.
- Schwartz, Barry F. / Wiles, James G. Business Judgment Rule Clarified by Delaware’s Trans Union Decision, Nat’l. L.J., Jule.8, 1985, at 42, col.3.
- Skog, Rolf The European Union’s Proposed Takeover Directive, The “Breakthrough” Rule and The Swedish System of Dual Class Common Stock, Stockholm Institute for Scandinavian Law.
- Şahinkaya, Serdar Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası’ndan Türkiye Kalkınma Bankası’na: 1975-2001 Döneminde Kurumsal Yapıdaki Temel Dönüşümler Üzerine Düşünceler ve Bazı Öneriler,(<http://www.econ.utah.edu/~ehrbar/erc2002/pdf/P139.pdf>).
- Tekneci, Özkan Şirket Kontrolünü Ele Geçirme Girişimlerine Karşı Kullanılan Savunma Mekanizmalarının “Breakthrough kuralı” (breakthrough rule) Çerçevesinde Sınırlandırılması, SPK Yeterlilik Etüdü, 2007.

Türk, Hikmet Sami

Halk Şirketi ve İşçi Şirketi Kavramı
(<http://dergiler.ankara.edu.tr/dergiler/38/305/2889.pdf>).

Ventoruzzo, Marco

Europe's 13th Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic and Ends, Texas International Law Journal (Tex. Int'l L.J.) 2006, W. 41: 171-221.

Yanlı, Veliye

Sermaye Piyasası Kanunu Açısından Anonim Şirket Birleşmeleri, Şirket Birleşmeleri Ed. Haluk Sumer-Helmut Pernsteiner, Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., İstanbul, 2004, s. 73-109.

Sözlük Broşür ve Diğer Erişim Kaynakları

Black's Law Dictionary

Bryan A. Garner (Ed.), 7th Edition, St. Paul, Minn, West Publishing, 1999.

Hukuk Sözlüğü

Ejder Yılmaz, 4. Bs., Yetkin Hukuk Yayınları, Ankara, 1992.

Deminor Rating, Application of The One Share – One Vote Principle In Europe (March 2005)

http://www.ecgi.org/osov/documents/final_report_en.pdf

Report of The High Level Group

(http://ec.europa.eu/internal_market/co

of Company Law Experts on
Issues Related to Takeover
Bids Brussels, 10 January 2002
(Report of Company Law Expert)

[company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf](#)

Comission, Financial Services:
Implementing the Framework
For Financial Markets: Action Plan

[\(http://ec.europa.eu/internal-market/finances/docs/actionplan/index/action-en.pdf\)](#)

AB Direktifi

[http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:EN:PDF\)](#)

ÖZ GEÇMİŞ

Halil Doğru, 1981 yılında Ege Üniversitesi İşletme Fakültesi ve 1989 yılında İstanbul Hukuk Fakültesi'nden mezun oldu. Yüksek lisansını İstanbul Hukuk Fakültesi'nde tamamladı. Özel hukuk doktora derslerini ve yeterliliğini İzmir Dokuz Eylül Üniversitesi'nde aldı. Ayrıca ABD'de Wharton School ve İngiltere'de London School of Economics'de akademik çalışmalar yaptı.

Mesleki kariyerine 1983 yılında işletme fakültesi mezunu olarak SPK'da başladı. SPK Denetleme ve Ortaklıklar Finansman Daireleri'nde dokuz yıl uzman yardımcısı ve uzman olarak çalıştı. 1992 yılında İstanbul Barosu'nda başladığı avukatlık kariyerine halen kurucusu olduğu Doğru Hukuk Bürosu'nda devam etmektedir.