



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**HAKİM ORTAĞIN AZINLIK PAYLARINI
SATIN ALMA HAKKI
(SQUEEZE-OUT RIGHT)**

YETERLİK ETÜDÜ

**Ayşegül ASLAN
Uzman Yardımcısı**

Kasım 2005

ANKARA

YÖNETİCİ ÖZETİ

Heyet ve kurullar vasıtasıyla yönetilen ve denetlenen anonim ortaklıklara hakim olan ilkelerin başında çoğunluk ilkesi gelmektedir. Bu ilke gereği anonim ortaklıklar, sermaye ve oy çoğunluğunu elinde bulunduran pay sahiplerinin kararlarına göre oluşan organlar vasıtasıyla yönetilmekte ve denetlenmektedirler.

Yapıları gereği çoğunluk ilkesiyle yönetilen anonim ortaklıklarda sermaye ve oy haklarının çoğunluğunu elinde bulunduran pay sahipleri ile azınlık pay sahipleri arasında çıkar çatışmaları yaşanabilmektedir. Bu çıkar çatışmalarında sorun çoğu zaman azınlık ortakların çoğunluk pay sahibi ortaklara karşı korunması olarak değerlendirilmekte, azınlık ortakların da mevcudiyetleri ve sahip oldukları haklar yoluyla büyük pay sahiplerine ve/veya ortaklığın kendisine zarar verebilecekleri, ortaklığın çeşitli karar süreçlerinde azınlık ortaklar tarafından engellenebileceği ve bu engellemelerin ancak büyük çabalar ve engellemeler sonucunda bertaraf edilebileceği gözardı edilmektedir. Oysa azınlık ortakların haklarının korunmasının yanında, ortaklık varlığının da korunması ve bu çerçevede çoğunluğun daha az engelleme ve maliyet ile karşılaşılarak ortaklık işlerinin daha kolay ve etkin bir şekilde yürütülmesinin sağlanması gerekmektedir. Bu durum gözönüne alınarak çeşitli ülkelerde, anonim ortaklıkta belli bir pay ve/veya oy hakkı sahipliğine ulaşan büyük pay sahibi ortağa, azınlıktaki payları sahiplerinin rızasına bakmaksızın makul ve haklı bir bedel karşılığında satın alma hakkı verilmiştir.

Ülkemizde henüz mevcut yasal düzenlemelerin konusunu oluşturmamakla birlikte, AB Hukukunda ve yabancı ülkelerin pek çoğunda satın alma hakkının düzenleme alanı bulunduğu ve bundan hareketle TTKn tasarısı ve SPKn tasarısı taslağında satın alma hakkına yer verildiği dikkate alınarak, satın alma hakkın incelenmesi ve Türk hukukunda ne şekilde uygulanabileceğinin irdelenmesi, bu çalışmanın amacını oluşturmaktadır.

Türk hukukunda satın alma hakkına ilişkin düzenleme yapılmasının önşartı, söz konusu hakkın düzenlenmesinde kamu yararının olduğu hükmüne varılmasıdır. Bununla birlikte, SPKr'nun konuya ilişkin düzenleme yapabilmesini teminen SPKn ile yetkilendirilmesi de gerekmektedir.

Çalışmada, satın alma hakkının düzenlenmesinde kamu yararının olduğu hükmüne varılması ve SPKr'nun bu konuda düzenleme yapma konusunda kanun ile yetkilendirilmesinin ardından, satın alma hakkına ilişkin düzenleme yapılırken ele alınması gereken konulara ilişkin önerilere yer verilmiştir. Bu çerçevede;

1. Satın alma hakkının sermaye piyasası hukukunda hisse senetleri borsada işlem gören ve görmeyen tüm halka açık şirketler için uygulanmasının,

2. Satın alma hakkının şirket sermayesinin ve/veya oy haklarının %95'inin ele geçirilmesi halinde, kalan %5 oranındaki azınlık paylarına sahip ortaklara yönelik olarak uygulanmasının,

3. Satın alma hakkının sadece çağrı yoluyla hisse senedi toplanması işleminin sonucunda şirket sermayesinin ve/veya oy haklarının %95'ine ulaşılmasının ardından değil; sermayenin ve/veya oy haklarının %95'ine nasıl ulaşıldığının önemi olmaksızın; yani çağrı işleminden bağımsız genel bir çerçeve içinde düzenlenmesinin,

4. Azınlık ortaklarına hisseleri karşılığında ödenecek tutar belirlenirken; satın alma hakkının çağrı yoluyla hisse senedi toplanması sonucunda kullanıldığı durumlarda çağrı fiyatının, satın alma hakkının çağrı dışında genel çerçeve içinde kullanılması halinde ise değerlendirme şirketlerince yapılan hisse değerlemesi sonucunda ortaya çıkan fiyatın esas alınmasının, ayrıca hisse senetlerinin borsa işlem fiyatının da azınlıklara önerilecek tutarın tespit edilmesinde belirleyici olmasa da bir alt sınır olarak kullanılmasının,

5. Azınlık ortaklara hisseleri karşılığında ödenecek tutarın gerçekten zamanında ve tam olarak ödenmesini garanti altına almak amacıyla satın alma hakkını kullanacak olan büyük ortağın, azınlık paylar için ödemesi gereken meblağı satın alma hakkının kullanımı için yapılacak başvuru sırasında bankaya yatırmasının veya bu tutar kadar bir banka garantisi getirmesinin; ayrıca azınlık ortakların, hisseleri karşılığında kendilerine verilen tutarın makul olup olmadığının incelenmesini talep etme hakkının düzenlenmesinin,

6. Anonim ortaklıkta azınlık-çoğunluk dengesinin sağlanmasını temin etmek amacıyla, satın alma hakkının satma hakkı ile birlikte düzenlenmesinin,

7. Satın alma hakkının kullanılmasına ilişkin her aşamada tüm bilgilerin zamanında ve tam olarak kamuya açıklanmasının düzenlenmesinin,

uygun olacağı sonuçlarına ulaşılmıştır.

| | |
|---|-----------|
| GİRİŞ | 1 |
| BİRİNCİ BÖLÜM: GENEL OLARAK SATIN ALMA HAKKI | 3 |
| 1.1. Tanım..... | 3 |
| 1.2. Terminoloji..... | 3 |
| 1.3. Satın Alma Hakkına Yönelik Yasal Düzenlemelere Gidilmesinin Nedenleri..... | 3 |
| 1.3.1. Şirket Açısından Ortaya Çıkan Nedenler..... | 3 |
| 1.3.2. Satın Alma Hakkına Yönelten Ekonomik Sebepler..... | 5 |
| 1.3.2.1. Şirket Birleşmeleri..... | 5 |
| 1.3.2.2. Halka Açık Anonim Ortaklıkların Halka Kapalı Hale Dönüşmesi..... | 6 |
| 1.3.2.3. Aleni Pay Alım Teklifleri..... | 8 |
| 1.3.2.4. Zorunlu Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması..... | 8 |
| 1.4. Satın Alma Hakkına Benzerlik Gösteren Düzenlemeler..... | 9 |
| 1.4.1. Ortaklıktan Ayrılma Hakkı..... | 9 |
| 1.4.2. Azınlık Ortakların Paylarını Satma Hakkı (Sell-out right)..... | 10 |
| İKİNCİ BÖLÜM: KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA SATIN ALMA HAKKININ DÜZENLENMESİ | 11 |
| 2.1. AB Hukukunda Satın Alma Hakkının Düzenlenmesi..... | 11 |
| 2.1.1. 21.04.2004 tarih ve 2004/25/EC sayılı Direktif..... | 11 |
| 2.1.1.1. Prosedür..... | 12 |
| 2.1.1.2. Fiyat..... | 12 |
| 2.1.2. Avrupa Komisyonu'nun 2 Temmuz 2005 tarihli Tavsiye Kararı..... | 13 |
| 2.2. İngiliz Hukukunda Satın Alma Hakkının Düzenlenmesi..... | 13 |
| 2.2.1. Yasal Düzenlemenin Çerçevesi..... | 13 |
| 2.2.2. Satın Alma Hakkının Kullanılmasından Önce Yerine Getirilmesi Gereken Kriterler..... | 13 |
| 2.2.3. Prosedür..... | 16 |
| 2.2.4. Azınlık Pay Sahiplerinin Korunmasıyla İlgili Düzenlemeler..... | 17 |
| 2.3. Alman Hukukunda Satın Alma Hakkının Düzenlenmesi..... | 20 |
| 2.3.1. Yasal Düzenlemenin Çerçevesi..... | 20 |
| 2.3.2. Prosedür..... | 20 |
| 2.3.3. Azınlık Pay Sahiplerinin Korunmasıyla İlgili Düzenlemeler..... | 21 |
| 2.3.4. Uygun ve Nakit Tazminat Bedelinin Tespiti..... | 22 |
| 2.4. ABD Hukukunda Satın Alma Hakkının Düzenlenmesi..... | 24 |
| ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: SATIN ALMA HAKKININ EKONOMİK ANALİZİ VE SATIN ALMA HAKKININ SONUÇLARI | 25 |
| 3.1. Satın Alma Hakkının Ekonomik Analizi..... | 25 |
| 3.1.1. Genel..... | 25 |
| 3.1.2. Türk Şirketlerinin Ortaklık Yapıları Açısından Satın Alma Hakkının Kullanılabilirliği..... | 30 |
| 3.2. Satın Alma Hakkının Sonuçları..... | 31 |

| | |
|---|-----------|
| DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: SATIN ALMA HAKKININ MÜLKİYET HAKLARINA VE ANAYASAYA AYKIRILIĞI SORUNU..... | 32 |
| BEŞİNCİ BÖLÜM: SATIN ALMA HAKKININ TÜRK HUKUKUNDA UYGULANABİLİRLİĞİNİN İRDELENMESİ | 34 |
| 5.1. Türk Ticaret Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Açısından İrdeleme..... | 34 |
| 5.1.1. Türk Ticaret Kanunu'nda Yer Alan İlgili Düzenlemeler | 34 |
| 5.1.2. Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Yer Alan İlgili Düzenlemeler | 34 |
| 5.2. Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı Açısından İrdeleme | 35 |
| 5.2.1. Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yer Alan İlgili Düzenlemeler | 35 |
| 5.2.2. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağında Yer Alan İlgili Düzenlemeler | 36 |
| 5.3. Kanun Tasarılarında Yapılması Planlanan Değişikliklerin T.C. Anayasasına ve Mülkiyet Haklarına Aykırılığı Sorunu | 37 |
| GENEL DEĞERLENDİRME, ÖNERİLER VE SONUÇ | 39 |
| KAYNAKÇA | 46 |

KISALTMALAR CETVELİ

| | |
|---------------------------------|--|
| AB | Avrupa Birliği |
| ABD | Amerika Birleşik Devletleri |
| age | Adı geçen eser |
| agm | Adı geçen makale |
| APOK | Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu |
| bkz | Bakınız |
| CA | Companies Act/Şirketler Kanunu |
| İMKB | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| md | Madde |
| s | Sayfa |
| Seri:I, No:26 Tebliği | Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği |
| Seri:IV, No:9 Tebliği | İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği |
| Seri:VIII, No:35 Tebliği | Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği |
| Seri:VIII, No:39 Tebliği | Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği |
| Seri:IV, No:8 Tebliği | Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği |
| SPKn | Sermaye Piyasası Kanunu |
| SPKr | Sermaye Piyasası Kurulu |
| TTKn | Türk Ticaret Kanunu |
| vb | Ve benzeri |
| WpÜG | Gezets zur Regelung von Öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmungsübernahmen/Aleni Teklifle İşletmenin Devralınması ve Kıymetli Evrak İktisabının Düzenlenmesine İlişkin Kanun |

GİRİŞ

Bünye ve mahiyetleri gereği çoğunluk sistemi ile yönetilen anonim ortaklıkların temel meselelerinden birisi, sermaye ve/veya oy çoğunluğunu elinde bulunduran pay sahipleri ile azınlık pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarına uzlaştırmacı bir yol bulmaktır. Yabancı ülkelerin çoğunda olduğu gibi ülkemizde de sorun hep azınlığın çoğunluğa karşı gözetilmesi/korunması olarak algılanmış, bunun yanında azınlığın da sahip olduğu hakları pekala kötüye kullanabileceği veya kötüye kullanma olmasa bile, azınlık ortakların varlığının çoğunluk pay sahibi ortağa/ortaklara ve/veya ortaklığın kendisine zarar verebileceği göz ardı edilmiştir¹. Oysa uygulamada da görüleceği üzere, bir şirkette payların büyük kısmına sahip ortakların, şirketle ilgili çeşitli karar süreçlerinde azınlık ortaklar tarafından engellendiği ve ancak büyük çabalar ve maliyetler sonucunda bu engellemelerin bertaraf edilebildiği bilinen bir gerçektir². Azınlık ortaklar sahip oldukları haklar vasıtasıyla şirketlerin yeniden yapılandırılması gibi önemli kararların alınmasında ve uygulanmasında büyük bir engel olarak ortaya çıkabilmekte; bunun haricinde, azınlık ortakların varlığı gerek genel kurul toplantılarına davet prosedürünü uzatarak, gerekse genel kurul toplantılarının maliyetlerini artırarak (faaliyet raporlarının basılması vb.) şirkete ek finansal yükler yükleyebilmektedir. Bu çerçevede, oy hakkına sahip olmakla birlikte genel kurulda hiçbir etkinliği olmayacak pay sahibi grubun ortaklıkta kalmasının sorun çıkarmaya elverişli bir ortam yaratacağı ortadadır. Konuya bu açıdan yaklaşıldığında, hedef ortaklıkta payların büyük kısmını ele geçiren pay sahibine azınlıktaki payları, sahiplerinin iradesine bakmaksızın satın alma hakkının tanınması gereği ortaya çıkmaktadır³.

Hakim ortağın azınlık paylarını satın alma hakkını, özellikle birleşme ve çağrı yoluyla hisse senedi toplanması gibi işlemler sonucunda ortaklıkta sermayenin ve/veya oy haklarının büyük bir kısmını ele geçiren büyük ortağın, azınlıkta kalan payları sahiplerinin iradesine bakmaksızın satın alma hakkı olarak tanımlamak mümkündür.

Ülkemizde henüz mevcut yasal düzenlemelerin konusunu oluşturmamakla birlikte, AB Hukukunda ve yabancı ülkelerin pek çoğunda büyük pay sahibi ortağın azınlık paylarını satın alma hakkını sağlayıcı düzenlemelerin bulunduğu görülmektedir. Hedef ortaklıkta kanunda belirtilen oranlarda sermaye payına ve/veya oy hakkına sahip

¹ AYDIN, Alihan: “Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlığa Karşı korunması” Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaşgünü Armağanı” 1999, s.29

² HELMIS, Swen / KEMPER, Oliver: “Squeeze-out in Deutschland-Ökonomische Analyse der Squeeze-out-Option im neuen Übernahmerecht”, Institute for Mergers & Acquisitions, Arbeitsbericht Nr.01/01, 2001, s.1

³ MANAVGAT, Çağlar: “Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid)”, Ankara 1997, s.127

olunması halinde, azınlık pay sahiplerinin paylarını önerilen bedel üzerinden hakim ortağa satmaları kanundan kaynaklanan bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır. Bu hakkın kullanımına ilişkin düzenlemelerin yapılması, özellikle şirket üzerindeki kontrolün tamamen (%100 kontrol) ele geçirilebilmesi için büyük pay sahibi ortaklar tarafından arzulanmaktadır.

Bu çalışmanın ilk bölümünde; satın alma hakkı konusunda genel bir çerçeve çizilerek kavramın neyi ifade ettiği, satın alma hakkına ilişkin yasal düzenleme yapılmasını gerektiren nedenler ve satın alma hakkına yönelten ekonomik sebepler incelenerek, kavramın benzer düzenlemelerle karşılaştırılması yapılacaktır. İkinci bölümde karşılaştırmalı hukukta satın alma hakkı ele alınacak, üçüncü bölümde ise satın alma hakkının ekonomik analizi yapılarak, satın alma hakkının yarattığı sonuçlar açıklanacaktır. Çalışmanın dördüncü bölümünde söz konusu hakkın mülkiyet haklarına ve anayasaya aykırılığı sorunu değerlendirilecek, beşinci bölümünde ise satın alma hakkının Türk hukukundaki yeri ve uygulanabilirliği tartışılacaktır.

Çalışma, önceki bölümlerde yer alan açıklamalar çerçevesinde ulaşılan sonuçların ve konunun Türk hukukuna uygulanabilirliğine ilişkin çözüm önerilerinin ortaya konulduğu sonuç bölümü ile son bulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM: GENEL OLARAK SATIN ALMA HAKKI (SQUEEZE-OUT RIGHT)

1.1. Tanım

Hakim ortağın azınlık paylarını satın alma hakkını, özellikle birleşme ve çağrı yoluyla hisse senedi toplanması gibi işlemler sonucunda ortaklıkta sermayenin veya oy haklarının büyük bir kısmını ele geçiren ortağın, azınlıkta kalan payları, sahiplerinin iradesine bakmaksızın satın alma hakkı olarak tanımlamak mümkündür. Hedef ortaklıkta kanunda belirtilen oranlarda sermaye payına ve/veya oy hakkına sahip olunması halinde, azınlık pay sahiplerinin paylarını önerilen bedel üzerinden hakim ortağa satmaları kanundan kaynaklanan bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır.

1.2. Terminoloji

Büyük ortağın azınlık paylarını satın alma hakkı ya da diğer bir deyişle azınlık ortakların rızaları hilafına ortaklıktan çıkarılması, çeşitli ülkelerde yasal düzenlemelerin konusunu oluşturmakta ve farklı kavramlarla ifade edilmektedir. Bazı ülkelerde bu mekanizma için “squeeze-out” terimi kullanılırken diğer bazı ülkelerde ise “freeze-out” terimi kullanılmaktadır. Her iki terim de Amerikan hukukundan gelmekte ve bu terimler eşanlamlı olarak kullanılmaktadır⁴. Bu çalışmada azınlık payların hakim ortak tarafından satın alınması hakkı için, Avrupa’da yerleşmiş haliyle “squeeze-out” terimi ya da SPKn tasarısı ve TTKn tasarısında yer aldığı şekliyle “satın alma hakkı” kavramı kullanılacaktır.

1.3. Satın Alma Hakkına Yönelik Yasal Düzenlemelere Gidilmesinin Nedenleri

1.3.1. Şirket Açısından Ortaya Çıkan Nedenler

a. Bir ortaklıkta azınlık paylara sahip ortakların bulunması, azınlık haklarının kullanılabilirliğini gündeme getirmektedir. Azınlık ortakların kanunla kendilerine tanınmış hakları kullanmaları ise zaman zaman şirket için bir yük haline gelebilecek ve şirket işlerinin yürütülmesinde aksaklıklara neden olabilecektir. Konu TTKn açısından ele alındığında, kanunun azınlık ortaklara belli haklar tanıdığı görülmektedir. Bu haklar, (i) azınlığın yönetim kurulu üyeleri ve denetçiler aleyhine dava açılmasını talep etme hakkı, (ii) bilanço müzakerelerinin ertelenmesini talep etme hakkı, (iii) özel denetçi atanmasını isteme hakkı, (iv) genel kurulu toplantıya çağırma veya genel kurul

⁴ RUHLAND, Philipp: “Der Ausschluss von Minderheitsaktionären aus der Aktiengesellschaft (Squeeze-out)”, Hamburg 2004, s.25

toplantısının gündemine madde eklenmesini isteme hakkı, (v) denetçilere şikayet hakkı olarak sıralanabilir. Çeşitli ülke düzenlemelerinde de azınlık ortaklara benzer haklar tanındığı görülmektedir. Söz konusu haklardan ‘azınlığın yönetim kurulu üyeleri aleyhine dava açılmasını talep etme hakkı’ veya ‘bilanço müzakerelerinin ertelenmesini talep etme hakkı’nın kullanılması, şirket işlerinin yürütülmesini sekteye uğratabilecek ve diğer pay sahibi ortaklara zarar verebilecek nitelikte olabilmektedir. Örneğin, TTK’nın 377’nci maddesi uyarınca azınlık ortakların bilanço müzakerelerinin ertelenmesini talep etmeleri halinde, söz konusu hakkın kullanılmasından dolayı şirket, ilan, mektup ve toplantı masrafları nedeniyle ek maliyetlere katlanmak zorunda kalacak, bunun yanında bilanço görüşmelerinin ertelenmesi nedeniyle kar dağıtımının yapılamaması ve enflasyonist ortamlarda karın erimesi nedenleriyle pay sahibi diğer ortaklar da zarara uğrayabileceklerdir⁵.

b. Azınlık haklarının kullanılabilmesinin dışında, her bir azınlık ortağın “münferit şirket ortağı” sıfatıyla sahip olduğu hakları kullanması da şirket açısından zorluklara neden olabilmektedir. Örneğin, her bir ortak -azınlık pay sahibi olsun veya olmasın- kanunlarda belirtilen şartları yerine getirmek kaydıyla, alınan genel kurul kararları aleyhine iptal davası açma hakkına sahiptir. Genel kurul toplantısında büyük pay sahibi ortağın istediği yönde bir karar alınmasına rağmen her bir ortak kanunda belirtilen şartları yerine getirmek kaydıyla, alınan genel kurul kararının aleyhine dava açarak, büyük ortak tarafından arzulan kararların uygulanmasını zorlaştırabilecektir⁶.

c. Azınlık payların varlığı ve özellikle çok sayıda küçük ortağa dağılmış olması, genel kurul toplantılarına davet prosedürünü uzatarak, şirketin maliyetlerini artırmaktadır. Benzer şekilde, azınlık paya sahip çok sayıda küçük ortağın bulunması genel kurul toplantısının yürütülmesi sırasında da zorluklara ve karmaşalara neden olmaktadır.

d. Kanunun veya esas sözleşmenin özellikli karar yeter sayısı aradığı hallerde azınlık pay sahibi ortakların varlığı, istenen kararın alınmasını zorlaştırabilmektedir.

e. Uygulamaya bakıldığında; azınlık ortakların, gerektiğinde şirkete ek kaynak sağlama sürecindeki katkılarının çok sınırlı olduğu, hatta çoğu zaman hiç olmadığı görülmektedir. Bu yük genellikle şirketin büyük paya sahip ortak/ortakları tarafından üstlenilmektedir. Konu bu açıdan değerlendirildiğinde, azınlık ortakların gerektiğinde

⁵ AYDIN: agm. s.34

⁶ TTK açısından, bir genel kurul kararı aleyhine dava açılmış olması kararın geçerliliğini etkilemez. Ancak, aleyhine dava açılmış bir genel kurul kararının TTK madde 382 uyarınca geri bırakılmamışsa, yönetim kurulunun bu kararı yürütüp yürütmeyeceği hususu doktrinde tartışmalıdır ve bazı müellifler yönetim kurulunun sorunluluğu açısından yürütmeden kaçınılmasını salık vermektedirler. Detaylı bilgi için bkz. POROY (Tekinalp/Çamoğlu), “Ortaklıklar” 2003, s. 429

şirketin finansmanına katkıları, şirkete yükledikleri (ve yukarıda belirtilen) çeşitli maliyetlerle karşılaştırıldığında göz ardı edilebilecek derecede düşük kalmaktadır.

Yukarıda anılan unsurlar dikkate alındığında squeeze-out uygulamasının **temel amacının**, belli bir pay sahipliği oranına ulaşılması ile ortaklıkta etkinliği kalmayan azınlığın paylarının makul bir bedel karşılığında satın alınması sonucunda, çoğunluk ortakların daha az engelleme ve maliyetle ortaklık işlerinin yürütülmesi⁷; yani kısaca, ortaklığın sevk ve idaresinin kolaylaştırılması olduğu görülmektedir. Squeeze-out mekanizmasının işletilmesi sonucunda payların tamamına yakın kısmına sahip olan ortağa, azınlık haklarının kullanılması tehdidi ile karşılaşmaksızın, ortaklığın sermaye ve yönetim yapısını rahatça değiştirebilme fırsatı verilmektedir⁸.

1.3.2. Satın Alma Hakkına Yönelten Ekonomik Sebepler

Satın alma hakkının uygulamasına yönelten çeşitli ekonomik sebepler bulunmaktadır. Yabancı ülke uygulamalarına da bakıldığında, aşağıda belirtilen ekonomik sebeplerin mevcudiyeti halinde, hakim ortağın azınlık paylarını satın alma hakkının gündeme geldiği görülmektedir.

- Şirket birleşmeleri,
- Halka açık anonim ortaklıkların halka kapalı hale dönüşmesi,
- Aleni pay alım teklifleri,
- Çağrı yoluyla hisse senedi toplanması,

1.3.2.1. Şirket Birleşmeleri

Bilindiği üzere hukuki anlamda birleşme, iki veya daha çok ortaklığın birleşerek tek bir ortaklık haline gelmesidir. Birleşmede ortaklıklar tasfiye edilmeksizin bir bütün olarak mevcut bir başka ortaklığa ya da yeni kurulan ortaklığa malvarlıklarının tümünü devretmekte; buna karşılık birleşen ortaklık veya ortaklıkların pay sahiplerine, birleşilen ortaklığın payları verilmektedir. Birleşmenin çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Önemli bir neden, birleşilen şirketin çoğunluk hisselerine sahip olarak o şirketi ele geçirmek ve yönetim kontrolüne sahip olmaktır. Bu amaçla yapılan bir birleşmesinin başarıya ulaşabilmesinde, birleşmeye katılan şirketlerin yeter sayıdaki ortaklarının, sahip oldukları hisseleri birleşilen ortaklığın hisseleri ile değiştirmeye istekli olmaları büyük önem taşımaktadır. Eğer devralınan şirketin yetersayıdaki hisseleri, hisselerini devretmeye istekli bir çoğunluğun elinde bulunmuyor ise, birleşme sonrasında bu paylar

⁷ ÖZDOĞAN, Ayşegül: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı”, Ankara 2002, SPK Yeterlik Etüdü, s. 8

⁸ MANAVGAT: age. s.127

için bir aleni pay alım teklifinin yapılması gündeme gelmektedir⁹. Ancak bu tür pay alım teklifleri çeşitli sebeplerle (ilgisizlik vb.) çoğunlukla istenilen ve şirket üzerinde %100 kontrol hakimiyetine götüren bir sonuç vermemektedir. Oysa şirket birleşmelerinin sonunda yapılan pay alım tekliflerinin çoğunda temel amaç, teklif sahibinin hedef ortaklığı tamamen kontrol altına almasıdır. Azınlık pay sahiplerinin hisselerini satmama yönündeki eğilimleri nedeniyle sekteye uğrayan hakimiyet kurma planları, çoğu zaman ekonomik açıdan da gerekli olan birçok birleşme kararının uygulanmasını ya tamamen engellemekte ya da çok zor başarılabilir bir hale getirmektedir. Almanya’da 01.06.2004 tarihinde yürürlüğe giren Birleşme Kanunu, şirket birleşmelerinde azınlık pay sahibi ortakların paylarının satın alınmasını düzenleyen hükümler içermektedir. Anılan düzenleme uyarınca, devralınan şirketin sermayesinin %90 veya fazlasına sahip ortaklarının muvafakatının olması halinde -birleşme sözleşmesinde belirtilmek kaydıyla- kalan ortaklar için squeeze-out uygulanabilmektedir. Bu durumda devralınan şirketin ortaklarına birleşilen şirketin hisselerinin yerine para (ya da başka bir kıymet) verilmekte ve böylece, birleşme işlemi ile hakim ortağa, devralınan şirketin azınlık ortaklarını rızaları dışında ortaklıktan çıkarma hakkı verilmiş olmaktadır¹⁰. Amerika’da da basit usulde birleşme prosedüründe, yavru ortaklık sermayesinin %90’ını iktisap eden ana ortaklığın, genel kurulda birleşme yönünde karar almasına gerek olmaksızın bu ortaklığın kalan paylarını iktisap etmesine imkan tanınmıştır¹¹.

Birleşme işleminin gerçekleştirilmesinin ardından azınlık paylarına sahip ortakların şirkette varlığını koruması, şirket üzerinde hakimiyetin tamamen sağlanamaması yanında hakim ortağa çeşitli maliyetler ve riskler de yüklemektedir¹². Dolayısıyla hakim ortağın azınlıkta kalan pay sahiplerinin hisselerini satın alma hakkının olmadığı bir ortamda, azınlık ortakların varlığı nedeniyle şirket hakimiyetinin tamamen ele geçirilmesinin imkansız olması ve ekstra maliyet ve risklerin ortaya çıkması, şirket birleşmelerinin çekiciliğini azaltmaktadır.

1.3.2.2. Halka Açık Anonim Ortaklıkların Halka Kapalı Hale Dönüşmesi

Azınlık payların büyük ortak tarafından satın alınması düzenlemelerine olan ihtiyacı ortaya çıkaran nedenlerden bir diğeri, Türkçeye halka açık bir şirketin halka kapalı hale dönüşmesi olarak tercüme edebileceğimiz “going private” işlemidir. “Going

⁹ WEISS, Mario: “Der Ausschluss von Minderheitsaktionären: Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach US-amerikanischem und deutschem Recht”, Stuttgart 2003, Dissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Rechtswissenschaft an der Universität Konstanz, s. 5

¹⁰ MOOSER, İur. Martin / EMCH, Daniel: “Austritt und Ausschluss von Minderheitsaktionären bei der Fusion”, Replex 2005, s.144. Birleşme işlemi çerçevesinde yürütülen bu tarz bir squeeze-out işleminin güvenilir olup olmadığı konusundaki tartışmalar için bkz. agm.

¹¹ <http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?ArticleID=22109> (US)

¹² Söz konusu maliyetlere çalışmanın 1.3.1’inci bölümünde yer verilmiştir.

private” kavramı, Amerikan literatüründe halka açık bir şirketin (publicly-held corporation), genellikle hisseleri borsada işlem görmeyen şirket olarak tanımlanan halka kapalı şirket (privately-held corporation) haline gelmesi ve halka açılmadan önceki haline geri dönmesi anlamında kullanılmaktadır¹³. Going private işlemleri genel olarak, bir yatırımcı veya yatırımcı grubu tarafından halka açık bir şirketin bütün hisse senetlerinin satın alınmasını; halka açık bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesini ifade etmektedir. Başka bir açıdan going private işlemleri, hakim ortak adına, şirkette azınlığı oluşturan hisse senedi sahiplerine ait tüm hisse senetlerinin satın alınması amacına yönelik olarak gerçekleştirilmektedir¹⁴.

Ortaklıkları going private işlemine yönelten temel etmen, halka açık ve borsada işlem gören bir şirket olmanın maliyetlerinin, faydalarına ağır basmasıdır. Bununla birlikte going private işleminin nedenleri çeşitlilik göstermektedir. Halka açık bir şirketin halka kapanmasının temel nedenlerinden biri, periyodik raporlama ve kamuyu aydınlatma ile ilgili yükümlülüklerdir. Bilindiği üzere, halka açık şirketlerin üçer aylık ve yıllık dönemler itibarıyla mali bilgileri ve bağımsız dış denetim şirketleri tarafından denetlenmiş raporları, ilgili düzenleyici kuruma ve Borsaya iletmeleri gerekmektedir. Bunun haricinde söz konusu halka açık şirketler, yatırımcıların korunması, aydınlatılması ve bilgilendirilmesi için gerekli görülen bilgileri borsada ilan ederek kamuya açıklamak zorundadırlar. Söz konusu yükümlülüklerin neden olduğu maliyetler halka kapalı şirketlerde söz konusu olmamaktadır. Ayrıca halka açık şirketlerde kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin artması ile halka açık şirket yöneticileri daha yüksek bir riske maruz kalmaktadırlar. Anılan nedenle bağlantılı olarak halka kapanmanın bir nedeni de, faaliyet gösterdikleri sektördeki rakip şirketlerin halka açık olmayıp, kamuyu aydınlatma ve özel durumları bildirme yükümlülüklerinin bulunmadığı durumlarda rakipleriyle eşit duruma gelebilmekte¹⁵ ve şirketi, şirket faaliyetlerinin kilit yönlerini açığa vurma zorunluluğunda olmadan daha özel bir şekilde yönetme imkanına ulaşmaktır. Halka açık bir şirketin halka kapanma nedenlerinden bir diğeri, şirketi uzun vadeli bir bakış açısıyla yönetmek ve borsanın kısa vadeli ve anlık değişimlere açık etkisinden kurtarmaktır.

Halka kapanmaya yönelten bu ve benzeri etkenler dikkate alındığında going private işlemine yönelen bir ortaklık, squeeze-out yöntemini de kullanarak azınlık pay

¹³ MOORE, Charles L. “Going Private: Techniques and Problems of Eliminating the Public Shareholder”, The Journal of Corporation Law, Winter 1976, vol. 31, issue 3, s. 321

¹⁴ TUNÇAY, Merzuke “Halka Açık Anonim Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesi (Going Private)”, SPK Yeterlik Etüdü 2003, s. 6

¹⁵ ZEYBEK, Yasemin: “Borçlanarak Gerçekleştirilen Şirket Satınalmaları” 1996, SPK Yeterlik Etüdü, s.15

sahiplerinin elinde dağınık bir şekilde bulunan hisse senetlerini de satın almaya yönelerek hedef şirket üzerinde %100 oranında bir hakimiyete sahip olacaktır.

1.3.2.3. Aleni Pay Alım Teklifleri

Satın alma hakkına yönelik düzenlemelerin yapılmasına yönelik ihtiyaç, aleni pay alım teklifleri sonrasında da kendini göstermektedir. Aleni pay alım tekliflerinde bazı pay sahipleri yapılan teklife çeşitli nedenlerle (ilgisizlik vb.) cevap vermeyerek ortaklıktaki hisselerini korumakta¹⁶ ve böylece şirket hakimiyetini tamamen ele geçirmeye yönelik olarak yapılan teklifin istenen sonuca ulaşmasını engellemektedirler. Pay alım teklifine kayıtsız kalan ortakların şirket hakimiyetinin tamamen ele geçirilmesini önlemeleri nedeniyle çeşitli ülkelerde, aleni pay alım teklifinin hedef şirketin sermayesinin ve/veya oy haklarının belli bir oranını temsil eden pay sahipleri tarafından kabul edilmesi halinde, pay alım teklifine iştirak etmeyen payların pay alım teklifinde bulunan büyük ortak tarafından satın alınmasına yönelik düzenlemelere gidildiği görülmektedir. Böyle durumlarda azınlık ortakların paylarının satın alınması, pay alım teklifinin bir uzantısı olarak uygulanmaktadır. Teklif sahibinin şirket sermayesinin ve/veya oy haklarının ne kadarlık bir kısmını iktisap etmesi halinde satın alma hakkının kullanılabilmesi ülkelerin kendi mevzuatlarında belirtilmiştir. Örneğin İngiltere’de squeeze-out hakkının kullanılabilirliği aleni pay alım teklifinin yapılmış olmasına ve teklifin, aleni pay alım teklifinin yapıldığı payların %90 veya daha fazlasını temsil eden paylar tarafından kabul edilmiş olma şartlarına bağlamıştır¹⁷.

1.3.2.4. Zorunlu Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması¹⁸

Çeşitli yöntemlerle bir ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının belli bir oranını iktisap edenlerin ya da ortaklığın yönetim hakimiyetini ele geçirenlerin, söz konusu ortaklığın diğer ortaklarına ait hisse senetlerini de satın almak üzere çağrıda bulunmaları pek çok ülkede kanundan kaynaklanan bir zorunluluktur. Bu kanuni

¹⁶ www.der-syndikus.de/briefings/gs/gs_019.htm.

¹⁷ Daha detaylı bilgi için bkz. Bölüm 2.2.

¹⁸ 1.3.2.3’üncü maddede yer alan pay alım teklifleri, SPKn’nun 16/A maddesinde SPK’ya düzenleme yapma yetkisi veren bir hüküm içerisinde ele alınmaktadır. SPK, SPKn’nun 16/A hükmünün verdiği bu yetkiye dayanarak Seri:IV, No:8 Tebliği ile aleni pay alım tekliflerine ilişkin düzenlemesini yapmıştır. Söz konusu Tebliğ Türk hukukunda aleni pay alım tekliflerini doğrudan düzenleyen ilk hükümlerdir. Esasen aleni pay alım teklifleri gibi çok yönlü işlemlerin, bu kapsamda tüm ayrıntıları ile düzenlenmesine olanak yoktur. Ancak şu anda ülkemizde bu işlemlerin bir potansiyele sahip olmaktan öte yaygın bir uygulaması olmadığı gözönünde tutulmalıdır. Detaylı bilgi için bkz. MANAVGAT: age. s. 219.

Yukarıda da belirtildiği üzere, ülkemizde aleni pay alım teklifleri Seri:IV, No:8 Tebliği ile düzenlenmiş olmakla birlikte, söz konusu Tebliğ’in sadece “zorunlu çağrı” işlemi ile sınırlı olarak uygulandığı düşünülmektedir. Bu çerçevede; yutdışında çok daha kapsamlı olarak ele alınan pay alım tekliflerinin ülkemizde daha dar bir alanda düzenlendiği dikkate alınarak, aslında bir alım teklifi olan “zorunlu çağrı” yoluyla hisse senedi toplanması işleminin, ülkemiz düzenlemeleri ve uygulamaları dikkate alınarak ayrı bir başlık altında incelenmesi uygun görülmüştür.

zorunluluk karşısında pek çok ülkede, kanunda belirtilen oranlarda hisse senedi iktisap edilmesi veya yönetim kontrolünün ele geçirilmesi halinde şirketin diğer ortakları için ortaya çıkan çağrıda bulunma zorunluluğunu kompanse edecek şekilde, söz konusu payları iktisap eden kişinin azınlık payları ortaklıktan çıkarma hakkına ilişkin düzenlemelerin yapıldığı görülmektedir. Bu yolla, zorunlu çağrı yapmakla yükümlü kılınan bir ortağın, çağrıya cevap veren ortakların paylarını zorunlu olarak satın almasının ardından ortaklıkta tam anlamıyla (belki de %100'lük) bir hakimiyet kurmasını sağlayacak şekilde, çağrıya cevap vermeyen küçük azınlık ortakların paylarını satın alma hakkı söz konusu olmaktadır. Böyle bir durumda satın alma hakkına yönelik düzenleme yapılmasının amacı, zorunlu çağrı yoluyla belli bir yükümlülük altına sokulan ve belli büyüklükte bir finansal yatırım yapmaya zorlanan ancak azınlık ortaklar nedeniyle yine de şirket üzerinde mutlak hakimiyeti kuramayan büyük ortak için bir nevi denkleştirme yapmak olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.4. Satın Alma Hakkına Benzerlik Gösteren Düzenlemeler

1.4.1. Ortaklıktan Ayrılma Hakkı

Ortaklıktan ayrılma hakkı en temel tanımı ile, anonim ortaklıklarda bazı önemli genel kurul kararlarına muhalif kalan pay sahiplerine, paylarını ortaklığa satarak, ortaklıkla ilişkisini sona erdirmeye imkanının sağlanmasıdır. Ayrılma hakkı, ortaklıkta esaslı değişiklikler yaratacak genel kurul kararlarının alınması ile pay sahiplerinin başlangıçta yatırım yaptıklarından farklı bir ortaklıkta pay sahibi kalmaya zorlanmasının önlenmesi ve maddi olarak zarara uğramadan ortaklık ilişkisine son verilmesi esasına dayanmaktadır¹⁹. Ortaklıktan ayrılma hakkının çeşitli amaçları olsa da, temel amacın azınlık ortakların korunmasını sağlamak olduğu rahatlıkla söylenebilir²⁰.

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

¹⁹ ÖZDOĞAN: age. s.4

²⁰ <http://global.practicallaw.com/scripts/article.asp?Article ID=22109> (Germany)

pay sahiplerine, paylarını doğrudan ortaklığa satarak ortaklık ilişkisini sona erdirmeye olanağı sağlamaktadır²¹.

1.4.2. Azınlık Ortakların Paylarını Satma Hakkı (Sell-out right)

Aleni pay alım teklifinin yapıldığı sırada hedef şirketin ortağı kendi isteğine bağlı olarak paylarını satmamayı ve ortaklık haklarını kullanmayı tercih edebilir. Ancak teklif sonrası teklif sahibi öyle bir pay sahipliği oranına ulaşabilir ki; kalan pay sahiplerinin yönetsel hakkını kullanması anlam ifade etmeyebilir. Buna bağlı olarak, yönetim hakimiyetini ele geçiren yeni pay sahibi grubun yönetimindeki ortaklıkta, herhangi bir alternatif politika uygulama olanağı kalmayan azınlık ortaklarını koruma ihtiyacı ortaya çıkar. İşte bu noktada, teklifi kabul etmeyen ve fakat teklif sonrasında çok küçük bir azınlık haline gelen ortaklara, tercihlerini yeniden gözden geçirerek, paylarını teklif şartları ile satma konusunda son bir şans verilebilir²². Bu çerçevede azınlık ortakların paylarını satma hakkını, pay alım teklifi veya çağrı sonucunda, hedef şirketin belli oranlarda sermayesine veya oy haklarına sahip olunması halinde azınlık pay sahibinin, kendi paylarının çoğunluk pay sahibi tarafından satın alınmasını talep etme hakkı olarak tanımlamak mümkündür.

Pay alım teklifi ya da çağrı sonucunda yönetim hakimiyetini ele geçiren kişi ya da grubun şirket politikalarını değiştirmesi, dolaşımdaki pay sayısının azalmış olması nedeniyle likit olmayan bir piyasanın yaratılmış olması ve bu nedenle fiyatın sağlıklı oluşmasının engellenmesi nedenleriyle azınlık pay sahipleri zarara uğrayabilecektir. Azınlık ortağın paylarını büyük ortağa satma hakkı, bu gibi riskleri ortadan kaldıracaktır.

Satma hakkı ile satın alma hakkının her ikisi de şirketlerde yönetimin tamamen kontrol altında tutulmasına yöneliktir ve hedef ortaklıktaki azınlık-çoğunluk ilişkisine dayanmaktadır. Ancak satın alma hakkında amaç, belli bir pay sahipliği oranına ulaşılması ile ortaklıkta etkinliği kalmayan azınlığın paylarının makul bir bedel karşılığında satın alınması sonucunda, çoğunluğun daha az engelleme ve maliyet ile karşılaşılarak ortaklık işlerini yürütmesi yani kısaca, işletmenin sevk ve idaresinin basitleştirilmesi olduğu halde, satma hakkında amaç yeni ortaklık ve yönetim yapısı karşısında azınlık ortaklarının haklarını korumaktır. Yani satın alma hakkı hedef şirketin çıkarları düşünülerek geliştirilmiş bir uygulama iken, satma hakkında azınlık ortakların çıkarları düşünülmüştür.

²¹ ÖZDOĞAN: age. s. 8-9

²² MANAVGAT: age. s.126

İKİNCİ BÖLÜM: KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA SATIN ALMA HAKKININ DÜZENLENMESİ

2.1. AB Hukukunda Satın Alma Hakkının Düzenlenmesi

2.1.1. 21.04.2004 tarih ve 2004/25/EC sayılı Direktif

Avrupa Birliği'nin en tartışmalı Direktiflerinden biri olan pay alım tekliflerine ilişkin 13 sayılı Direktif²³ (Direktif) (13th Directive about "takeover bids"²⁴) 21 Nisan 2004 tarihinde kabul edilmiştir. Direktifin getirdiği temel yenilikler, "kısıtlamalara karşı istisnalar" olarak ifade edilen "breakout right" ve "satın alma hakkı" ile "satma hakkı" olarak ifade edilebilen "squeeze-out right" ve "sell-out right"a ilişkin düzenlemelerdir. Söz konusu düzenlemeler, AB üyesi ülkelerin kendi iç mevzuatlarında temel konularda birbirlerinden farklılık gösterse de, direktifin yayınlanmasından çok önce uygulama alanı bulmuş düzenlemelerdir. AB üyesi ülkelerindeki farklılıklar temelde şu noktalarda ortaya çıkmaktadır: (i) satın alma hakkının hangi şirketlerde uygulanacağı (halka açık şirketler-halka kapalı şirketler, hisse senetleri borsada işlem gören şirketler-hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketler), (ii) hakkın kullanımının, öncesinde çağrı gibi bazı işlemlerin yapılmış olmasına bağlanıp bağlanmayacağı, (iii) büyük pay sahibi ortağın ulaşması gereken pay sahipliği oranı (%90, %95 vb), (iv) azınlık ortaklara hisseleri karşılığında verilen tutarın nasıl belirleneceği.

Söz konusu haklar AB hukukunda bir yenilik olarak ele alınsa da, yukarıda da ifade edildiği üzere, bu düzenlemelerin direktifin yayımlanmasından önce üye ülkelerin kendi hukuk sistemlerinde zaten uygulama bulması nedeniyle, AB üyesi ülkeler için bir yenilik olarak algılanmamıştır. Ancak yine de bu düzenlemelerin zorunlu veya isteğe bağlı olarak yapılan pay alım teklifinin bir uzantısı olarak ele alınması, yenilik olarak değerlendirilebilmektedir.

Söz konusu çalışmada, satın alma hakkına ilişkin ilk temel düzenlemelerin yapıldığı İngiliz hukuku ve AB üyesi ülkeler arasında diğerlerinden temel konularda farklılık gösteren Alman hukuku detaylı olarak incelenecektir. İngiltere ve Almanya

²³ Avrupa Parlamentosu ve Konseyinin pay alım tekliflerine ilişkin 2004/25/EC sayılı Direktifi 21.04.2004 tarihinde kabul edilmiş ve 30.04.2004 tarihli Avrupa Birliği Resmi Gazetesinde ilan edilmiştir.

²⁴ Direktifin 2'nci maddesi uyarınca "takeover bid", "it shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law." Yani, pay alım teklifi ulusal hukuka uygun olarak hedef şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmeyi takiben ya da ele geçirmek amacıyla, zorunlu ya da isteğe bağlı olarak bir şirketin menkul kıymetlerinin tümünü ya da bir kısmını ele geçirmek için hedef şirketin ortaklarına yapılan (hedef şirketin payları dışında) bir çağrı anlamına gelmektedir.

dışında kalan diğer AB üyesi ülkelerin satın alma hakkına ilişkin kendi mevzuatlarında yer alan düzenlemeler, çalışmanın (1) numaralı ekinde bulunan tabloda yer almaktadır.

2.1.1.1. Prosedür

Hakim ortağın azınlık paylarını sahiplerinin rızası hilafına satın alma hakkı olarak ifade edilen squeeze-out right, direktifin 15'inci maddesinde düzenlenmiştir. Bu madde uyarınca üye devletler, hedef şirketin menkul kıymetlerini elinde bulunduranların hedef şirketin tüm menkul kıymetlerine yönelik olarak yaptıkları pay alım teklifini (teklif) takiben bu maddenin hükümlerinin uygulanmasını sağlamak zorundadırlar. Üye devletler, (i) teklifte bulunanın, oy hakkına sahip en az %90 oranında sermayeyi temsil eden payları ve hedef şirkette oy haklarının %90'ını elinde bulundurduğu durumlarda ya da (ii) teklifin kabulünü takiben, hedef şirketin %90'dan az olmamak üzere oy hakkına sahip sermayeyi ve teklife konu olan oy haklarının %90'ını temsil eden menkul kıymetleri satın alması ya da satın almak üzere sözleşme yaptığı durumlarda, teklifte bulunan kişinin hedef şirkette geride kalan menkul kıymet sahiplerinden bu menkul kıymetleri adil bir fiyattan kendisine satmalarını talep edebilmesine imkan sağlamak zorundadırlar.

Yukarıda (i) bendinde belirtilen durumda üye devletler daha yüksek oranlar belirleyebilir; ancak bunlar oy hakkına sahip sermayenin %95'inden ve teklife konu oy haklarının %95'inden yüksek olamaz. Ayrıca hedef şirketin birden fazla grup menkul kıymet ihraç ettiği durumlarda, belirlenen yüzdeler oranının her bir grupta ayrı ayrı sağlanması gerekmektedir.

Yapılan pay alım teklifinin kabulü için öngörülen sürenin bitiminden itibaren üç ay içinde satın alma hakkının kullanılması gerekmektedir.

Görüldüğü üzere anılan AB Direktifinde satın alma hakkının kullanımı, pay alım teklifinin/çağrının bir uzantısı olarak ele alınmıştır.

2.1.1.2. Fiyat

Üye devletler satın alma hakkının kullanımı sırasında adil bir fiyatın uygulanmasını temin etmek zorundadırlar. Bu fiyat, pay alım teklifinde öngörülen bedelle aynı şekilde ya da nakit olarak ödenir.

Pay alım teklifinin isteğe bağlı olarak yapılması halinde, teklife konu olan asgari %90 oranında oy hakkına sahip sermayeyi temsil eden menkul kıymetlerin teklifte bulunan tarafından satın alınması durumunda, teklifte önerilen bedel adil kabul edilir. Burada, ortakların kendi çıkarlarını en iyi kendilerinin gözeticeği düşüncesinden hareket edilerek, %90 oranındaki ortaklar tarafından kabul edilen teklifte önerilen fiyatın ortakların çıkarlarına aykırı düşmeyeceği ve haksız olamayacağı kanaatine varıldığı görülmektedir. Bu çerçevede, isteğe bağlı olarak yapılan teklifin %90 oranındaki ortaklar

tarafından kabul edilmesi ve bu teklifte önerilen fiyatın satın alma hakkının kullanımı sırasında da uygulanması halinde, fiyatın adil kabul edilir. Zorunlu bir pay alım teklifinin sonucunda satın alma hakkının kullanılacak olması halinde ise, çağrı fiyatının ilgili düzenlemelerde detaylı olarak düzenlendiği dikkate alınarak, zorunlu pay alım teklifinde önerilen fiyatın satın alma hakkının kullanımı sırasında da kullanılması adil kabul edilir.

2.1.2. Avrupa Komisyonu'nun 2 Temmuz 2005 tarihli Tavsiye Kararı

2 Temmuz 2005'te toplanan Avrupa Komisyonu Tavsiye Grubu (Advisory Group) satın alma hakkına (bununla birlikte satma hakkına) ve bu hakkın kullanımına ilişkin bazı tavsiyelerde bulunmuştur. Bunlardan ilki, satın alma hakkının 13 sayılı direktiften bağımsız olarak ayrı bir şekilde düzenlenmesidir. Ayrıca satın alma hakkının, öncesinde bir pay alım teklifinde bulunulmadan da kullanılabilirliğinin düzenlenmesi, sorgulanması gereken konulardan biri olarak gündeme gelmiştir. Bunun yanında, satın alma hakkının sadece hisse senetleri borsaya kote edilmiş anonim şirketlere yönelik değil, tüm anonim şirketlerde uygulanabilmesi ve satın alma hakkının kullanılabilirliği için belirlenen eşiklerin (%90, %95 gibi) esnekleştirilmesi konuları da ele alınmıştır.

2.2. İngiliz Hukukunda Satın Alma Hakkının Düzenlenmesi

Satın alma hakkı öncelikle İngiliz hukukunda düzenlenmiş ve diğer Avrupa ülkelerine model oluşturmuştur²⁵.

2.2.1. Yasal Düzenlemenin Çerçevesi

İngiltere'de, azınlıkta kalan payların satın alınmasına ilişkin yasal düzenleme Şirketler Kanunu (Companies Act/CA) ile yapılmıştır. Anılan düzenleme uyarınca, yaptığı pay alım teklifi, teklife konu olan payların %90'ını veya daha fazlasını temsil eden pay sahipleri tarafından kabul edilen teklif sahibi, kalan payları da sahiplerinin rızası aranmaksızın teklif şartlarıyla satın alma hakkını haizdir. Konuya ilişkin düzenlemeler Şirketler Kanunu'nun 428–430F maddelerinde yer almaktadır.

2.2.2. Satın Alma Hakkının Kullanılmasından Önce Yerine Getirilmesi Gereken Kriterler

2.2.2.1. Pay Alım Teklifi

CA'nın azınlık payların satın alınmasına ilişkin hükümlerinin uygulanabilmesi için öncelikle, dört ay boyunca hedef şirketin diğer ortaklarına yönelik olarak verilmiş bir pay alım teklifinin (takeover offer) yapılmış olması gerekir. CA'nın 428(1)'inci maddesine göre pay alım teklifi, hedef ortaklıkta pay sahibi olan tüm ortaklara eşit şartlar altında yapılmış teklifi ifade etmektedir. Teklif yapıldığı sırada teklif sahibine ait olan hisseler, söz konusu teklifin dışında kalmaktadır (CA md.428). Teklif, hedef

²⁵ MANAVGAT: age. s.127

ortaklıktaki tüm payların elde edilmesine yönelik olabileceği gibi, tek bir hisse senedi grubunun elde edilmesine yönelik de olabilmektedir. Teklifte bulunan kişi tüzel kişi olabileceği gibi gerçek kişi de olabilmektedir.

Yapılan pay alım teklifinin amacı, hedef ortaklıkta satın alma hakkının uygulamasını düzenleyen maddelerinin (CA md.428-430F) uygulanabilmesini sağlamaktır.

CA, pay alım teklifinde ortaklara hisseleri karşılığında teklif edilecek fiyatın ne olması gerektiği konusunda bir hüküm içermemekte, önerilecek fiyatı teklifte bulunanın takdirine bırakmaktadır. Ancak, pay alım teklifinin amacının hedef ortaklıkta çoğunluk hisselerin ele geçirilmesi olduğu düşünüldüğünde, pay alım teklifinde önerilen fiyatın karşı tarafı sahip olduğu hisseleri satmaya razı edecek bir meblağ olması gerektiği muhakkaktır.

2.2.2.2. %90 oranının hesaplanması

Yukarıda da belirtildiği üzere, satın alma hakkının kullanılabilmesi için pay alım teklifinin teklife konu payların %90 veya daha fazlasının sahipleri tarafından kabul edilmesi gerekmektedir. %90 oranı hesaplanırken, teklif sahibinin teklif döneminde piyasadan yaptığı alımlar da göz önüne alınmaktadır. %90 oranının hesaplanmasında şirkette sahip olunan oy adedinin mi yoksa sahip olunan hisse senetlerinin şirket sermayesine oranının mı dikkate alınması gerektiği konusunda kanunda açık bir hüküm bulunmamaktadır. Bununla birlikte uygulamada hisse senetlerinin nominal değerinin şirket sermayesine oranının esas alınması gerektiği genel olarak kabul edilmektedir.

2.2.2.3. %90 oranına ulaşamaması durumu

Pay alım teklifinde bulunan kişi, pay alım teklifinin geçerli olduğu dört ay sonunda, teklifte bulunduğu hissedarların en azından %90'ının muvafakatını alacak oranda hissedara ulaşamasa dahi mahkemeye başvurarak, yine de satın alma hakkının kullanılmasına izin verilmesini talep edebilmektedir. Mahkeme, squeeze-out uygulaması için CA'da belirtilen %90 oranına ulaşamamasına rağmen, teklifte bulunan kişinin aşağıda belirtilen koşulları yerine getirdiğine kanaat getirdiği takdirde, satın alma hakkının kullanılmasına izin verebilmektedir.

Pay alım teklifinde bulunan kişi mahkemede;

- pay alım teklifinin geçerli olduğu dört ay boyunca tüm çabayı göstermesine rağmen hedef şirkette pay sahibi olan hissedarların bir kısmına ulaşamadığını,
- pay alım teklifine olumlu cevap veren ortaklar ile tüm çabalara rağmen ulaşamadığı ortakların hisselerinin toplamının kanunda belirtilen %90'lık orana tekabül ettiğini,

- pay alım teklifinde pay sahiplerine teklif edilen fiyatın haklı ve makul bir fiyat olduğunu,

ispat etmek zorundadır. Mahkeme, bu şartların oluştuğuna kanaat getirdiği takdirde teklif sahibinin, teklifte bulunduğu hisselerin %90 veya daha fazlasının muvafakatını sağlayamamasına rağmen squeeze-out mekanizmasının uygulanmasına izin verebilir.

2.2.2.4. Pay alım teklifinin sonucu

Pay alım teklifinde bulunan kişi kendi sahibi olduğu hisselerin dışında kalan hisseler için yaptığı pay alım teklifinin sonucunda, teklifte bulunduğu hisselerin asgari %90'ını ele geçirdiği takdirde, pay alım teklifine iştirak etmeyen kalan hisselerin iktisap edilebilmesi için squeeze-out mekanizmasını başlatma hakkını kazanmaktadır (CA md.429).

Aşağıda yer alan tablo, İngiliz Hukuku'nda satın alma hakkının kullanılması öncesine yönelik olarak getirilen düzenlemeleri netleştirici bir nitelik taşımaktadır²⁶.

| 1. Pay alım teklifinde bulunan kişinin hedef ortaklıkta sahip olduğu hisse oranı | 2. Pay alım teklifinin yapıldığı ortakların sahip oldukları payların şirket sermayesine oranı | 3. Pay alım teklifinin yapıldığı ortakların %90 oranındaki muvafakatları | 4. Muvafakat sonrası teklif sahibinin şirket sermayesinde sahip olduğu paylar | 5. Squeeze-out mekanizmasıyla sahip olunacak payların şirket sermayesine oranı |
|--|---|--|---|--|
| 0 | 100 | 90 | 90 | 10 |
| 10 | 90 | 81 | 91 | 9 |
| 20 | 80 | 72 | 92 | 8 |
| 30 | 70 | 63 | 93 | 7 |
| 40 | 60 | 54 | 94 | 6 |
| 50 | 50 | 45 | 95 | 5 |
| 60 | 40 | 36 | 96 | 4 |
| 70 | 30 | 27 | 97 | 3 |
| 80 | 20 | 18 | 98 | 2 |
| 90 | 10 | 9 | 99 | 1 |
| 95 | 5 | 4,5 | 99,5 | 0,5 |
| 97 | 3 | 2,7 | 99,7 | 0,3 |

Pay alım teklifinde bulunan kişinin hedef ortaklıkta sahip olduğu hisselerin şirket sermayesine oranı (1. sütun), pay alım teklifinde bulunulacak payların şirket sermayesine oranını belirlemektedir (2. sütun). Pay alım teklifinin her zaman teklifte bulunan kişinin sahip olduğu hisselerin dışında kalan hisselerle yönelik olarak yapılmış olması gerekmektedir. Pay alım teklifinin sonunda satın alma hakkının kullanılabilmesi için,

²⁶ RUHLAND: age. s. 141-142

teklifte bulunulan hisselerin %90'nın muvafakatı gerekmektedir (3. sütun). Pay alım teklifinin sonucunda hedef şirkette squeeze-out mekanizmasıyla sahip olunabilecek paylar ortaya çıkmaktadır (5. sütun).

Tablodan da görüleceği üzere, pay alım teklifi öncesinde teklif sahibinin hedef şirketin sermayesinde sahip olduğu paylar ve teklif sahibinin payları haricindeki hissedarların pay alım teklifine verecekleri %90 oranındaki muvafakat, satın alma hakkına konu olan payların tutarını etkilemektedir. Örneğin pay alım teklifi öncesinde şirket sermayesinin %97'sine sahip olan bir ortağın satın alma hakkını kullanabilmesi için, kendi pay sahipliği dışında kalan %3 oranındaki ortaklar için pay alım teklifinde bulunması ve %3 oranındaki bu hisselerin %90'nın yani şirket sermayesinin %2,7'sini temsil eden ortakların pay alım teklifi için muvafakat vermeleri gerekmektedir.

2.2.3. Prosedür

CA'da belirtilen koşulların yerine getirilmesinin ardından teklifte bulunan kişinin satın alma hakkını kullanarak kalan azınlık paylarını ortaklıktan ihraç etme hakkı bulunmaktadır.

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, pay alım teklifinde bulunan kişinin pay alım teklifi öncesinde hedef şirketteki sermaye payı yüzde kaç olursa olsun, pay alım teklifinin %90 oranında kabul edilmesinin ardından hedef şirketteki pay sahipliği asgari %90 oranına ulaşacaktır. Teklifte bulunan kişi, şirket sermayesinde asgari %90 oranında paya sahip olmasından itibaren iki aylık süre içinde satın alma hakkını kullanabilmektedir (CA md.429(3)).

Teklifte bulunan büyük pay sahibinin azınlık ortaklara bir ihbarname (notice) göndermesi ile squeeze-out prosedürü başlamaktadır (CA md.429(1)). Teklifte bulunan kişinin azınlık paylara gönderdiği ihbarnamenin bir örneği eşzamanlı olarak hedef şirkete de gönderilmektedir.

Yukarıda da ifade edildiği üzere, pay alım teklifinde bulunan kişinin teklifte bulunacağı fiyata ilişkin CA'da herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Azınlık ortaklara nakit para teklif edilebileceği gibi başka bir şirketin hisseleri de teklif edilebilmekte ya da borç senedi verilebilmektedir. Eğer azınlık pay sahiplerinin çeşitli teklifler arasından bir seçim yapmaları söz konusu ise, kendilerine satın alma ihbarnamesinden itibaren altı haftalık süre verilmektedir.

CA'da pay alım teklifinin fiyatına ilişkin herhangi bir hüküm bulunmamakla birlikte, squeeze-out sırasında azınlık paylara sahip ortaklara hisseleri için teklif edilen tutarın, squeeze-out öncesinde ortaklara iletilen pay alım teklifi sırasında teklif edilen tutar ile aynı olması gerekmektedir (CA md.430(4)). Söz konusu fiyatın azınlık pay sahiplerine pay alım teklifi sırasında zaten teklif edilmiş olması durumu

değiştirmemektedir. CA'nın 430(4)'üncü maddesi, pay alım teklifini reddederek azınlık konumuna gelen ortağa squeeze-out sırasında, pay alım teklifini kabul eden ortakla aynı fiyatı sunmaktadır. Teklif bedelinin nakit olmadığı ve teklif verenin artık bu tutarı karşılamayacağı durumda eşit miktarda nakit paranın büyük ortak tarafından ödenmesi gerekmektedir.

Teklifte bulunan pay sahibi, azınlık pay sahiplerine gönderdiği ihbarnamenin üzerinden altı haftanın geçmesinin ardından aynı ihbarnameyi tekrar göndermek zorundadır. Bununla eşzamanlı olarak büyük pay sahibi ortak, azınlık paylar için ödemesi gereken tutarı hedef şirkete ödemek zorundadır. Bunun yanında yapılması gereken diğer bir işlem, satın alınacak azınlık payların nama yazılı hisseler mi yoksa hamiline yazılı hisseler mi olduğunun tespitidir. Squeeze-out uygulamasına konu olan azınlık hisse senetlerinin nama yazılı olmaları halinde, hedef şirkete pay bedelinin yanında hisselerin devralındığına ilişkin bir belgenin de (instrument of transfer) verilmesi gerekmektedir. Böyle bir belgenin verilmesinin nedeni, hedef şirketin teklifi yapan büyük ortağı, satın aldığı azınlık hisselerin yeni sahibi olarak ortaklık pay defterine kaydetmesini sağlamaktır (CA md.430(6)). İngiliz Hukuk'unda çok fazla yaygın olmamakla birlikte, hisselerin hamiline yazılı olması halinde hedef ortaklık bir belge (share warrant) düzenlemektedir. Hazırlanan bu belge ile daha önceden hazırlanmış belgeler geçerliliğini yitirmektedir (CA md.430(7)).

Hedef ortaklık, büyük pay sahibinin azınlık hisseleri için kendisine iletilen tutarı, azınlık pay sahiplerinin her birine, daha önce şirketteki pay sahipliği oranını dikkate alarak, ödemek zorundadır. Ödeme yapılana kadar hedef ortaklık, azınlık payları için kendisine emanet edilen tutarı muhafaza etmekle yükümlüdür (CA md. 430(9)). Ancak gerekli tüm çabanın gösterilmesine rağmen, 12 yıl boyunca azınlık pay sahibi ortak gerekli ödemenin yapılması için hedef şirket tarafından bulunamamış ise, o zaman bulunamayan azınlık pay sahibi ortağın payına düşen tutar mahkemeye intikal ettirmektedir.

2.2.4. Azınlık Pay Sahiplerinin Korunmasıyla İlgili Düzenlemeler

Azınlık paylarının sahiplerinin rızaları olmaksızın iktisap edilebilmesinin azınlık pay sahiplerinin mülkiyet haklarına müdahale niteliği taşıması nedeniyle, CA'nın 430C maddesi azınlık pay sahiplerine söz konusu ortaklıktan ihracın mahkemece kontrol edilmesini talep etme hakkı tanımaktadır. Azınlık pay sahibinin başvurusu üzerine mahkeme konuyu inceleyerek, ihracın yasaklanmasına ya da yeniden düzenlenmesine karar verebilmektedir. Mahkemenin vereceği karar tüm taraflar için bağlayıcı niteliktedir.

Mahkemeye başvurunun ilk ihbarnamenin tebliğ edildiği tarihten itibaren 6 hafta içinde yapılması gerekmektedir. Mahkeme sonuçlanıncaya kadar başvuru sahibi azınlığa ait hisselerin büyük pay sahibine devri askıya alınmaktadır (CA md.430C(2)). Başvuruyu yapan dışında kalan azınlığa ait hisse senetlerinin devrinin gerçekleşip gerçekleşmeyeceği konusunda ise CA'da herhangi bir hüküm bulunmamaktadır.

Hangi hallerin varlığı halinde mahkemeye başvurulabileceği CA'da belirtilmemiştir. Ancak uygulamaya bakıldığında aşağıdaki sebeplerin varlığı halinde rızası dışında ortaklıktan ihraç edilen azınlık pay sahibi mahkemeye başvurabilmektedir:

1. makul olmayan fiyat,
2. ortakların yetersiz bilgilendirilmesi,
3. City Code hükümlerinin ihlal edilmesi,
4. squeeze-out hakkının kötüye kullanılması.

1. Makul olmayan fiyat: Mahkemeye yapılan başvuruların çoğunda pay alım teklifi sırasında hisseler için teklif edilen fiyatın makul olmadığı ileri sürülmektedir²⁷. Fiyatın makul olmadığını ispat etme mükellefiyeti başvuruyu yapan ortağa aittir. Squeeze-out mekanizmasının başlatılmasından önce yapılan pay alım teklifinde, teklifte bulunulan hisselerin %90'ının hisse devrine muvafakat vermeleri, mahkemeler açısından fiyatın makul olduğu yönünde kanaate varmalarına neden olmaktadır. Mahkemeler, yapılan teklifin kendi çıkarlarına uygun olup olmadığının değerlendirmesinin en iyi hissedarların kendileri tarafından yapılacak olmasından yola çıkarak ve pay alım teklifinin %90 muvafakat ile sonuçlanmasını dikkate alarak, azınlık pay sahibinin aleyhine karar verebilmektedir²⁸. Başvuru sahibinin böyle bir davada yapması gereken şey, pay alım teklifi sırasında diğer ortakların kabul ettikleri fiyatın kendisi açısından neden söz konusu olamayacağına ortaya konmasıdır²⁹.

2. Ortakların yetersiz bilgilendirilmesi: Şirket'ten ihraç edilen ortak, pay alım teklifinin haksız olduğunu ileri sürerek de mahkemeye başvurabilmektedir. Ancak yukarıda da belirtildiği gibi yapılan teklifin haksız olduğunun ispatı yine başvuru sahibine aittir. Böyle bir iddianın ispatı, hedef şirketin belgelerinin incelenmesini gerektireceği ve bunun da büyük pay sahibinin yardımı ve iştiraki olmadan yapılamayacak olması nedeniyle, oldukça güçtür. Böyle bir durumda mahkeme dava açmadan önce genellikle pay alım teklifinde bulunan ortağın dinlenmesini teminen onu

²⁷ Daha önce de belirtildiği üzere squeeze-out sırasında azınlıklara hisseleri karşılığında ödenen tutar, pay alım teklifi sırasında diğer ortaklara teklif edilen ve ödenen tutar ile aynıdır. Bu, CA'dan gelen bir zorunluluktur.

²⁸ İngiltere'de bu tip şikayetle açılan davalarda sonuç başvuru sahibinin aleyhine olmakla birlikte, *Re Sussex Brick Co* davasında mahkeme squeeze-out'ta daha yüksek ve makul bir fiyatın azınlık pay sahibine verilmesi gerektiğine hükmetmiştir. Detaylı bilgi için bkz: RUHLAND: age: s. 147

²⁹ RUHLAND: age: s.147

mahkemeye davet eder. Bu davete icabet edilmediği takdirde de şirket defter ve belgelerinin kendisine ibraz edilmesini ister. Uygulamadan somut bir örnek vermek gerekirse, çok nadir olmakla birlikte, Re Chez Nico (Restaurants) Ltd olayında³⁰ mahkeme, pay alım teklifine bulunan ortağın mahkemece talep edilen ve City Code uyarınca açıklamış olması gereken bilgileri diğer ortaklara iletmediği gerekçesiyle squeeze-out'u iptal etmiştir³¹.

3. City Code hükümlerinin ihlal edilmesi: Yukarıda da belirtildiği üzere, mahkemenin City Code hükümlerinin ihlal edildiğine kanaat getirildiği Re Chez Nico (Restaurants) Ltd olayında olduğu gibi, azınlık pay sahiplerinin korunmasını da amaçlayan City Code hükümlerine aykırı hareket edilmesi, Kanun'un 430C maddesi uyarınca squeeze-out uygulaması aleyhine dava açılmasına yol açmaktadır.

4. Squeeze-out hakkının kötüye kullanılması: Mahkeme squeeze-out hakkının açıkça kötüye kullanıldığına kanaat getirdiği takdirde azınlık pay sahiplerinin şirketten ihraç edilmesini engelleyebilmektedir³².

Görüleceği üzere, squeeze-out prosedürünün iptali ancak belli durumlarda söz konusu olmaktadır. Pay alım teklifine verilen %90 oranındaki muvafakat ve dava açılması halinde pay alım teklifinin haksız olduğunun ispat yükünün ihraç edilen ortakta olması, davanın azınlık ortağın lehine sonuçlanmasını zorlaştırmaktadır. Ancak yine de mahkeme tarafından yapılacak incelemede, ihracın, Kanun'dan kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilerek yapıp yapılmadığı kontrol edilmiş olmaktadır.

³⁰ RUHLANd: age. s. 148

³¹ City Code'un 4 numaralı genel prensibi uyarınca; *"Shareholders must be given sufficient information and advice to enable them to reach a properly informed decision and must have sufficient time to do so. No relevant information should be withheld from them."*

³² *Re Bugle Press Ltd.* davasında mahkeme, squeeze-out hakkın kötüye kullanıldığına karar vererek, azınlık pay sahiplerinin şirketten ihracını yasaklamıştır. Anılan olayda, Bugle Press Ltd'in sahipleri Jackson ve Shaw birlikte şirket sermayesinin %90'ına sahiptirler ve kalan %10 paya sahip Treby'i ortaklıktan ihraç etmek istemektedirler. Bu amaçla ikisi Jackson&Shaw Holdings Ltd. isimli yeni bir şirket kurarak Bugle Press Ltd.'in ortaklarına, yani kendilerine ve %10 pay sahibi ortak Treby'e pay alım teklifinde bulunurlar. %90 paya sahip Jackson ve Shaw'un pay alım teklifini kabul etmelerinin ardından, %10 oranında paya sahip olan Treby şirketten ihraç edilmiştir. Treby, söz konusu durumun squeeze-out hakkının kötüye kullanılması şikayetiyle mahkemeye başvurmuştur. Söz konusu durumun kanunun lafsına uygun olmasına rağmen mahkeme, pay alım teklifinde bulunan kişi ile bu teklifi kabul eden kişinin ekonomik anlamda aynı kişiler olması nedeniyle squeeze-out'u iptal etmiştir. Kanun'daki pay alım teklifinin %90 oranında muvafakatla sonuçlanması gerektiğine ilişkin hükme rağmen pay alım teklifinde bulunan kişi ile söz konusu pay alım teklifine muvafakat veren kişilerin belli ölçülerde birbirlerinden farklı olması gerektiği aşikardır. Aksi halde yapılan pay alım teklifi sadece göstermelik olacaktır.

2.3. Alman Hukukunda Satın Alma Hakkının Düzenlenmesi

2.3.1. Yasal Düzenlemenin Çerçevesi

Almanya’da azınlık pay sahibi veya pay sahiplerinin anonim veya sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketten çıkarılması, 20.12.2001 tarihinde kabul edilen ve 01.01.2002 tarihinden itibaren yürürlüğe giren “Aleni Teklifile İşletmenin Devralınması ve Kıymetli Evrak İktisabının Düzenlenmesine İlişkin Kanun” (Gezets zur Regelung von Öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmungübernahmen) (WpÜG) ile kabul edilmiştir. Bu konuyla ilgili yasal düzenleme, Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu’nun (APOK) dördüncü bölümünde “azınlığın şirketten ihracı” başlığı altında APOK 327a-327f maddelerinde yapılmıştır.

APOK’a göre, bir anonim şirket veya sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketin genel kurulu, şirket sermayenin %95’ine sahip olan bir pay sahibinin (büyük pay sahibi) talebi üzerine, kalan %5 paya sahip olan azınlık hissedarlarını uygun bir nakit tazminat karşılığında devredilmesine karar vererek, azınlık ortaklarını şirketten çıkarabilmektedir (APOK md.327a/1).

2.3.2. Prosedür

APOK’a göre azınlık pay sahiplerinin şirketten çıkarılabilmesi için bazı koşullar gerekmektedir:

1. Büyük pay sahibi ortağın doğrudan veya dolaylı olarak şirket sermayesinin %95’ine sahip olması gerekmektedir. Büyük pay sahibi ortak, Alman veya yabancı bir gerçek kişi olabileceği gibi, özel veya kamu hukuku tüzel kişisi de olabilmektedir.

2. Büyük pay sahibi ortağın şirket genel kurulundan, azınlık paylarının kendisine devredilmesine karar vermesi hususunda bir talebinin olması gerekmektedir: Squeeze-out prosedürünün başlayabilmesi için büyük ortağın öncelikle azınlık paylarının ihracına ilişkin talebini şirket yönetimine ileterek, genel kurulun toplantıya çağırılmasını talep etmesi gerekmektedir. Söz konusu talep üzerine şirket yönetimi, büyük pay sahibi ortağın payının şirket sermayesine oranının %95 olduğunun tespitini yapmak ve daha sonra azınlık paylarının makul bir bedel karşılığında büyük ortağa devredilmesini görüşmek amacıyla genel kurulu toplantıya çağırarak yükümlüdür. Azınlık ortakların ihracı her ne kadar büyük pay sahibinin menfaatine de olsa, genel kurulun toplantıya çağırılmasıyla ilgili masraflar büyük pay sahibi ortak tarafından değil, şirket tarafından karşılanır.

3. Azınlık payların şirketin büyük ortağına devri konusunda genel kurul tarafından alınmış bir kararın olması gerekmektedir³³. Genel kurul kararı, tüm azınlık paylarının, diğer bir ifade ile büyük pay sahibinin doğrudan ve dolaylı olarak mülkiyetinde bulunmayan tüm payların uygun ve nakit tazminat karşılığında büyük pay sahibi ortağına devredilmesini içermelidir.

Genel kurulda kullanılan oyların basit çoğunluğu ile karar alınması yeterlidir.

4. Azınlık payların devrine ilişkin genel kurul kararının alınmasının ardından söz konusu keyfiyet ticaret siciline geçirilir (APOK md.327 e/1). Tescil ile birlikte azınlık paylarını temsil eden hisse senetleri büyük ortağına –azınlık pay sahiplerinin bireysel olarak hisselerini devretmelerine gerek kalmaksızın- kendiliğinden geçer ve azınlık paylara sahip ortağın/ortakların nakit tazminat talepleri muaccel hale gelir. Büyük pay sahibi ortak, -tazminat miktarına ilişkin itiraz nedeniyle uygun tazminat miktarının mahkemece tespit edilmesi için azınlık pay sahibi ortak tarafından bir dava açılmış olsa dahi- ihraç kararının hüküm ifade etmesinden itibaren nakit tazminatı ödemekle yükümlüdür. Tazminat tutarını ödemekle yükümlü olan kişi şirket değil, bizzat büyük ortağın kendisidir.

5. Satın alma hakkının kullanılabilmesi için hedef şirketin hisse senetlerinin borsaya kote edilmiş olması gerekmemektedir.

6. Satın alma hakkının kullanılabilmesi, öncesinde pay alım teklifi yapılmasına ya da diğer ortaklar için çağrıda bulunulmasına bağlı değildir. Squeeze-out düzenlemesi bu tür işlemlerden bağımsız olarak yapılan genel düzenlemelere tabidir. %95 pay sahipliği oranına nasıl ve zaman ulaşıldığına bakılmaksızın satın alma hakkı kullanılabilir.

2.3.3. Azınlık Pay Sahiplerinin Korunmasıyla İlgili Düzenlemeler

- Genel kurul toplantısından önce, büyük pay sahibi ortak tarafından azınlık hisselerin devrinin koşullarının ve bu devirde ödenecek nakit tazminat tutarının uygunluğunun açıklandığı ayrıntılı bir raporun hazırlanması ve ortakların bilgisine ve

³³ Azınlık payların satın alınması hususunun genel kurul kararına bağlanması Almanya’da tartışmalı bir konudur. Genel kurul kararı alınmasına karşı çıkanlar büyük pay sahibinin şirkette sahip olduğu ağırlık dikkate alındığında genel kurul kararının zaten toplantı yapılmasından çok önce belli olduğunu savunmaktadırlar. Bu görüşe karşın genel kurul kararının gerekliliğini savunanlar, genel kurul toplantısı ile azınlık ortakların konu hakkında bilgi sahibi olmalarının ve böylece kendileri için geliştirilen korunma yöntemleri hakkında haberdar olmalarının sağlandığını öne sürmektedirler. Kanun koyucunun satın alma hakkının kullanımını genel kurul kararına bağlamasının nedeni ise, Almanya’da hisse sahiplerinin korunmasına yönelik getirilen düzenlemelerin genel kurul kararları aleyhine iptal davası açmak veya bu kararlara karşı itiraz etmek yoluyla kullanılabilir olmasıdır. Detaylı bilgi için bkz: RUHLAND: age. s. 206-210

incelemesine sunulması gerekmektedir. Böylece azınlık paylara sahip hissedarların, devir ile ilgili olarak ayrıntılı bilgi sahibi olmaları sağlanmış olmaktadır.

- Azınlık pay sahiplerine ödenecek nakit tazminat tutarının uygunluğu, büyük pay sahibinin istemi üzerine mahkemece atanan bir veya birden fazla bilirkişi tarafından incelenerek rapora bağlanmaktadır (APOK md.327 c/2). Söz konusu raporun da genel kurul toplantısı sırasında ve öncesinde ortakların bilgisine ve incelemesine sunulması gerekmektedir.

- Büyük pay sahibi ortağın hazırladığı rapor ile mahkemece atanan bilirkişi/bilirkişilerin hazırladığı raporun yanında devir kararının taslağı ve şirketin son üç yıllık mali tabloları ve faaliyet raporları da genel kurul toplantısından önce pay sahiplerinin incelemesine sunulur.

- Büyük pay sahibi ortağın, azınlık hisseleri için belirlenen nakdi tazminat ödeme yükümlülüğünün yerine getirileceğini garanti etmek amacıyla, genel kurul toplantısından önce, Almanya’da bankacılık faaliyetinde bulunma yetkisine sahip bir banka tarafından verilecek ödeme garantisini (banka kefaletini) yönetim kuruluna sunması gerekmektedir (APOK md.b/3). Banka garantisi sunulmadan genel kurul toplantıya çağrılmamaktadır.

- Azınlık payların devrine ilişkin genel kurul kararının alınmasına rağmen azınlık ortakların, nakit tazminat miktarının hisselerin gerçek değerini yansıtmadığını düşünmeleri halinde, mahkemeye başvurarak nakit tazminat bedelinin yeniden tespit edilmesini isteme hakları bulunmaktadır (APOK md.327/d). Nakit tazminat bedelinin tetkiki için mahkemeye yapılacak başvuruların, hisse devir kararının ticaret siciline kaydedildiğinin kamuya duyurulduğu günden itibaren iki ay içinde yapılması gerekmektedir. Ancak azınlık ortakların nakdi tazminat bedelinin uygun olmadığı yönündeki görüşleri ve bu nedenle mahkemeye yapacakları başvurular, kanunen hisse devrinin gerçekleşmesini engellemekte ve hisselerin devrine ilişkin genel kurul kararının iptaline yol açmamaktadır. Yapılan incelemeler sonucunda mahkeme, nakdi tazminatın uygulanan tutarlardan daha yüksek olması gerektiğine karar verirse, tüm azınlık pay sahipleri mahkeme tarafından belirlenmiş yeni tutarın ödenmesi için büyük pay sahibi ortağa başvurabileceklerdir.

2.3.4. Uygun ve Nakit Tazminat Bedelinin Tespiti

APOK 327 b/1’e göre, tazminat miktarının tespiti büyük pay sahibi ortak tarafından yapılır. Tazminat miktarının tespiti yapılırken, satın alma kararı sırasında azınlık paylarının ekonomik değeri ile şirketin durumunun/ilişkilerinin dikkate alınması gerekmektedir. Bunun dışında, tazminat tutarının belirlenmesi sırasında satın alınan hisselerin değerlemesinin yapılması gerektiği konusunda kanunda herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Uygulamada ise satın alınacak paylar için hisse değerlemesi yapıldığı

ve değerleme yapılırken genellikle iki farklı yöntemin kullanıldığı görülmektedir. Bu yöntemlerden biri “capitalized value of potential earnings” (gelecekte elde edilmesi muhtemel kazançların kapitalize edilmesi) diğeri ise Alman Denetçiler Enstitüsü (Das Institut der Wirtschaftsprüfer) tarafından önerilen “discounted cash flow” (indirgenmiş nakit akımlar) yöntemidir. “Capitalized value of potential earnings” yöntemi kısaca, geçmişte (3 ila 5 sene önce) elde edilmiş ve etkileri günümüze aktarılan kazançların, gelecekte elde edilmesi kuvvetle muhtemel olan kazançlara eklenmesi ve sonuçta ilgili faiz oranıyla çarpılarak kapitalize edilmesi yöntemidir. “Discounted cash flow” yöntemi ise, gelecekte elde edilecek nakit akımlarının günümüze indirgenmesi yöntemidir. Geçmişte nakit tazminatın tespitinde hisselerin borsa fiyatı da bir yöntem olarak kullanılmıştır; ancak borsa fiyatının spekülative hareketlere açık olması, politik bazı kararlardan kolayca etkilenebilmesi vb nedenlerle hisselerin gerçek değerini çok da yansıtmadığı düşünöldüğünden ve borsa fiyatının esas alındığı olaylarda azınlık ortaklara ödenecek tutarı değiştirmek amacıyla hisse senetlerinde manipölasyon da yapıldığı tecrübe edildiğinden, borsa fiyatının azınlıklara ödenecek tazminatın belirlenmesinde bir yöntem olarak kullanılmaktan vazgeçilmiştir. Bununla birlikte borsa fiyatının, nakit tazminat tutarının tespitinde dikkate alınamayacağı görüşü, Alman Anayasa Mahkemesinin DAT/Atlanta’ya ilişkin kararı ile sınırlanmış³⁴ ve satın alma hakkının kullanıldığı tarihte azınlık payları için belirlenen tazminatın, (eğer hisse senetleri borsada işlem görüyor ise) hisselerin o günkü borsa işlem fiyatından düşük olamayacağına karar verilmiştir. Yani hedef şirketin hisse senetlerinin borsada işlem görmesi halinde borsa fiyatı, azınlık ortaklara verilecek nakit tazminatın belirlenmesinde bir alt sınır olarak dikkate alınacaktır. Ayrıca belirlenen nakit tazminata, pay devrine ilişkin genel kurul kararının ticaret siciline tescilinden azınlık pay sahibi ortaklara fiilen ödemenin yapıldığı tarihe kadar geçecek süre için, yıllık faiz oranına %2 eklenerek faiz yürütölmektedir³⁵ (APOK md.b/2).

2.3.3. bölümde de belirtildiğı üzere, APOK md.327/d uyarınca azınlık ortakların nakit tazminat miktarının hisselerin gerçek değerini yansıtmadığını düşünmeleri halinde, mahkemeye başvurarak nakit tazminat bedelinin yeniden tespit edilmesini isteme hakları bulunmaktadır. Böyle bir durumda mahkeme, azınlık payların devrine ilişkin genel kurul toplantısının yapıldığı tarihten üç ay öncesinin borsa fiyatının ortalamasını alarak bir değerlendirmede bulunmaktadır. Bu nedenle nakit tazminat tutarının belirlenmesinde bu etkenin de dikkate alınması gerekmektedir.

³⁴ RUHLAND:age. s. 214

³⁵ PULAŞLI, Hasan: “Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı”, Ünal Tekinalp’e Armağan, Cilt 1, İstanbul, 2003, s. 659

2.4. ABD Hukukunda Satın Alma Hakkının Düzenlenmesi

Amerika Birleşik Devletleri'nde anonim şirketler hem 1946 yılında yürürlüğe giren ve 1984 yılında büyük ölçüde değişikliğe uğrayan "Model Business Corporation Act" isimli federal şirketler kanuna, hem de ABD'nin federal devlet yapısı dikkate alındığında kurumsallaştıkları eyaletin kendi kanunlarına tabidirler. ABD'de 50 eyaletin bulunduğu göz önüne alındığında, birbirinden farklılıklar gösteren 50 farklı şirketler kanunu ortaya çıkmaktadır. ABD'deki büyük anonim şirketlerin büyük bir çoğunluğunun Delaware'de kurulmuş olması, New York Borsası'nda işlem gören ve Fortune 500 listesinde bulunan şirketlerin yine büyük bir kısmının Delaware eyaletinde bulunması, ABD'deki birçok şirketler kanunun arasından Delaware Şirketler Kanunu'nun (Delaware General Corporation Law) ön plana çıkmasına neden olmaktadır. O nedenle bu çalışmamızda da Delaware eyalet kanunları ele alınacaktır. Söz konusu kanun kapsamında satın alma hakkına ilişkin olarak getirilen düzenlemeler, çalışmanın (1) numaralı ekinde bulunan tabloda yer almaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: SATIN ALMA HAKKININ EKONOMİK ANALİZİ VE SATIN ALMA HAKKININ SONUÇLARI

3.1. Satın Alma Hakkının Ekonomik Analizi

3.1.1. Genel

Ekonomi öğretisi her ne kadar hukuki öneri ve çözümlerde bulunmasa da, sunulan hukuki öneri ve çözümlerin mantıki sınırlarını göstermektedir³⁶. Bu nedenle satın alma hakkının ekonomik analizi, onun hukuki boyutuna katkıda bulunacaktır³⁷. Bilindiği üzere ekonomi bilimi, değişik kullanım yerleri olan kıt kaynakların sınırsız insan ihtiyaçlarını karşılamak üzere nasıl kullanıldıkları sorusu ile uğraşan bir sosyal bilimdir. Herhangi bir hukuk kuralının ekonomik analizi ise kıt kaynakların, belli bir hukuki norm yoluyla sınırsız olan birey ihtiyaçlarının optimal olarak karşılandığı ve böylece toplumun ekonomik refahının arttığı bir yöne doğru kanalize edilebilmesinin mümkün olup olmadığı sorunsalı ile uğraşmaktadır³⁸. Bu nedenle herhangi bir hukuk kuralının ekonomik analizi yapılırken bu hukuk kuralının, kaynakların etkin olarak kullanılmasını sağlayıp sağlamadığını da değerlendirmek gerekmektedir. Çünkü ancak kaynakların etkin olarak kullanıldığı bir sermaye piyasasında, kıt olan sermayenin kendisine en çok ihtiyaç duyulan yerde değerlendirildiğinden bahsedilebilir. Sermaye piyasalarında işlem yapan yatırımcılar en düşük risk altında en yüksek getiriye sağlayacak alanlara yatırım yapmak isterler. Bu nedenle kıt olan sermaye, en karlı ve verimli yatırımlara yönelmekte ve bu yolla ekonomik büyümeye katkıda bulunmaktadır. Bu çerçevede, ekonomik büyümeye olan etki de dikkate alındığında, satın alma hakkına yönelik olarak yapılan/yapılacak hukuki düzenlemelerin sermaye piyasalarında yarattığı etkinin de incelenmesi gerekmektedir. İnceleme sonucunun olumsuz olması halinde satın alma hakkına yönelik hukuki düzenleme yapmak, ekonomik açıdan anlamsız olacaktır.

Bilindiği üzere kurumsal yönetimde (corporate governance) iki farklı sistem bulunmaktadır: “Outsider-System” ve “Insider-System”³⁹. Satın alma hakkının kaynak dağılımına olan etkilerinin incelendiği ekonomik analiz sonuçları da bu sistemler dikkate alınarak iki grupta toplanmaktadır:

- A. “Outsider-System”de yaratılan etki,
- B. “Insider/Control-Oriented System”de yaratılan etki.

³⁶ MESTMACHER, Ernst-Joachim: “Das Verhältnis der Wirtschaftswissenschaft zur Rechtswissenschaft im Aktienrecht”, Berlin 1964, s. 103

³⁷ KÖTZ, Hein, “Alte und neue Aufgaben der Rechtsvergleichung” JZ 2002, s. 257

³⁸ RUFFNER, Markus “Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft-ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance”, Zurich 2000, s. 16

³⁹ FRANKS, Julian / MAYER, Colin, “Ownership and Control:Trends in Business Organisation: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness, Tübingen, 1995, s.171

A. “Outsider-System”de satın alma hakkına ilişkin düzenlemenin kaynak dağılımına olan etkisi

Outsider-System’in temelinde, satın alma hakkına ilişkin hukuki düzenlemelerin bulunmasının ekonomide kaynak dağılımının etkinliğini artırıcı bir etkisinin bulunduğu düşüncesi yatmaktadır. Bu görüşe göre, şirket sahipliği ile şirket yönetimi arasında bir çatışma (conflict of principal and agent) yaşanmaktadır ve yaşanan bu çatışma, öncelikli olarak çözülmesi gereken sorunlardan biridir⁴⁰(III). Söz konusu çatışmanın çözümü için sermaye piyasalarının kullanımı yoluyla şirket kontrolünün ele geçirilmesi tavsiye edilmektedir (IV). Bu nedenle de bu görüşün temsilcileri şirket ele geçirmelerinin (takeover) mümkün olduğunca artması gerektiğini düşünmektedirler⁴¹. Azınlık payların büyük ortak tarafından satın alınmasına yönelik düzenlemelerin, şirket ele geçirmelerini artıracaklarını düşündükleri için de, bu alanda mutlaka düzenleme yapılması gerektiğini düşünmektedirler (I). Kısaca, Outsider-System’in temsilcileri satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin ekonomide kaynak dağılımının etkinliğini artıracaklarını savunmaktadırlar (II)⁴².

(I) Şirket ele geçirmelerinin artması: Satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin olmasının şirket ele geçirmelerini artırıcı etkisinin olduğu düşüncesi, bir şirkette %100 oranında hakimiyete sahip olmanın %90 veya %95 oranında hakimiyete sahip olmaktan daha büyük bir değerinin olmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin herhangi bir şirketi ele geçirmek için pay alım teklifinde bulunan bir kişi, hedef şirkette %90 oranında pay sahipliğine ulaştıktan sonra kalan %10 oranındaki hisseler için %90’lık paya ulaşırken ödediğinden daha yüksek bir tutar ödemeye istekli olabilecektir. Çünkü ancak %10’luk paya da sahip olduktan sonra o şirkette %100 oranında mutlak hakimiyete sahip olabilecektir. Ancak; şirketi ele geçirmek isteyen ve bu amaçla pay alım teklifinde bulunan kişinin ikinci ve daha yüksek bir teklif daha yapacağını düşünen ortakların varlığı, ilk pay alım teklifinin başarısız olmasına, yani teklifte bulunan kişinin hedef ortaklıkta istenen çoğunlukta paya sahip olmasını engelleyerek şirket devrinin gerçekleşmemesine neden olabilecektir.

Bu örnek de göstermektedir ki, satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin varlığı, pay alım teklifi veya çağrı yoluyla hisse senedi toplanması yoluyla şirket sahipliğini ele geçirme planlarını ve bu yönde verilecek kararları etkileyici bir niteliğe sahiptir.

⁴⁰ RUHLAND: age. s. 167

⁴¹ Burada bu görüşün temsilcilerinden biri olan Grossman/Hart’ın görüşleri bu sistemin mantığını çok daha net bir şekilde ifade etmektedir: “Any law which restricts exclusion lowers the takeover bid threat and this decreases the efficiency of the corporate sector.” GROSSMAN, Snaford / HART, Oliver, “Disclosure Law and Take over Bids”, J.Fin, 1980, s. 323

⁴² RUHLAND: age. s. 167

(II) Outsider-System: Bu sistem, ortaklıklarda pay sahipliğinin dağılık olması esasına dayanmaktadır. Dağılık ortaklık yapısı nedeniyle her bir ortağın tek başına şirket işlerini yürütmesi ve takip etmesi mümkün olamamakta ve bu nedenle rasyonel davranan (rational apathie) küçük pay sahibi ortak, şirket işlerinin yürütülmesinde pasif kalarak şirket yönetimini profesyonellere bırakmaktadır. Böylece bu sistemde pay sahipliği ve şirket yönetimi birbirinden ayrılmaktadır. Şirket işlerinin, ortaklıkta büyük pay sahibi olmayan, hatta çoğu zaman pay sahibi bile olmayan “dışardaki” (outsider) kişiler tarafından yürütülmesi nedeniyle de bu sisteme “Outsider-System” denilmektedir. Bu sistemin geçerli olduğu ülkelere Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere örnek olarak verilebilir.

(III) Şirket sahipleri ve şirket yönetimi arasında yaşanan çatışma (conflict of principal and agent): Bu sistemde şirket sahipliği ve yönetiminin birbirinden ayrıştırılması, ortak çıkarlarda buluşulamaması nedeniyle çoğu zaman çıkar çatışmalarına neden olmakta ve şirket yönetiminin yasal tedbirlerle engellenmediği taktirde yetkilerini kendi menfaatine ve şirket sahiplerinin zararına kullanmalarına yol açmaktadır. Outsider-System’e göre, kaynak dağılımının etkinliğinin artırılması için bu sorunun öncelikli olarak çözümlenmesi gerekmektedir.

(IV) Çıkar çatışmasının çözümü için öneri: Şirket ortakları ile yöneticileri arasındaki çatışmanın çözümü için getirilen öneri, şirket kontrolünün sermaye piyasaları kullanılarak ele geçirilmesidir⁴³. Kısaca açıklamak gerekirse; herhangi bir şirkette yönetimin optimal seviyenin altında olması, o şirketin borsa fiyatının olması gerekenden daha düşük olmasına yol açacak bu da herhangi bir yatırımcı için o ortaklığın çoğunluk hisselerine sahip olarak şirket yönetimini daha iyileriyle değiştirmek ve hedef şirketi tamamen kontrolü altına almak için iyi bir yatırım fırsatı olarak değerlendirilebilecektir. Daha iyi bir yönetim ile şirketin borsa fiyatı tekrar artacaktır. Bu teoriye göre, iyi işleyen sermaye piyasalarında bu tarz şirket ele geçirmeleri şirketlerde daha iyi yönetimlerin ortaya çıkmasına yol açacaktır.

(V) Sonuç: Şirket pay sahipliği ile şirket yönetimi arasındaki çıkar çatışmasının çözümünün ve bu sayede kaynak dağılımının etkinliğinin artırılmasının, iyi işleyen sermaye piyasaları yoluyla şirket kontrolünün ele geçirilmesi esasına dayanması nedeniyle bu sistemin temsilcileri, şirket kontrolünü ele geçirmeyi kolaylaştırıcı tüm önlemlerin alınması gerektiği savunmakta ve ortaklıklarda azınlık ortakların bulunmasını, -ortaya çıkardıkları çeşitli maliyetler ve sahip oldukları azınlık hakları nedeniyle- şirket ele geçirmelerini caydırıcı bir unsur olarak değerlendirmektedirler. Azınlık paylarını satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin olması halinde ise herhangi

⁴³ RUHLAND: age. s. 170

bir yatırımcı, sermayesi dağılık olan ve kötü yönetildiğini düşündüğü bir şirkette pay sahipliğini artırarak ve azınlık ortaklarına ilişkin satın alma hakkını kullanarak o şirkette daha iyi bir yönetimin oluşmasını ve daha iyi yönetim ile de ekonomide kaynakların daha etkin kullanılmasını sağlayabilmektedir. Özetlemek gerekirse, bu sistemin tarafları kaynak dağılımının etkinliğini artırıcı etkisinin olduğunu düşünmeleri nedeniyle satın alma hakkının hukuk sistemlerinde mutlaka yer alması gerektiğini savunmaktadırlar.

B. “Insider-/Control-Oriented System”de satın alma hakkına ilişkin düzenlemenin kaynak dağılımına olan etkisi

Bu sistemin esası, ortaklıklarda büyük pay sahibi grupların hakimiyetlerinin olması ve dağılık halde bulunan küçük pay sahibi ortakların sayısının az olmasına dayanmaktadır. Bu sistemin uygulandığı ülkelere Almanya örnek olarak verilebilir⁴⁴. Şirketin çoğunluk paylarına sahip ortağının şirket yönetimindeki etkisi göz önünde bulundurularak bu sisteme “insider/control-oriented” yani “kontrol merkezli” sistem denilmiştir. Bu sistemde şirket yönetimi çoğunlukla hakim ortak (hakim ortağın bir tüzel kişilik olması halinde ana şirket) tarafından üstlenilmekte, kalan pay sahipleri ise şirketin işlerinin gereği gibi yerine getirilip getirilmediğini kontrol etmektedirler. Bu nedenle bu sistemde, “outsider-system”de şirket pay sahipliği ile şirket yönetimi arasında söz konusu olan tarzda bir çıkar çatışması yaşanmamaktadır. Bu sistemdeki çıkar çatışması, çoğunluk pay sahibi ortak ile azınlık ortaklar arasında ortaya çıkmaktadır. Çoğunluk paylara sahip ortak, yönetimi elinde bulundurmanın da verdiği güçle (private benefits of control) azınlık ortakların aleyhine sonuçlanacak işlemlere yönelebilmektedir. Örneğin bağlı ortaklık, kontrolü altında bulunduğu ana ortaklık tarafından mesnetsiz kredi borcu altına sokulabilmekte ya da sahip olduğu teknolojiyi ederinin çok altında bir bedelle ana ortaklığın işlerine tahsis etmeye zorlanabilmektedirler. Tüm bu ve benzeri işlemler azınlık ortaklar tarafından çoğunluk pay sahibi ortağa yapılan kaynak aktarımı niteliğini taşımakta ve kaynakların etkin olarak dağıtılmasını engellemektedir. Tüm bu olumsuzluklar ve olumsuzlukların kaynak dağılımına olan etkisi nedeniyle bu sistemde azınlık ortakların korunmasına yönelik önlemlerin alınması, öncelikli konular arasında yer almaktadır. Bu görüş çeşitli ülkelerin sermaye piyasalarında yapılan ampirik çalışmalar ile de desteklenmektedir. Örneğin Almanya ile ABD ve İngiltere’nin örnek ülkeler olarak ele alındığı bir ampirik çalışmada, Almanya’daki gibi sermaye yapılanmasının (büyük pay sahiplerinin hakimiyetlerinin olduğu, buna karşılık küçük pay sahibi ortakların sayısının az olduğu sermaye yapılanmasının) söz konusu olduğu ülkelerde azınlık pay sahibi ortakların şirketlerin yeniden yapılandırılması gibi önemli

⁴⁴ Almanya’da özellikle bankaların diğer ortaklıkların sermayesinde sahip oldukları paylar dikkat çekicidir.

kararlarda büyük kayıplara uğramalarına karşılık, ABD ve İngiltere'deki gibi sermaye yapılanmasının (pay sahipliğinin dağılık olduğu sermaye yapılanması) olduğu ülkelerde tam aksine büyük kazançlar elde ettikleri ortaya konulmuştur⁴⁵. Dolayısıyla bu ampirik çalışma da göstermektedir ki, bu sistemin geçerli olduğu ülkelerde azınlık ortakların haklarının korunması, kaynak tahsisinin etkinliğinin artırılması açısından çok büyük bir öneme sahiptir.

Bu sistemde kaynak dağılımının etkinliğinin arttırılmasında azınlık ortakların haklarının korunmasının öneminin ortaya konulmasının ardından, azınlık hisselerinin sahiplerinin rızası hilafına satın alınmasına ilişkin düzenlemelerin yapılmasının ekonomik açıdan ne kadar mantıklı olduğu sorusu ortaya çıkmaktadır. Bu sorun ele alınırken ilk olarak satın alma hakkının bu sistemde neden gerekli olduğu açıklanacak (I), ardından da satın alma hakkının azınlık ortakların haklarının korunmasıyla uyumlaştırılabilirliği (II) analiz edilecektir.

(I) "Hold-Out" sorununun çözümü için satın alma hakkına ilişkin düzenlemeler: Azınlık ortakların haklarının korunmasının önemi bir yana, azınlık ortakların paylarını büyük ortağa satma konusunda gönüllü olmaları, hem azınlık ortaklar hem de büyük pay sahibi ortak açısından avantajlar taşımaktadır. Çalışmanın 1.3.1. bölümünde de değinildiği üzere, azınlık ortakların varlığı ortaklığa çeşitli maliyetler yüklemektedir. Azınlık payların büyük pay sahibi ortağa satılmasıyla bu maliyetler ortadan kalkacak, bu da ortaklığın karlılığını arttıracaktır. Azınlık ortak da, sahip olduğu payların değeri karşılığında kendisine ödenen tutar yanında, kendisinin şirkette bulunmamasından dolayı oluşacak değer artışının karşılığını da almak kaydıyla, sahip olduğu payları satmaya istekli olacaktır. Böylece azınlık ortakların paylarını kendi istekleri ile büyük ortağa satmaları her iki taraf için de fayda yaratacaktır. Ancak genel çerçevede içinde mantıklı olan bu yaklaşım, tüm azınlık pay sahibi ortaklar için geçerli olamayabilmektedir. Bazı ortaklar şirkette pay sahibi kalmanın kendilerine daha fazla getiri sağlayacağını ve ileride büyük ortağın kendi payları için daha yüksek bedeller ödemeye razı olacağını düşünerek paylarını satmaya direnebilmektedirler. Böyle bir durumda literatürde "hold-out" olarak bilinen sorun ortaya çıkmakta ve bu sorun ancak zor kullanılarak çözülebilmektedir. Bu nedenle, aslında tüm ortaklar için faydası olan, ancak bazı ortakların stratejik davranışları nedeniyle gerçekleştirilemeyen bu hisse devri, azınlık ortakların paylarının rızası hilafına satın alınmasına ilişkin düzenlemeler ile hayata geçirilebilmektedir.

(II) İnsider sistemde azınlık ortakların korunması önemli olmakla birlikte, ilk bakışta azınlık ortakların aleyhine gibi görünen satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin yapılması, azınlık ortakların korunmasıyla bağdaşmaz nitelikte değildir.

⁴⁵ Konu hakkında yapılan ampirik çalışma için bkz: RUHLAND: age. s.178

Burada önemli olan satın alma hakkının kullanılması sonucu azınlık ortaklara payları karşılığında verilen tutarın makul ve haklı bir tutar olup olmadığıdır. Bu nedenle satın alma hakkına ilişkin düzenlemeler yapılırken azınlık ortakların korunmasıyla ilgili düzenlemelerin de mutlaka beraberinde yapılması gerekmektedir.

(III) Sonuç: Beraberinde azınlık ortakları koruyucu düzenlemelerin de mutlaka yapılması koşuluyla, satın alma hakkına ilişkin düzenlemeler ekonomide kaynakların etkin olarak dağılmasını mümkün kılacaktır.

3.1.2. Türk Şirketlerinin Ortaklık Yapıları Açısından Satın Alma Hakkının Kullanılabilirliği

Türk şirketlerinin sermaye yapıları, Türkiye’de satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin yapılmasına gerek olup olmadığını ya da diğer bir ifadeyle Türk şirketlerinin ortaklık yapılarının bu hakkın kullanımına uygun olup olmadığını ortaya koyacaktır. Burada, Türk şirketlerinin sermaye yapıları üzerinde yapılan araştırmalar ve çeşitli istatistikler büyük bir öneme sahip olacaktır.

Türk şirketlerinin ortaklık yapıları üzerindeki araştırmalardan biri Burçin YURTOĞLU tarafından yapılmıştır⁴⁶. Söz konusu araştırma, İMKB’de işlem gören 305 halka açık şirketin 2001 yılı ortaklık yapılarına dayanılarak yapılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre incelenen şirketlerin çok büyük bir çoğunluğu (yaklaşık %80’i) doğrudan veya dolaylı olarak ailelerin kontrolü altındadır. Yapılan bir dizi ampirik çalışma da göstermektedir ki, kontrolü elinde bulunduran gruplar azınlık ortakların menfaatleriyle bağdaşmayan ama kendilerine çıkarlar sağlayan yönetimler sergilemektedirler.

Türk şirketlerinin ortaklık yapıları üzerindeki diğer bir araştırma, 2003 yılında İstemi DEMİRAĞ tarafından, İMKB’de işlem gören en büyük 100 şirketin 1999 yılındaki ortaklık yapıları üzerinde yapılmıştır⁴⁷. Araştırma sonucunda, Burçin YURTOĞLU’nun araştırma sonucuna paralellik arz etmekte, Türk şirketlerinde hakim ortağın çoğunlukla aile şirketleri ve/veya büyük holding şirketleri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Türk şirketlerinin ortaklık yapıları üzerinde yapılan iki araştırma da göstermektedir ki, Türkiye “Insider-System”e dahil bir ülkedir. Bu çerçevede, yukarıdaki bölümde detaylarıyla ele alındığı üzere, azınlık payları satın alma hakkına ilişkin düzenlemeler yapılırken azınlık ortakları koruyucu düzenlemelerin de mutlaka titizlikle

⁴⁶ YURTOĞLU, Burçin. “Corporate Governance and Implications For Minority Shareholders in Turkey”, Aralık 2003, Discussion Paper 2003/7, <http://www.tek.org.tr>

⁴⁷ DEMİRAĞ, İstemi S. / SERTER, Mehmet: “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, Corporate Governance, 2003: An International Review, Vo.11, s.40-51

ele alınması gerekmektedir. Bu konudaki önerilere çalışmanın genel değerlendirme, öneriler ve sonuç bölümünde yer verilecektir.

3.2. Satın Alma Hakkının Sonuçları

(i) Satın alma hakkının kullanılmasının ardından hedef şirkette ortaya çıkan/çıkacak yeni ortaklık yapısında karar alma ve alınan kararları uygulama süresi kısalmaktadır.

(ii) Satın alma hakkının kullanılmasının ardından hedef şirkette ortaya çıkan/çıkacak yeni ortaklık yapısında, şirketler açısından, genel kurul toplantıları, faaliyet raporları vb. maliyetlerde azalma olacaktır.

(iii) Satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin varlığı, şirket ele geçirmelerinin (takeover) artmasını sağlayacaktır.

(iv) Birçok ülke düzenlemesinde anonim şirketlerde kurucu ortak sayısının beş olması gerekirken, satın alma hakkının uygulandığı ülkelerde tek kişilik anonim şirket kurma olanağı tanınmıştır⁴⁸.

(v) Anonim şirketlerde bir kurum olarak yer alan ve yasalarla özel olarak korunan azınlık pay sahipliği ve buna ilişkin haklar kısmen de olsa ortadan kalkacaktır⁴⁹.

(vi) Satın alma hakkına ilişkin düzenlemeler ile, kanunda belirtilen oranlarda hisse senedi iktisap edilmesi veya yönetim kontrolünün ele geçirilmesi halinde hedef ortaklığın kalan ortakları için zorunlu çağrı yapmak zorunda kalan ve bu yolla belli bir yükümlülük altına sokulan ve belli büyüklükte bir finansal yatırım yapmaya zorlanan büyük ortak için bir nevi denkleştirme yapılmış olacaktır.

(vii) Satın alma hakkı 3.1.1. bölümde de belirtildiği üzere “hold-out” sorunun çözümü olarak kullanılabilir.

⁴⁸ Ülkemizde de TTKn’da yapılması planlanan değişiklik ile tek kişilik anonim ortaklık kurulmasına imkan sağlanması planlanmaktadır. Bkz. TTKn tasarısı md.338.

⁴⁹ PULAŞLI: agm. s. 650

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: SATIN ALMA HAKKININ MÜLKİYET HAKLARINA VE ANAYASAYA AYKIRILIĞI SORUNU

Bilindiği üzere yasa koyucu, anayasaya aykırı olmamak koşulu ile yasa konusunu serbestçe saptayabilmektedir. Anayasada açıkça öngörülmemiş bir konunun yasa koyucu tarafından düzenlenmesi, yasama organının takdiri ile ilgili bir husustur. Ancak yasama organının takdir yetkisi sınırsız değildir. Yasama işlemlerinin anayasanın temel ilkelerine uygun olması gerekmektedir⁵⁰. Kişilerin mülkiyet hakkı, sınırları anayasa ile belirlenmiş temel haklar arasındadır ve bu hak anayasa ile güvence altına alınmıştır. Ancak yabancı ülke düzenlemeleri incelendiğinde de görüldüğü üzere satın alma hakkı, belli koşulların varlığı halinde büyük pay sahibi ortağın azınlık paylarını sahiplerinin rızaları hilafına satın almasını düzenlemektedir. Hedef ortaklıkta kanunda belirtilen oranlarda sermaye payına ve/veya oy hakkına sahip olunması halinde, azınlık pay sahiplerinin paylarını önerilen bedel üzerinden hakim ortağa satmaları kanundan kaynaklanan bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede azınlık ortakların, rızaları olmasa dahi paylarını büyük pay sahibi ortağa satmaya kanuni düzenlemeler yoluyla mecburi tutulmaları, satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin mülkiyet haklarına ve dolayısıyla anayasaya aykırı olup olmadığı sorusunu akla getirmektedir⁵¹. Bu noktada, azınlık ortaklara hisseleri için ödenen tutarın haklı ve makul bir tutar olması ve azınlık pay sahiplerinin aksini düşünmeleri halinde kendilerine hisseleri karşılığında ödenen tutarın haklı ve makul olup olmadığının incelenmesini talep etme haklarının olması büyük bir önem taşımaktadır. Ancak yine de squeeze-out'a yönelik düzenleme yapan ülkelerin neredeyse hepsinde bu düzenleme mülkiyet haklarına bir saldırı olarak görülmüştür.

Bu tarz görüşlere rağmen yabancı ülkelerde satın alma hakkına ilişkin yasal düzenlemeler mevcudiyetini korumuş ve uygulama alanı bulmuştur. Satın alma hakkının mülkiyet hakkına ve dolayısıyla anayasaya aykırılığı sorununun aşılmasında, anayasa ile güvence altına alınan hakların da bir sınırı bulunduğu ve bu sınırın da çoğu zaman kamu yararı ile bağlantılı olduğu görüşünden hareket edilmiştir. Yani kamu yararının söz konusu olduğu hallerde kişilik haklarının sınırlandırılması söz konusu olabilmektedir. Yurtdışı uygulamalarına bakıldığında da AB üyesi ülkelerin pek çoğunda mahkemelerin,

⁵⁰ GÖZÜBÜYÜK, Şerif "Hukuka Giriş ve Hukukun Temel Kavramları" Turhan Kitabevi 1996, s.41

⁵¹ Satın alma hakkının uygulandığı yabancı ülkelerde söz konusu düzenlemeye yönelik olarak yapılan eleştirilerin başında, azınlık pay sahiplerine hisseleri karşılığında bir bedel ödense dahi sahip oldukları hisseleri satmaya zorlanmalarının azınlık ortakların mülkiyet hakkının bir ihlali olduğu gelmektedir.

squeeze-out düzenlenmesinin kamu yararına olduğu sonucuna ulaştıkları gör÷lmektedir⁵²
⁵³. Bu çerçevede AB üyesi ÷lkelerde, azınlık pay sahibi ortağa hisseleri karşılığında makul ve haklı bir bedelin verilmesi ve bu işlemin kontrolünü yapacak mekanizmaların bulunması halinde, satın alma hakkının kullanılmasında kamu yararının da söz konusu olduğu ve bu nedenle satın alma hakkının kullanılmasıyla azınlık ortakların mülkiyet haklarının ihlal edilmediğı ve anayasaya aykırılığın olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

⁵² Bu kararların bazıları şunlardır: Alman Anayasa Mahkemesinin 07.08.1962 sayılı Kararı, Feldmühle; Fransız Anayasa Mahkemesinin 29.04.1997 sayılı Kararı, Alman Anayasa Mahkemesinin 27.04.1999 sayılı Kararı, DAT/Altana; Alman Anayasa Mahkemesinin 23.08.2000 sayılı Kararı, Moto Meter.

⁵³ ULUSOY, Sibel: “13’th Directive About Takeovers: Break Through Rule, Squeeze-out, Sell-out Rights and Its Implications to Turkey”, Erasmus Universiteit Final Paper, Rotterdam 2005, s.35

BEŞİNCİ BÖLÜM: SATIN ALMA HAKKININ TÜRK HUKUKUNDA UYGULANABİLİRLİĞİNİN İRDELENMESİ

5.1. Türk Ticaret Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Açısından İrdeleme

5.1.1. Türk Ticaret Kanunu'nda Yer Alan İlgili Düzenlemeler

Yürürlükte bulunan TTKn'da hakim ortağın azınlık paylarını satın almasına ilişkin hükümler bulunmamakla birlikte, TTKn'da yapılacak değişiklik ile bu durumun değiştirilmesi planlanmaktadır.

5.1.2. Türk Ticaret Kanunu Tasarısında Yer Alan İlgili Düzenlemeler

TTK tasarısının “satın alma hakkı” başlığını taşıyan 208'inci maddesinde, “*Bir şirket doğrudan veya dolaylı olarak diğer bir şirketin paylarının ve oy haklarının en az %95'ine sahipse, geri kalan pay sahipleri karşı oyları ve açtığı davalarla bir kararın alınmasını veya yürütülmesini önüyor veya davranışlarıyla şirkete zarar veriyorlarsa, hakim ortak bu payları varsa borsa, yoksa gerçek bilanço değeri ile satın almak için mahkemeye başvurabilir.*” denilmektedir. Anılan Kanun maddesinin gerekçesinde ise, bu hükümle ulaşılmak istenen amacın, bir şirketin sermayesinin ve oy haklarının %95'inin uygun gördüğü bir kararın alınıp uygulanmasına çoğu kişisel çeşitli sebeplerle karşı çıkan ortakların, şirketi bunaltan ve engelleyen davranışlarına son verip şirket içi barışı sağlamak olduğu ifade edilmiştir. Kötüye kullanmalara ve özellikle pay bedelinin ödenmemesi tehlikesine engel olmak amacıyla karar mahkemeye bırakılmış, pay bedeli ise kanunen belirlenmiştir.

Madde metninin lafzından da anlaşılacağı üzere, satın alma hakkının kullanımı, %5 paya sahip ortakların sahip oldukları oylar ve açtıkları davalarla bir kararın alınmasını veya yürütülmesini önleme veya davranışlarıyla şirkete zarar verme gibi bazı koşulların varlığına bağlanmıştır⁵⁴. Ayrıca hakim ortağın şirket sermayesinin ve oy

⁵⁴ TTKn tasarısının söz konusu maddesi hakkında SPK tarafından verilen görüşte, 208'inci maddenin, karşılaştırmalı hukukta “squeeze-out” olarak yer alan satın alma hakkı ile “haklı sebeplerle ortaklıktan çıkarma” kavramının birlikte düzenlendiği, şirketi ızzar eden pay sahibinin şirketten çıkarılmasının Alman doktrininde ve yargı kararlarında kabul edildiği ve bunun sermaye azaltımı suretiyle gerçekleştirileceği; ancak bu yönde yasal bir düzenlemenin ne Almanya'da ne de diğer ülkelerde olduğu, maddenin bu şekilde muhafaza edilmesi halinde halka açık şirketlerde azınlık haklarının sermayenin %5'ine sahip ortaklar tarafından kullanıldığından, azınlık haklarını kullanmak isteyen pay sahiplerinin şirketi ızzar ettikleri gerekçesiyle ortaklıktan çıkarılma tehlikesi ile karşı karşıya kalınacağı, bunun ise pay sahipliği haklarının kullanılmasına engel oluşturacak nitelikte olduğu, bu çerçevede söz konusu müesseselerin birbirinden ayrılarak maddede esas itibarıyla satın alma hakkının pay sahibinin ortaklığı ızzar etmesi şartı aranmadan, AB Direktifi esas alınarak, yalnızca aleni pay alım teklifinin devamına ilişkin bir süreç olarak düzenlenmesi gerektiği ifade edilmiştir.

haklarının %95'ine hangi yollarla ulaşması halinde satın alma hakkını kullanabileceği düzenlenmemiştir.

208'inci maddenin kanun tasarısındaki yerine bakıldığında satın alma hakkının, TTKn tasarısının ticaret şirketlerine ilişkin ikinci kitabının, genel hükümler başlığını taşıyan birinci bölümünde düzenleme alanı bulduğu görülmektedir. Bu çerçevede, satın alma hakkının sadece anonim şirketler için değil, tüm ticaret şirketleri için uygulanmasının planlandığı sonucu ortaya çıkmaktadır.

5.2. Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı Açısından İrdeleme

5.2.1. Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yer Alan İlgili Düzenlemeler

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanun'un (SPKn)⁵⁵ "*Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar*" başlığını taşıyan 16/A maddesi uyarınca, 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, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenleme yapma hakkına sahiptir.

Yine SPKn'un "*Görev ve Yetkiler*" başlığını taşıyan 22'nci maddesinin (i) bendinde, 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 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 konusunda Sermaye Piyasası Kurulu'na yetki verdiği görülmektedir.

SPKn'a 4487 sayılı Kanun⁵⁶ ile eklenen söz konusu maddenin gerekçesinde ise; SPKn'un 22'nci maddesinin (i) bendinde yapılan değişiklik ile, halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kontrolünün, vekalet toplama ya da pay iktisabı suretiyle el değiştirmesi halinde kontrolü ele geçiren grubun azınlıktaki ortakların paylarını satın

⁵⁵ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 30.07.1981 tarih ve 17416 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

⁵⁶ Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılması ile Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret, Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine Dair 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun, 18.12.1999 tarih ve 23910 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

alma yükümlülüğüne ve azınlıktaki ortakların da sahip oldukları payları, kontrolü ele geçiren gruba satma hakkına ilişkin düzenleme yapma konusunda SPK'na yetki tanındığı belirtilmektedir. Bunun yanında gerekçede değişikliğin, SPK'nun 16/A maddesinin birinci fıkrasında SPK'na yetki tanınan konularda yapılacak düzenlemelere, küçük yatırımcılar lehine etkinlik kazandırma ve ortaklık içi huzuru temin etme amacına yönelik olduğu, başta İngiltere'deki "City Code on Takeovers and Mergers" düzenlemesi olmak üzere, gelişmiş sermaye piyasasına sahip Avrupa ülkelerinin hukuklarında ve konuyla ilgili Avrupa Birliği direktif tasarısında yer alan kontrol değişikliği halinde azınlıktaki ortakların payları için zorunlu satın alma teklifi yapılmasına ve hakimiyet oranı belli bir oranın üstüne çıktığında da, azınlığın, paylarının satın alınmasını hakim gruptan talep etme hakkına ilişkin hükümlerin, azınlık ortaklarına objektif koşullarla ortaklıktan ayrılma hakkı tanındığı belirtilmektedir. Modern sermaye piyasası hukukunun temel taşlarından olan bu düzenlemelerin, Gümrük Birliği sonrasında halka açık anonim ortaklıklardaki kontrol değişikliklerinde artış olması beklenen ülkemizde de tasarıyla tanınan yetki çerçevesinde SPK'nca yapılabilecek ve azınlıktaki ortakları koruyucu hükümler öngörülebileceği belirtilmektedir.

SPK'nun 22/i maddesi incelendiğinde Kurula, çoğunluk pay sahibi ortağa/ortaklara, azınlıktaki payları sahiplerinin iradesine bakmaksızın satın alma hakkının tanınmasına ilişkin düzenleme yapma yetkisinin açıkça verilmediği görülmektedir. Kanun gerekçesinde de söz konusu düzenlemenin amacının, kontrol değişikliği olması halinde, azınlık ortaklarına objektif koşullarla ortaklıktan ayrılma hakkının tanınması olduğu ifade edilmiş, azınlık pay sahiplerinin hisselerinin satın alınmasına ilişkin herhangi bir ifadeye yer verilmemiştir.

5.2.2. Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağında Yer Alan İlgili Düzenlemeler

Son yıllarda AB sermaye piyasası hukukunda yaşanan hızlı ve radikal değişimlerin Türk sermaye piyasasında da kanun düzeyinde bir uyumlaştırma çalışmasını gerekli kılması ve SPK'da en son değişikliğin yapıldığı 1999 yılından bu yana geçen altı yıllık dönemin sermaye piyasasında bir çok ihtiyacı gündeme getirmesi nedeniyle, hem SPK'nun AB hukukuna uyumunu sağlamak hem de değişen ihtiyaçlara cevap verecek çözümler üretmek amacıyla bir Sermaye Piyasası Kanunu Taslağı Tasarısı hazırlanmıştır. Satın alma hakkının AB üyesi ülkelerde uygulama bulduğu ve konuyu içeren bir AB Direktifinin yayımladığı da dikkate alınarak, ülkemizde de bu konuya ilişkin bir düzenleme yapılması ihtiyacı ortaya çıkmış ve SPK'da bu yönde bir değişiklik yapılmasını teminen, kanun tasarısına konunun düzenlenmesini Kurul'un yetkisine bırakan bir madde eklenmiştir. Söz konusu taslağın "*Çağrıda Bulunma*

Yükümlülüğü, Satın Alma ve Satma Hakkı” başlığını taşıyan 24’üncü maddesinin 3’üncü bendi, “Bir gerçek ve/veya tüzel kişinin veya bunlarla birlikte hareket edenlerin çağrı yoluyla pay toplanması suretiyle ortaklık sermayesinin veya oy haklarının Kurulca belirlenen orana veya daha fazlasına sahip olması durumunda, çağrı sonuçlarının kamuya açıklandığı tarihten itibaren Kurulca belirlenen süre içinde, ortaklığın sermayesinin veya oy haklarının Kurulca belirlenen orana veya daha fazlasına sahip olan gerçek ve/veya tüzel kişi ve/veya bunlarla birlikte hareket edenler, azınlıkta kalan ortakların paylarını çağrı fiyatı üzerinden satın almak amacıyla ortaklığa başvurarak, azınlıkta kalan payların ifasını ve bunlar karşılığı çıkarılacak payların kendisine verilmesini talep edebilirler. Azınlıkta kalan payların ifasına ilişkin esaslar Kurulca belirlenir.”şeklindedir⁵⁷.

Kısacası, Kurul’un azınlık paylarının satın alma hakkına yönelik düzenleme yapabilmesi için Kanunla yetkili kılınmış olması gerekmekte ve SPKn’da yapılması düşünülen değişiklik önerisi ile Kurul’un bu konuda açıkça yetkilendirilmesi hedeflenmektedir. SPKn tasarısı taslağında yer alan maddeye ilişkin görüşler, çalışmanın genel değerlendirme, öneriler ve sonuç kısmında ele alınacaktır.

5.3. Kanun Tasarılarında Yapılması Planlanan Değişikliklerin T.C. Anayasasına ve Mülkiyet Haklarına Aykırılığı Sorunu

Gerek Türk Ticaret Kanunu açısından, gerekse Sermaye Piyasası Kanunu açısından üzerinde durulması gereken temel bir konu satın alma hakkına yönelik olarak yapılacak düzenlemelerin T.C. Anayasasına ve temel insan haklarına uygunluğunun ortaya konulmasıdır. Dördüncü bölümde de belirtildiği üzere, yasaların ve yapılacak diğer düzenlemelerin anayasanın temel ilkelerine uygun olması gerekmektedir⁵⁸. Türkiye Cumhuriyeti Anayasası’nın “*Kişinin Hakları ve Ödevleri*”nin yer aldığı ikinci bölümünün “*Mülkiyet Hakkı*” başlığını taşıyan 35’inci maddesinin “*Herkes mülkiyet ve miras hakkına sahiptir. Bu haklar ancak kamu yararı amacıyla, kanunla sınırlanabilir. Mülkiyet hakkının kullanılması toplum yararına aykırı olamaz.*” hükmü uyarınca, kişilerin mülkiyet hakkı anayasal güvence altına alınmıştır. Bu çerçevede, azınlık paylarının rızaları hilafına büyük ortağa satılmasına yönelik olarak yapılacak bir kanun değişikliği, anayasaya aykırılık teşkil edebileceği gibi bu yönde yapılacak bir düzenlemede kamu yararının bulunup bulunmadığı sorununu da kamuoyunun gündemine de taşıyacaktır.

⁵⁷ Tasarıda yer alan, azınlıkta kalan payların “itfa”sı düzenlemesi ile, İsviçre hukukunda satın alma hakkına ilişkin kanuni düzenlemelerin örnek alındığı görülmektedir. İsviçre hukukunda satın alma hakkına ilişkin olarak yapılan düzenlemeler için bkz. Ek/1

⁵⁸ GÖZÜBÜYÜK: age. s.41

Avrupa Birliği üyesi ÷lkelerde konunun çözümlüne bakıldığında, ÷lkelerin anayasa mahkemelerinin söz konusu kanunların/düzenlemelerin kamu yararına olduğu sonucuna vardıkları gör÷lmektedir. Ülkemizde de azınlık paylarının ortakların rızası hilafına satın alınması hakkının düzenlenmesinin kamu yararına olacağı sonucuna varılması halinde, TTKn ve SPKn'da yapılması planlanan değişikliğin anayasaya aykırılığı söz konusu olmayacak ve bu konuyu düzenleyen bir kanun maddesi yürürlüğe konabilecektir.

GENEL DEĞERLENDİRME, ÖNERİLER VE SONUÇ

1. Genel Değerlendirme, Öneriler ve Sonuç

Bir şirkette belli bir pay sahipliği oranına ulaşılması ile ortaklıkta etkinliği kalmayan azınlık ortaklara ait payların makul ve haklı bir bedel karşılığında satın alınması ve bu yolla gerek azınlığın yarattığı ek yükümlülük ve maliyetlerin azaltılmasını, gerekse de çoğunluk ortakların daha az engelleme ile karşılaşarak ortaklık işlerinin yürütülmesinin kolaylaştırılmasını temin etmek amacıyla satın alma hakkına ilişkin düzenlemelere gidilmektedir.

Büyük pay sahibi ortağın azınlık paylarını satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin her ülkenin yasalarında farklı şekillerde düzenlendiği görülmektedir. Ülkemizdeki mevcut hukuk sisteminde büyük ortağın azınlık paylarını satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin henüz yer bulunmamasına rağmen, önümüzdeki aylarda yapılması planlanan kanun değişiklikleri ile ABD ve AB üyesi ülkelerde uzun yıllardan beri uygulama alanı bulan ve son yıllarda AB hukukunda da yasal düzenlemelerin konusu oluşturan satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin yapılması planlanmaktadır. Bu çerçevede, azınlık paylarının büyük ortak tarafından satın alınması hakkının SPKn'da da düzenlenerek SPKr'nun bu konuda düzenleme yapması konusunda yetkilendirilmesinin; SPKr'nun satın alma hakkına yönelik düzenleme yapma konusunda kanun ile yetkilendirilmesinin ardından konunun esasların hazırlanacak bir Tebliğ ile düzenlenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Ancak satın alma hakkına ilişkin düzenleme yapılabilmesinin ön şartı, söz konusu hakkın düzenlenmesinde kamu yararının olduğu hükmüne varılmasıdır.

Satın alma hakkına ilişkin düzenleme yapılırken özellikle ele alınması gereken konulara ilişkin önerilerimize aşağıda yer verilmiştir:

1.1. Düzenlemenin kapsamı belirlenmelidir:

İlk olarak, satın alma hakkının hangi şirketlere yönelik olarak uygulanacağı belirlenmesi gerekmektedir. Yabancı ülke düzenlemelerine bakıldığında satın alma hakkının İngiltere, Belçika ve Hollanda'da sadece halka açık borsa şirketleri için değil, tüm şirketler için uygulanabilirliği söz konusu iken, Fransa ve İtalya'da sadece halka açık şirketlere uygulandığı görülmektedir. Yukarıdaki bölümlerde de belirtildiği üzere satın alma hakkı, ülkemizdeki mevcut düzenlemelerin hiçbirinde yer almamakla birlikte, kanunlaşması beklenen TTKn tasarısı ile SPKn tasarısı taslağının her ikisinde de düzenleme alanı bulmaktadır. TTKn tasarısının 208'inci maddesinin, çalışmanın 5.1.2. bölümde belirtilen şekliyle yasalaşması halinde satın alma hakkı, anonim şirket olsun olmasın ya da halka açık olsun olmasın tüm ticaret şirketleri için uygulanabilecektir.

Satın alma hakkı genel düzenlemeler içeren TTKn'dan bağımsız olarak (ya da TTKn tasarısında konuya ilişkin maddenin yasallaşmaması halinde) sadece SPKn açısından ele alındığında ise, satın alma hakkının hisse senetleri borsada işlem gören veya görmeyen tüm şirketler için uygulanmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Satın alma hakkının, özellikle hisse senetleri borsada işlem görmeyen ve halka açık şirket olmanın ağır maliyetlerine (periyodik raporlama, kamuyu aydınlatma vb), sermayesinin küçük bir kısmının çok sayıda azınlık ortağın elinde bulunması nedeniyle zorlukla katlanan halka açık şirketler açısından, Kurul kaydından çıkmada alternatif bir yöntem olarak kullanılabilirliği düşünülmektedir. Örneğin Kurul kaydında bulunan halka açık ancak hisse senetleri borsada işlem görmeyen Karadeniz Bakır İşletmeleri A.Ş.'nin ortaklık yapısı incelendiğinde, Şirket sermayesinin %99,996'sının tek bir tüzel kişinin elinde bulunduğu halde kalan %0,004'ünün kaç kişinin elinde bulunduğunun tespit edilememesi nedeniyle Kurulumuz kaydından çıkmak istediği halde Şirket'in Kurul kaydından çıkmaya ilişkin koşulları sağlamaması nedeniyle⁵⁹ halka açık şirket olmanın yükümlülüklerine katlanmaya devam ettiği görülmektedir. Satın alma hakkının kullanımı ile bu tarz sermaye yapısına sahip ortaklıklarda büyük ortak, dağınık halde bulunan sermayeyi tek elde toplayabilecek ve Kurul kaydından çıkmak için gereken koşulları taşır hale gelebilecektir.

Bu yöntem hisse senetleri borsada işlem gören halka açık şirketlerden halka açıklık oranı düşük olup da borsa kotundan veya Kurul kaydından çıkmak isteyen şirketlerin de başvurabilecekleri bir yöntem olacaktır.

1.2. Satın alma hakkının sermayenin ve/veya oy haklarının yüzde kaçlık kısmını temsil eden azınlık paylara yönelik olarak uygulanacağıının belirlenmesi gerekmektedir:

Yabancı ülke uygulamaları incelendiğinde, İngiltere ve Danimarka'da sermayenin %90'ına sahip olunması halinde kalan %10'luk pay sahibi ortaklar için satın alma hakkı kullanılırken, Hollanda'da sermayenin %5'i, Belçika'da ise oy haklarının %5'ini oluşturan azınlık paylara yönelik olarak satın alma hakkının uygulandığı görülmektedir. SPKn tasarısı taslağına bakıldığında ise, satın alma hakkını kullanacak

⁵⁹ Kurulumuzun Ser:IV, No:9 Tebliği'nin 5'inci maddesi uyarınca, hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortakların Kurul kaydından çıkmalarının iki yolu bulunmaktadır. Bunlardan ilki ortaklık yapısına, diğeri ise aktif toplamına ilişkin koşullardır. Başvuru tarihinden itibaren geçmiş iki yıl içerisinde ortak sayısının 200'ün altında olduğunu; pay sahipleri defteri, genel kurul katılanlar cetveli, kar dağıtımına ilişkin muhasebe kayıt ve belgeler, kuruluş ve sermaye artırımına ait kayıt ve belgeler ile benzeri belge ve işlemlere dayanarak, mahkeme kararı ile tespit ettiren ortaklıklar veya başvuru tarihinden itibaren Kurulca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış geçmiş iki yıllık mali tablolardan devamlı olarak aktif toplamının her yıl yeniden değerlendirilerek ilan edilen tutarların altında kaldığını yeminli mali müşavir raporu ile tespit ettiren ortaklıklar talep üzerine Kurul kaydından çıkarılabilmektedirler.

ortağın sahip olması gereken sermaye payının ve/veya oy hakkının ve dolayısıyla satın alma hakkının hangi oranı temsil eden azınlık paylarına yönelik olarak uygulanacağını yer almadığı ve konunun Kurul'un yapacağı düzenlemelere bırakıldığı görülmektedir. Azınlık haklarının; mevcut TTKn ve TTKn tasarısı uyarınca ortaklık sermayesinin onda birini (%10) temsil eden ortaklar tarafından, SPKn uyarınca halka açık şirketlerde ise ödenmiş sermayenin en az yirmide birini (%5) temsil eden pay sahipleri tarafından kullanıldığı dikkate alındığında, Kurulca yapılacak düzenlemelerde satın alma hakkının şirket sermayesinin ve/veya oy haklarının %95'inin ele geçirilmesi halinde kalan %5 oranındaki azınlık ortaklarına yönelik olarak uygulanmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Ancak, burada üzerinde önemle durulması gereken bir konu, hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıkların, gerek portföyden satış yöntemiyle gerekse sermaye artırımını yoluyla ilk defa halka açılmaları söz konusu olduğunda, ortaklık sermayesinin de (sermaye tutarına göre) en az %5'lik kısmının halka arz edilmesi gerektiğidir⁶⁰. Söz konusu düzenleme çerçevesinde, halka açılmak için ortaklık sermayesinin en az %5'inin halka arz edilmiş olması gerekirken, diğer taraftan satın alma hakkının kullanımı ile ortaklık sermayesinin en çok %5'lik kısmına sahip azınlık ortakların ortaklıktan çıkarılabileceğine ilişkin düzenleme yapmak, iki düzenlemenin birbiriyle çatışmasına neden olacaktır. Örneğin, en düşük halka açılma oranı ile hisse senetlerini halka arz eden bir ortaklığın, halka açılma sonrası sermayesini temsil eden payların %95'inin dört farklı gerçek ve/veya tüzel kişiye ait olduğunu, kalan %5'lik kısmın ise çok sayıda ortağın elinde bulunduğunu düşünelim. Bu ortaklık, Seri:I, No:26 Tebliği'nden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirerek, sermaye tutarına göre, sermayesinin %5'lik kısmını halka arz etmiştir. Ancak satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin de mevcudiyeti halinde bu ortaklık yapısında büyük pay sahibi ortak halka açılmanın ertesinde, halka arz edilen %5'lik paya sahip azınlık ortaklara karşı satın alma hakkını kullanabilecek ve yeni halka açılan ortaklığın hisselerini toplayabileceklerdir. Bu nedenle; SPKn tasarısı taslağında halka açık anonim ortaklıklarda azınlık ortakların sermayenin %5'ini temsil eden pay sahiplerini ifade ettiğine yönelik hükümlerinde herhangi bir değişikliğe gidilmediği ve bu çerçevede halka açık anonim ortaklıklarda azınlık ortakların ortaklık sermayesinin %5'ini temsil eden ortaklar olması gerektiği dikkate alındığında, yukarıda ifade edilen tarzda bir çelişkiyi önlemek amacıyla Kurulumuzun Seri:I, No:26 Tebliği'nde, ilk defa halka açılacak ortaklıkların sermaye tutarlarına göre sermayelerinin en az %10'luk kısmını halka arz etmeleri gerektiği yönünde bir değişikliğe gidilmesi gerektiği düşünülmektedir.

⁶⁰ Kurulumuzun Seri:I, No:26 Tebliği madde 5 ve madde 6.

Bununla birlikte SPKn tasarısı taslağında satın alma hakkı, çalışmanın 5.2.2. bölümde yer alan madde metninin incelenmesinden de anlaşılacağı üzere çağrı işleminin bir uzantısı olarak ele alınmaktadır. SPKn tasarısı taslağının 24'üncü maddesinde yer alan satın alma hakkının mevcut haliyle yasalaşması halinde, yukarıda belirtilen tarzda bir çatışmadan bahsedilmeyecek olması nedeniyle, Seri:I, No:26 Tebliğinde de bu anlamda bir değişiklik yapılmasına gerek olmayacağı düşünülmektedir.

1.3. İkinci maddede ifade edilen unsurla bağlantılı olarak; satın alma hakkının birleşme, pay alım teklifi, çağrı vb. bazı işlemlerin ardından oluşan ortaklık yapısının sonucu olarak mı, yoksa anılan işlemlerden bağımsız olarak mı uygulanacağını belirlenmesi gerekmektedir:

Yukarıda da belirtildiği üzere bazı ülkelerde şirket sermayesinin %90 veya %95'ine sahip olunması halinde, büyük ortağın bu %90 veya %95'lik orana nasıl ulaşıldığının önemi olmaksızın, kalan paylar için satın alma hakkı kullanılabilir (Danimarka, Almanya vb.). Buna karşılık İngiltere, Fransa ve İtalya'da satın alma hakkının kullanılabilmesi, daha öncesinde pay alım teklifinde bulunulmasına ve bu teklifin kanunlarda belirtilen oranında kabul edilmiş olması şartına bağlanmıştır.

SPKn tasarısı taslağının satın alma hakkına ilişkin 24'üncü maddesi incelendiğinde, satın alma hakkının çağrı yoluyla hisse senedi toplanması sonucunda oluşan ortaklık yapısına göre kullanılmasının planlandığı görülmektedir. SPKn tasarısı taslağında yer alan söz konusu hükme karşılık, satın alma hakkına ilişkin düzenlemelerin TTKn'da da düzenlenerek tüm şirketlerin bu haktan yararlanmasının düşünüldüğü dikkate alındığında, satın alma hakkının sadece çağrı yoluyla hisse senedi toplanması işleminin sonucunda şirket sermayesinin ve/veya oy haklarının %95'ine ulaşılmasının ardından değil; sermayenin ve/veya oy haklarının %95'ine nasıl ulaşıldığının önemi olmaksızın; yani genel bir çerçeve içinde düzenlenmesinin daha uygun olacağı düşünülmektedir. Ayrıca TTKn tasarısında hangi işlemler sonucunda sermayenin ve oy haklarının %95'ine ulaşılmasının ardından bu hakkın kullanılabileceği düzenlenmemiş, onun yerine satın alma hakkının kullanımı 5.1.2. bölümde de belirtildiği üzere bazı şartların varlığına bağlanmıştır. TTKn tasarısında yer alan hükmün mevcut haliyle kanunlaşması halinde, satın alma hakkının sadece halka açık şirketler için geçerli olan bir çağrı işlemi ile bağlantılı ve sınırlı olarak ele alınmasının halka açık şirketler açısından daraltıcı bir uygulama getirmesi nedeniyle yeterli olmayacağı düşünülmektedir.

Bunun yanında, çalışmanın 2.1.2. bölümünde de belirtildiği üzere Avrupa Komisyonu, AB Birliği hukukuna 2004/25/EC sayılı Direktif ile 21.04.2004 tarihinde giren ve kullanımı, öncesinde bir pay alım teklifinde bulunulmasına bağlanan satın alma

hakkına ilişkin bazı tavsiyelerde bulunmuş ve satın alma hakkının çağrı işleminden bağımsız olarak ele alınmasına yönelik yeni düzenlemelere gidilmesi gerektiğinin ilk işaretlerini vermiştir. Bu kapsamda, AB hukukunda mevcut durum itibariyle çağrı işleminin bir uzantısı olarak ele alınan satın alma hakkına yönelik önümüzdeki dönemlerde bir değişikliğe gidileceği ve bu değişiklik kapsamında satın alma hakkının çağrı işleminden bağımsız olarak ele alınabileceği yönündeki eğilimler dikkate alındığında, ülkemizde de satın alma hakkının son gelişmeler ışığında çağrı işleminden ayrı olarak ele alınmasının daha uygun olacağı düşünülmektedir.

Söz konusu hususların yanında, satın alma hakkının çağrıdan bağımsız olarak daha geniş bir çerçevede düzenlenmesi ile birlikte, bu hakka ilişkin düzenlemenin yürürlüğe girmesinden önce herhangi bir şekilde bir ortaklığın sermayenin ve/veya oy haklarının %95 veya daha fazlasına sahip olunması halinde de, satın alma hakkının kullanılması mümkün olabilecektir. Söz konusu husus dikkate alındığında, bu bölümün 1.1. maddesinde de belirtildiği üzere özellikle hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık şirketler satın alma hakkını Kurul kaydından çıkmada alternatif bir yöntem olarak kullanabileceklerdir. Bu çerçevede hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin 31.12.2004 yılı itibariyle ortaklık yapıları üzerinde bir inceleme yapılmış ve incelemede ele alınan 134 adet borsa dışı şirketin 4 adedinde şirket sermayesinin %95 veya daha fazlasının tek kişinin elinde olduğu, 6 adedinde şirket sermayesinin %95 veya daha fazlasının iki kişinin elinde olduğu, 2 adedinde şirket sermayesinin %95 veya daha fazlasının 3 kişinin elinde olduğu tespit edilmiştir.

1.4. Satın alma hakkının kullanımı için öngörülen sermaye payına ve/veya oy hakkına ulaşılmasının ardından satın alınacak paylar karşılığında azınlık ortaklara verilecek tutarın belirlenmesi gerekmektedir:

Satın alma hakkının kullanılması, ortaklıktan çıkarılan azınlık ortaklarına hisseleri için haklı ve makul bir bedelin ödenmesi karşılığında söz konusu olmaktadır. Bu noktada, satın alma hakkın kötüye kullanılmasının ve azınlık ortakların mağdur edilmesinin önlenmesi bakımından, azınlık ortaklarına hisseleri karşılığında ödenecek tutar hayati bir önem taşımaktadır. SPK'nın tasarısı taslağında satın alma hakkının kullanılması çağrı yoluyla hisse senedi toplanması işlemine bağlandığı için, azınlık ortaklarına ödenecek tutar da çağrı fiyatı olarak düşünülmüştür. Satın alma hakkının çağrı yoluyla hisse senedi toplanması sonucunda kullanıldığı durumlarda azınlık ortaklara ait payların çağrı fiyatı üzerinden satın alınması hem maliyet hem de zaman tasarrufu sağlayacak, çağrı fiyatı varken azınlık ortakların kalan payları için yeniden bir fiyat belirlenmesi işlemleriyle uğraşılmayacaktır. Ancak hedef ortaklığın sermayesinin ve/veya oy haklarının %95 veya daha fazlasına çağrı dışında herhangi bir başka yöntem

ile ulaşılmışsa, azınlık ortaklara ödenecek tutarın belirlenmesi amacıyla şirket hisselerinin değer tespitinin yapılması gereği ortaya çıkacaktır. Söz konusu değer tespitinin değerleme şirketleri tarafından yapılabileceği düşünölmektedir⁶¹. Değerleme raporunda tespit edilen tutardan düşük olmamak üzere belirlenecek tutar azınlık ortaklara hisseleri karşılığında ödenebilecektir. Değerleme raporunun yanında, Almanya'daki gibi, hisse senetlerinin borsa işlem fiyatının da azınlıklara ödenecek tutarın tespit edilmesinde belirleyici olmasa da bir alt sınır olarak kullanılabilirdi düşünölmektedir.

1.5. Ortaklıktan ıkarılacak azınlık ortaklarının haklarını koruyucu önlemlerin alınması gerekmektedir:

İncelenen tüm ölke düzenlemelerinde ortaklıktan ihraç edilecek/edilen azınlık ortakların haklarının korunmasıyla ilgili düzenlemeler bulunduğu görölmektedir. Türkiye'de de bu hakkın kötüye kullanılması önlemek bakımından azınlık ortakların haklarını koruyacak mekanizmaların tesis edilmesi gerekmektedir. Bu çerçeve; azınlık ortaklara hisseleri karşılığında ödenecek tutarın gerçekten zamanında ve tam olarak ödenmesini garanti altına almak amacıyla Almanya örneğinde olduğu gibi satın alma hakkını kullanacak olan büyük ortağın azınlık paylar için ödemesi gereken meblağı satın alma hakkının kullanımı için yapılacak başvuru sırasında bankaya yatırması veya bu tutar kadar bir banka garantisi getirmesi düzenlenebilir. Ayrıca azınlık ortakların, hisseleri karşılığında kendilerine verilen tutarın haklı ve makul olup olmadığının incelenmesini talep etme hakları da düzenlenmelidir.

1.6. Satın alma hakkının satma hakkı ile birlikte düzenlenmesinin gerekliliği:

Çalışmanın 1.4.2. bölümünde de belirtildiği üzere satma hakkı, pay alım teklifi, çağrı vb. işlemler sonucunda, hedef şirketin belli oranlarda sermayesine ve/veya oy haklarına sahip olunması halinde azınlık pay sahibinin, kendi paylarının çoğunluk pay sahibi tarafından satın alınmasını talep etme hakkıdır. Satma hakkı ve satın alma hakkının her ikisinin de kullanılması, hedef şirkette kontrolün tamamen elde tutulmasına yöneliktir ve hedef şirkette azınlık-çoğunluk ilişkisine dayanmaktadır. Ancak satın alma hakkında amaç belli bir pay sahipliği oranına ulaşılması ile ortaklıkta etkinliği kalmayan

⁶¹ Kurulumuzun 17.07.2003 tarih ve 37 sayılı toplantısında, bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin bağımsız ve tarafsız olarak takdirini düzenleyen Seri:VIII, No:35 Tebliği hükümleri saklı kalmak üzere, *gayrimenkuller dışındaki varlıklara* ilişkin değerleme hizmeti verebilecek kuruluşlar ve bu kuruluşların nitelikleri karara bağlanmış ve bu karar gereğince konuya ilişkin duyuru metni 2003/34 sayılı Kurulumuz Haftalık Bülteni'nde ilan edilmiştir. Anılan Kurul Kararı'nda özetle, Seri:VIII, No:35 Tebliği hükümleri saklı kalmak üzere, gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerleme hizmetinin, belirlenen niteliklere haiz olmak şartıyla Kararda belirtilen diğer kuruluşların yanı sıra halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgelerinin her ikisine birden sahip banka ve aracı kurumlar tarafından da yerine getirilebileceği düzenlenmiş bulunmaktadır.

azınlığın paylarının makul bir bedel karşılığında satın alınması sonucunda çoğunluğun daha az engelleme ve maliyet ile karşılaşarak ortaklık işlerini yürütmesi yani kısaca, işletmenin sevk ve idaresinin basitleştirilmesi olduğu halde, satma hakkında amaç yeni ortaklık ve yönetim yapısı karşısında azınlık ortaklarının haklarının korumasıdır. Yani satın alma hakkı hedef şirketin çıkarları düşünülerek geliştirilmiş bir uygulama iken, satma hakkında azınlık ortakların çıkarları düşünülmüştür. Bu çerçevede, satın alma hakkı ile hedef şirketteki çoğunluk pay sahibi ortağa şirket işlerinin daha kolay yürütülmesini sağlayıcı düzenlemelerin getirilmesine paralel olarak, satma hakkı ile de azınlık ortakların menfaatlerini koruyucu düzenlemelere gidilmesinin ve böylece hedef şirketteki azınlık-çoğunluk dengesinin sağlanmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

1.7. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğü:

Satın alma hakkının kullanılmasına ilişkin her aşamada tüm bilgilerin zamanında ve tam olarak kamuya açıklanmasının düzenlenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Bu çerçevede, Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin esaslarının belirlendiği Seri:VIII, No:39 Tebliğinde, satın alma hakkının kullanımına bağlı olarak yapılacak işlemleri içeren eklemelerin yapılması gerekecektir.

KAYNAKÇA

AYDIN, Alihan

1999, Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlığa Karşı korunması, Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaşgünü Armağanı

BURKART, Mike/PANUNZİ, Fausto

2003, Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper

DEMİRRAĞ, İstemi S./SERTER, Mehmet

2003, Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies, Corporate Governance, An International Review, Vol.11

FRANKS, Julian / MAYER, Colin

1995, Ownership and Control:Trends in Business Organisation: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness, Tübingen

GÖZÜBÜYÜK, Şerif

1996, Hukuka Giriş ve Hukukun Temel Kavramları” Turhan Kitabevi, Ankara

GROSSMAN, Snaford/HART, Oliver

1980, Discolure Law and Take over Bids

HELMİS, Swen / KEMPER, Oliver

2001, Squeeze-out in Deutschland-Ökonomische Analyse der Squeeze-out-Option im neuen Übernahmerecht, Institute for Mergers & Acquisitions, Arbeitsbericht Nr.01/01

KÖTZ, Hein

2002, Alte und neue Aufgaben der Rechtsvergleichung

MANAVGAT, Çağlar

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

MESTMACKER, Ernst-Joachim

1964, Das Verhältnis der Wirtschaftswissenschaft zur Rechtswissenschaft im Aktienrecht, Berlin

MOORE, Charles L.

1976, Going Private: Techniques and Problems of Eliminating the Public Shareholder, The Journal of Corporation Law, vol. 31

MOOSER, İur. Martin / EMCH, Daniel

2005, Austritt und Ausschluss von Minderheitsaktionären bei der Fusion”, Reprex

ÖZDOĞAN, Ayşegül

2002, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara

POROY (Tekinalp/Çamoğlu)

2003, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul

PULAŞLI, Hasan

2003, Alman Hukukunda Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Şirketten Çıkarma Hakkı, Ünal Tekinalp'e Armağan, Cilt 1, İstanbul

RUFFNER, Markus

2000, Die ekonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft-ein Beitrag zur Theorie der Corporate Governance, Zurich

RUHLAND, Philipp

2004, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären aus der Aktiengesellschaft (Squeeze-out), Hamburg

TUNÇAY, Merzuke

2003, Halka Açık Anonim Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesi (Going Private)", SPK Yeterlik Etüdü, Ankara

UCLA Law First Annual Institute on Corporate, Securities, And Related Aspects of Mergers And Acquisitions Seminar Notes, 2004, Los Angeles, California

ULUSOY, Sibel

2005, 13'th Directive About Takeovers: Break Through Rule, Squeeze-out, Sell-out Rights and Its Implications to Turkey, Erasmus Universiteit Final Paper, Rotterdam

WEISS, Mario

2003, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären: Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach US-amerikanischem und deutschem Recht", Dissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Rechtswissenschaft an der Universität Konstanz, Stuttgart

YURTOĞLU, Burçin

2003, Corporate Governance and Implications For Minority Shareholders in Turkey, Discussion Paper 2003/7

ZEYBEK, Yasemin

1996, Borçlanarak Gerçekleştirilen Şirket Satınalmaları, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara

T.C. Anayasası

Sermaye Piyasası Kanunu

Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı Taslağı

Türk Ticaret Kanunu

Türk Ticaret Kanunu Tasarısı

www.der-syndikus.de/briefings/gs/gs_019.htm.

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

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

www.spk.gov.tr

<http://www.tek.org.tr>