

**ANKARA ÜNİVERSİTESİ AVRUPA TOPLULUKLARI ARAŞTIRMA VE
UYGULAMA MERKEZİ**

**Avrupa Topluluğu'nun 2004/25 sayılı Direktifinin Çağrı Yoluyla
Vekalet ve Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sermaye Piyasası
Kanunu'nun Düzenlemeleri İle Karşılaştırılması¹**

**Hazırlayan: Z. Defne UZUNHASANOĞLU
Şubat 2007**

¹ Bu çalışma TC Ankara Üniversitesi Avrupa Toplulukları Araştırma ve Uygulama Merkezi tarafından 09.10.2006-08.01.2007 tarihleri arasında düzenlenen 39'ncü dönem Temel Eğitim programı çerçevesinde dönem sonu ödevi olarak hazırlanmış olup; sözkonusu Kurum tarafından yapılan değerlendirme sonucunda ÖVGÜYE DEĞER bulunmuş ve 3'üncülüğe layık görülmüştür.

İçindekiler

Giriş	1
I. HUKUKİ DÜZENLEMELER	4
1.1.Kavram	4
1.2.Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması Nedenleri ve Türleri	4
1.3. 2004/25 Sayılı Direktifin Esasları ve bu konudaki diğer düzenleme ve teoriler(ortaklığın kontrolü pazarı teorisi v.b.)	5
1.3.1.Tanım	6
1.3.2.Genel İlkeler	6
i) Fırsat eşitliği	6
ii) Ortakların Gerekli Bilgilere Tam, Doğru ve Zamanında Ulaşması	6
iii)Yönetim Kurulu Üyelerinin Görevleri:	6
iv) Dürüst ve Düzenli İşleyen Bir Piyasa	7
v) Teklifin Nakden Karşılanmasına Dönük Gerekli Tedbirlerin Alınması:	7
vi)Pay Alım Önerisinin Süresi	7
1.3.3. Zorunlu Pay Alım Teklifi Kuralı	8
1.3.4.Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin Yükümlülükler	8
1.3.5.Kısıtlamalara Karşı İstisnalar(Breakthrough) Kuralı	9
1.3.6.Hedef Yönetim Kurulunun Tarafsızlığı	9
1.3.7.Ortaklıktan Çıkarma Hakkı-Kontrol Sahip Olan Ortakların Azınlık Paylarını Satılma Hakkı (Squeeze-Out Right)	10
1.3.8.Azınlık Ortaklarının Paylarını Satma Hakkı (Sell-out right)	11
1.3.9.Pay Alım Teklifine İlişkin İngiltere Düzenlemeleri	13
1.4.Türk Mevzuatında Pay Alım Teklifine İlişkin Düzenlemeler	14
1.4.1.Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yeralan Hükümler	14
1.4.2. Seri:IV,No:8 Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği	15
i)Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanmasında Bilgi Verme	15
ii)Zorunlu Pay Alım Teklifi Sahip Olunması Gereken Hisse Oranı	15
iii) Zorunlu Pay Alım Teklifinde Uygulanması Gereken Fiyat	16
iv) Çağrı yapma zorunluluğuna muafiyet getirme esasları	16

1.4.3.Seri: VIII,No:39 Tebliğde Düzenlenen Kamuyu Aydınlatma Esasları	16
II.AVRUPA TOPLULUĞU'NUN 2004/25 SAYILI DİREKTİFİNİN ÇAĞRI YOLUYLA VEKALET VE HİSSE SENEDİ TOPLANMASINA İLİŞKİN SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDAKİ DÜZENLEMELER İLE KARŞILAŞTIRILMASI	19
Değerlendirme ve Sonuç	22
Kaynakça	23

Seri:VIII, No:39 Tebliği

KISALTMALAR CETVELİ

Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar
Tebliği

Seri:IV, No:8 Tebliği

SPKn
SPKr
TTK
ABD
AT
a.g.e

Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında
Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet
veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği
Sermaye Piyasası Kanunu
Sermaye Piyasası Kurulu
Türk Ticaret Kanunu
Amerika Birleşik Devletleri
Avrupa Topluluğu
Adı geçen eser

Giriş

Halka açık şirketlerin büyük paylarını temsil eden hisselerin ve şirket kontrolünün el değiştirmesi sermaye piyasalarında son yıllarda giderek artan bir olgu olarak görülmektedir.

Payları geniş bir tabana yayılmış olan halka açık anonim ortaklıklarda ortaklığın kontrolünü ele geçirme 3 yolla gerçekleşebilir¹:

1) Ortaklıkta çoğunluğu temsil eden pay sahipleri ile ortaklığın kontrolünü devralmak isteyen kişi ya da ortaklık arasında antlaşmaya dayanarak payların devri ile,

2) Kontrolüne sahip olunmak istenen ortaklığın payları borsada işlem görüyorsa bu ortaklıkta çoğunluğu temsil eden payların borsadan satın alınması ile ya da

3) Pay alım teklifi (takeover bid) ile,

Diğer taraftan ortaklıkların birleşmesi ile, ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi ya da ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi hukuki açıdan birbirinden farklı kavramlardır². Hukuki anlamda birleşme ortaklıkların tasfiye edilmeksizin bir ortaklık haline gelmesi ve birleşen ortaklık veya ortaklıkların pay sahiplerine bu ortaklıkların paylarının verilmesidir³. Takeover'da kontrolü ele geçirilen ortaklığın mal varlığı üzerindeki doğrudan ya da dolaylı hakimiyet devralana geçerken, birleşmede malvarlığı ile birlikte ortakların da devri sözkonusudur. Ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesinde kontrolü el değiştiren hedef ortaklık bağımsız hukuki varlığını sürdürdüğü halde birleşmede devralınan ortaklığın ya da birleşen ortaklıkların tüzel kişilikleri son bulur. Birleşmeden farklı olarak ortaklığın kontrolünün el değiştirmesinde ortaklık yöneticilerinin devralma teklifinde bulunanlarca anlaşması ve anlaşmamamsı haline göre iki farklı pay alım önerisi sözkonusu iken birleşmede böyle bir durum sözkonusu değildir⁴.

Diğer taraftan hisselerin el değiştirmesi halka kapalı ortaklarda sadece alım ve satım yapan kesimleri ilgilendiren bir konu olmasına karşın, hisse senetleri halka arzedilen ortaklıklarda, sermayenin büyük bir kısmını temsil eden payların ve şirketin yönetim kontrolünün el değiştirmesi sadece hisse satan ve alan büyük ortakları değil,

¹ HACİMAHMUTOĞLU,Dr. Sibel, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13.Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme, sh.1

² HACİMAHMUTOĞLU,Dr. Sibel,a.g.e, s.95

³ YASAMAN,Hamdi.Anonim Ortaklıkların Birleşmesi,Ankara 1987,s.5

⁴ HACİMAHMUTOĞLU,Dr. Sibel,a.g.e

sözkonusu şirketlerin küçük pay sahiplerini de ilgilendiren bir konu olup bu nedenle sermaye piyasalarına ilişkin yapılan düzenlemelerde dikkate alınan en önemli konulardan biridir.

Sağlıklı gelişen bir ekonomi çok ortaklı şirketlerin bulunduğu, bir başka deyişle sermayenin çok sayıda ortak arasında dağıldığı kurumsallaşmış bir sermaye piyasasına dayanmalıdır. Azınlık pay sahipleri sermayenin tabana yayılması, sermaye piyasasında güven ortamının oluşması ve bu piyasaların gelişmesinde büyük önemi olan pay sahipleridir. Bu nedenle halka açık anonim ortaklıkların hisselerinin el değiştirmesinin şeffaf bir ortamda, küçük ortakların zararına yol açmadan yapılması sermaye piyasalarının gelişmesi için hayati önem taşıyan bir konudur.

Bir anonim ortaklığın kontrolünü temsil eden payların el değiştirmesi sonucunda sözkonusu ortaklığın diğer ortaklarına dönük olarak çağrı yapılması konusu, gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarını ilgilendiren bir konu olup, konuya ilişkin yasal düzenlemelerin ilk örnekleri daha çok ABD ve İngiltere gibi gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde görülmüştür.

Şirket el değiştirmelerinde küçük pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması gerekliliği özellikle 1990'lı yıllarda gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ABD ve İngiltere'de bilahare Avrupa sermaye piyasalarında karşılaşılan olaylar neticesinde önem kazanmış olup bu konuda ki ilk düzenlemelerde ABD ve İngiltere'de görülmüştür.

İngiltere ve ABD sermaye piyasalarına göre oldukça kısa bir geçmişi olan Türk sermaye piyasasında ilk yasal düzenlemelerin yapıldığı 1982⁵ yılından itibaren, şirket ve yatırımcı sayısında büyük artışlar görülerek piyasanın gelişmesi yönünde önemli bir merhale yaşanmış olup, bununla birlikte şirket el değiştirmeleri daha çok 2000'li yıllarda önem kazanmıştır.

Pay alım tekliflerinin(Takeover Bid) başlangıcından şirketin kontrolünün el değiştirmesi sürecinin sonuna kadar kontrolü elde eden büyük pay sahiplerinin, ilgili şirketin yönetiminin, küçük pay sahiplerine karşı önemli sorumlulukları ve azınlık pay sahiplerini de hakları vardır. Diğer taraftan hisselerin el değiştirme sürecinin öncesi ve sonrası arasında geçen süreçteki bilgi akımının sağlıklı, piyasanın şeffaf olması gereklidir.Şirket yönetiminden memnun kalmadıkları taktirde zarar etmeden şirketten ayrılabilmeleri imkanı getirilmelidir.

⁵2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu(Kabul Tarihi: 28.7.1981;30 Temmuz 1981 tarihli ve 17416 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.)

Ortaklığın kontrolünü ele geçirme aracı olarak pay alım önerisi kara avrupası hukuk sisteminin özelliklerini gösteren Türk Hukuku'nda Sermaye Piyasası mevzuatının düzenlemesi ile gündeme gelen yeni bir konudur.

Türk sermaye piyasasında da dürüst ve açıklık içinde işleyen ticaret sisteminin kurulabilmesi için, kamunun zamanında, yeterli ve doğru bilgilendirilmesi gereğinden hareketle,1992 yılından itibaren sermaye piyasası mevzuatında gerekli yasal değişiklikler yapılarak 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 16/a maddesi ile SPKr.'na halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrol değişikliğine yol açan hisse senedi el değiştirmelerinde, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapma yetkisi tanınmıştır. Kanun'da tanınan yetkiye istinaden SPKr.'da Seri:IV,No:8 sayılı Tebliğ'i⁶ yayınlamıştır.

Pay alım tekliflerinin AB hukukunda bir direktif ile düzenlenmesi ve bu düzenlemenin içeriği 1980'li yıllardan itibaren uzun yıllar tartışılmış, İngiltere dışındaki bir çok Avrupa ülkesinde şirket ele geçirmelerine dönük çağrı tekliflerinin sınırlı olması nedeniyle düzenleme yapma ihtiyacı duyulmamıştır.⁷ Şirket ele geçirmelerine ilişkin ilk Direktif taslağı olarak 1989 yılında 13'üncü Direktif Taslağı ortaya çıkmış⁸; Avrupa birliğinde yapılan düzenlemeler için İngiltere düzenlemeleri(City Code) model olarak alınmıştır. Çekişmeli müzakereler sonucunda 13 numaralı Direktif taslağı 2004/25/EC Direktif olarak AT'nun yetkili organlarında kabul edilerek 30.04.2004 tarihinde Avrupa Birliğinin resmi Gazetesinde ilan edilmiştir.

Türk sermaye piyasası mevzuatındaki düzenlemelerle halka açık anonim ortaklıkların yönetiminin ve politikalarının değişmesine verecek oranlarda hisse değişimlerinde hisselerini henüz satmamış olan pay sahiplerinin paylarını zarar etmeden satabilmeleri amaçlanmıştır. Bununla birlikte zaman içinde gelişen piyasanın ve 2000'li yıllardan itibaren giderek artan sayıdaki şirket el değiştirmelerinin incelenmesiyle mevcut sermaye piyasasındaki düzenlemelerin yeterli olmadığı anlaşılmaktadır.

Diğer taraftan Avrupa Birliğine aday bir ülke olarak Türkiye'de tüm mevzuatın olduğu gibi sermaye piyasası mevzuatının da Avrupa topluluğu müktesebatı ile

⁶ 9.3.1994 tarihli ve 21872 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷ Rolf SKOG,"The Take Over Directive –an endless Saga?", European Business Law Review 13(4), ss.301

⁸ Thirteenth Council Directive on Company Law, Concerning Takeover on Other General Bids.

uyumlaştırılması yönünde çalışmalar devam etmektedir.Bu çalışmalar kapsamında SPKr.'nun Seri:IV,No:8 Tebliği'nin Avrupa Topluluğu'nun Direktifi ile uyumlaştırılma çalışmaları devam etmekte olup; bu çalışmaların neticesinde sermaye piyasasındaki gelişmelerle ortaya çıkan yeni ihtiyaçların karşılanması amaçlanmaktadır.

Bu çalışmada 2004/25 sayılı Direktif ile sermaye piyasası mevzuatımızda pay alım tekliflerine ilişkin düzenlemeler karşılaştırılarak,sermaye piyasası mevzuatımızda eksik olan düzenlemeler üzerinde durulmuştur.

I. HUKUKİ DÜZENLEMELER

1.1. Kavram:

Çağrı yoluyla hisse senedi toplanması (tender offer-takeover bid), bir anonim ortaklığın paylarını satın almak üzere o anonim ortaklığın (hedef ortaklık) ortaklarına açık bir teklif yapılması olarak tanımlanabilir.

Bu konuda aleni pay alım teklifi tanımını tercih eden yazarlar da vardır. Buna göre aleni pay alım teklifi, bir anonim ortaklığın paylarını satın almak üzere tüm ortaklara açık bir teklif yapılmasını, bu teklif sonucunda satın alınan paylarla ortaklıkta önemli bir pay sahipliği oranına ulaşılmasını ya da kontrolün ele geçirilmesini ifade eder.⁹

ABD’de bir ortaklığın başka bir ortaklık tarafından ekonomik anlamda veya hukuken devralınması “takeover” terimi ile ifade edilmektedir. Bu üst kavramın içerisine bir işletmenin aktif ve pasifiyle devralınması, ortaklardan birisinin infisah ettiği birleşmeler, bir ortaklığın önemli varlıklarının diğer ortaklıkça satın alınması, aleni pay alım teklifi yoluyla bir ortaklıktaki kontrolün ele geçirilmesi ve ABD hukukuna özgü benzer amaçlı bazı işlemler girmektedir. Takeover kavramının bir türü olan aleni pay alım teklifleri ise “tender offer” olarak adlandırılmaktadır.¹⁰

İngiltere’de takeover kavramı, esas itibariyle ortaklıktaki kontrol değişikliği sonucunu doğuran işlemler olarak anlaşılmakta ve ABD’deki “tender offer” terimi yerine “takeover bids” terimi kullanılmaktadır.¹¹ Türk sermaye piyasası mevzuatının 16/A maddesinde “..pay sahiplerine çağrıda bulunularak hisse senedi toplam girişiminde bulunulması” gibi tanımlayıcı bir ifade tercih edilmiştir.

Avrupa Birliği terimleri sözlüğünde takeover çağrı yoluyla hisse senedi toplanması, takeover bids ise, pay alım teklifleri anlamında kullanılmakta olup bu nedenle Avrupa Birliği’nin İngiltere düzenlemelerini esas aldığı kabul edilen 2004/25 sayılı Direktifi¹² ‘Pay Alım Teklifleri Hakkında 21.04.2004 tarih ve 2004/25 /AT sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi olarak tercüme edilmiştir.

⁹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. MANAVGAT, Çağlar

¹⁰ MANAVGAT, Çağlar, Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Take Over Bid), Mart 1997, sh.8

¹¹ MANAVGAT, Çağlar, a.g.e, sh.8

¹² Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids

Çalışmamızın bundan sonraki bölümünde de AT'nun tanımına uygun bir şekilde pay alım teklifi tanımının kullanılması tercih edilmiştir.

1.2. Pay Alım Tekliflerinin Nedenleri ve Türleri

Bir işletmenin hisselerinin kontrolüne dönük olarak yapılan işlemlerin çeşitli amaçları ve yönleri olabilir: rakip işletmenin hisselerinin kontrol edilmesiyle sözkonusu şirketin üretim, satış, kar v.b. temel politikalarını değiştirmek ve bu alanda tek hakim olmak bir amaç; vergi avantajı elde etmek bir başka amaç olabilir. Özellikle aynı üretim ve pazarlama zincirinde faaliyet gösteren ortaklıklarda bu tip el değiştirmeler daha sık görülmektedir. Bunun yanısıra son yıllarda kötü yönetildiği düşünülen şirketlerde de mevcut yönetimin değiştirilmesi amaçlı pay alım teklifleri ile karşılaşıldığı görülmektedir.

Pay alım teklifi konusu özellikle hisse senetleri halka arz edilen ortaklıklar açısından önem taşımakta olup, gerçektende halka açık şirketlerde yetkili organların seçiminde, uygulanacak üretim, satış ve kar politikalarında daha çok büyük pay sahipleri etkili olmaktadır. Bu nedenle şirketin yönetim kontrolünü ellerinde bulunduran payların el değiştirmesinin küçük pay sahiplerine önemli etkileri olmakta olup sermaye piyasalarına ilişkin yapılan hukuki düzenlemelerde özellikle küçük pay sahiplerinin korunması açısından alınması gereken önlemler öne çıkmaktadır.

Yapılan pay alım teklifinden ortakların çıkarlarının gözetilmesini sağlayacak her türlü tedbiri almak amacıyla başta ortaklar, şirketin alacaklıları borçluları, çalışanları, yöneticileri ve diğer yetkili organları olmak üzere tüm ilgili tarafların ele geçirmenin amaçları ve diğer esaslar üzerinde, tam ve doğru olarak bilgilendirilmesine dönük olarak kamunun her aşamada bilgilendirilmesi, doğru fiyatın belirlenmesi yetkili kamu otoritelerinin en önemli sorumluluk alanlarından biridir.

Pay alım teklifleri ortaklıkların kontrolünün değiştirilmesinde kullanılan bir yöntem olup, çeşitli açılardan sınıflandırılması mümkündür¹³:

- kullanılan yöntemlere göre; iki aşamalı teklifler ve alternatif fiyatlı teklifler;
- finansman kaynaklarına göre yüksek riskli borçlanma senedi ile finanse edilen teklifler ve dış kaynak ile finanse edilen teklifler (leveraged buyout);

¹³MANAVGAT, Çağlar, a.g.e., s10-13

- teklif sahibinin yaklaşım tarzına göre, hedef ortaklık yönetiminin onayı ile yapılan teklifler(friendly tender offer) ve hedef ortaklık yönetiminin onaylamadığı teklifler(hostile tender offer);
- yöneticilerin görevli oldukları ortaklığın payları için yaptıkları teklifler (management buyout)

1.3.2004/25 Sayılı Direktifin Esasları¹⁴

Pay alım tekliflerinin AB hukukunda bir direktif ile düzenlenmesi ve bu düzenlemenin içeriği uzun yıllar tartışılmıştır. Önceleri böyle bir düzenleme yapılmasına ihtiyaç olmadığı görüşü hakimdi.¹⁵ Şirket ele geçirmelerinin daha çok İngiltere’de görülmesi nedeni ile bu konuda İngiltere’de bir düzenleme vardı. Pek çok Avrupa ülkesinde şirket ele geçirmelerine dönük çağrı teklifleri o kadar sınırlı idi ki bu konuda uzun bir süre düzenleme yapma ihtiyacı duyulmamıştı.¹⁶

Şirket ele geçirmelerine ilişkin ilk Direktif taslağı olarak 1989 yılında 13’üncü Direktif Taslağı ortaya çıkmıştır¹⁷. Avrupa birliğinde yapılan düzenlemeler için İngiltere düzenlemeleri(City Code) model olarak alınmıştır. Çekişmeli müzakereler sonucunda 13 numaralı Direktif taslağı 2004/25/EC Direktif olarak AT’nun yetkili organlarında kabul edilerek 30.04.2004 tarihinde Avrupa Birliğinin Resmi Gazetesinde ilan edilmiştir. Üye devletlerin bu Direktifin hükümlerine ilişkin 2 yıllık bir süre içinde düzenleme yapmaları gerekmektedir.

Direktifin Önemli Hususları aşağıda özetlenmektedir:

Direktifin getirdiği temel yenilikler, “kısıtlamalara karşı istisnalar” olarak ifade edilen “breakthrough 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.¹⁸

¹⁴ ‘Pay Alım Teklifleri Hakkında 21.04.2004 tarih ve 2004/25 /AT sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konseyi Direktifi

¹⁵ MANAVGAT, Çağlar, Aleni Pay Alım Teklifi(Tender Offer-Take Over Bid),Mart 1997, sh.34

¹⁶ Rolf SKOG, ”The Take Over Directive –an endless Saga?”,EuropeanBusiness Law Review 13(4), ss301

¹⁷ Thirteenth Council Directive on Company Law ,Concerning Takeover on Other General Bids.

¹⁸ ASLAN,Ayşegül, Squeeze-out Right/ Satınalma Hakkı, Yayımlanmamış SPK, Yeterlilik Etüdü,2006

1.3.1. Tanım

Direktifin 2'nci maddesi uyarınca **pay alım teklifi**(takeover bid), 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.

1.3.2. Genel İlkeler

Üye devletlerin kendi hukuk sistemlerinde pay alım önerisine ilişkin hükümleri koyarken esas alacakları genel ilkeler Direktifin 3'üncü maddesinde yer almaktadır:

i) Fırsat Eşitliği:

Farklı pay grupları gözönünde bulundurulmak koşuluyla hedef ortaklığın tüm ortakları eşit bir biçimde muamele görmelidir:

“Hedef şirketin aynı gruptaki menkul kıymetlerini elinde bulunduranların tümü eşit muameleye tabi tutulmalı; bundan başka bir kişinin bir şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmesi halinde, diğer menkul kıymet sahipleri korunmalıdır;”

ii) Ortakların Gerekli Bilgilere Tam, Doğru ve Zamanında Ulaşması:

Bu ilkeye göre hedef ortaklığın ortaklarının kendilerine yapılan pay alım önerisini değerlendirerek pay alım önerisi hakkında gerekli bilgilerin kendilerine tam ve doğru olarak zamanında ulaşması gerekmektedir. Hedef ortaklığın ortaklarının paylarını devredip devretmeme konusunda sağlıklı bir karara varabilmelerini mümkün kılacak şekilde, gerekli tüm bilgilere doğru ve tam olarak zamanında ulaşmaları sağlanmalı ve kendilerine gerekli zaman tanınmalıdır.

Bu ilkeyi gerçekleştirmek üzere hedef ortaklığın ortaklarına gönderilecek olan pay alım önerisi formunun asgari hangi bilgileri içermesi gerektiği ve tekliflere ilişkin bilginin her aşamada nasıl açıklanacağına ilişkin hususlar Direktifin “Tekliflere İlişkin Bilgi” başlıklı 6'ncı maddesinde yer almaktadır.

Direktif hedef ortaklığın ortaklarının kendilerine yapılan pay alım önerisini kabul edip etmeme konusunda karar vermeden önce pay alım önerisinde bulunan ve pay alım önerisine ilişkin bilgileri değerlendirmeleri için kendilerine gerekli sürenin tanınmasını da öngörmektedir. Buna göre Direktifin 7'nci maddesi ile getirilen hükümlerle hedef ortaklığın ortaklarına yapılan pay alım önerisini hedef ortaklığın ortaklarına en az 2 hafta en fazla 10 hafta açık bulundurulmalıdır. Bu süre teklifte bulunanın talebi ile uzatılabilir.

iii)Yönetim Kurulu Üyelerinin Görevleri:

Hedef Ortaklığın yönetim kurulu ortaklığın çıkarı yönünde hareket etmeli ve özellikle ortakların kendilerine yapılan pay alım önerisinin şartlarını değerlendirerek karar verme imkanı tanınmalıdır.

Yönergenin hedef ortaklığın rolünü belirleyen genel ilkesi ile yönetim kurulunun tüm ortaklığın çıkarı yönünde hareket etmesi öngörölmüş ise de, bu yöneticilerin ortaklığın çıkarı yönünde hareket ettiklerini ileri sürerek ortakların, ortaklığın kontrolünün el değıştirip değıştirmeme konusundaki kararlarına müdahale edebilecekleri anlamına gelmez.¹⁹

Bu ilke doğrultusunda Direktifin hedef şirketin yönetim kurulunun yükümlölüklerini düzenleyen 9'uncu maddesinde ortaklığın kontrolünü ele geçirme aracı olarak pay alım önerisinde bulunanın bu niyetini hedef ortaklığın yönetim kuruluna bildirmesinden sonra yönetim kurulunun hedef ortaklığın genel kurulu onaylamadığı sürece, ortaklığın kontrolünün el değıştirmesini engelleyecek savunma önlemleri alamıyacağını hükme bağlamıştır.

Hedef şirketin yönetim kurulunun menkul kıymetleri ellerinde bulunduranlara tavsiyede buldukları durumlarda, teklifin kabulünün istihdama, istihdam koşullarına ve şirketin peştemaliyesine etkileri hakkında görüşlerini bildirmek zorundadır.

Bunun yanı sıra, hedef şirketin yönetim kurulu teklif hakkındaki kendi görüşünü ve teklifi şirket çıkarları ve özellikle istihdam üzerindeki etkilerini ve teklifte bulunanın hedef şirket için stratejik planlarını ve teklif belgesinde belirtilen istihdam ile şirketin faaliyet göstereceği yerler üzerindeki gerekçelerini gösteren belgeyi hazırlar ve kamuya açıklar(Direktif md 9.(5)).

iv) Dürüst ve Düzenli İşleyen Bir Piyasa Hedef ortaklığın teklifi yapan(predator), ortaklığın menkul kıymetlerinin fiyatlarında yapay olarak yükselme veya düşüşler meydana getirecek ve piyasaların normal işleyişini bozacak şekilde teklif verilmesi yoluyla hedef veya diğer şirkete ilişkin yapay piyasa yaratılmamalıdır.

Dürüst ve düzenli işleyen bir piyasanın sağlanması, pay alım önerisinde bulunan ortaklığın hedef ortaklığın pay alım önerisi ile ilgili diğer bir ortaklığın

¹⁹ HACIMAHMUTOĞLU,Dr. Sibel, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13.Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme,s128

menkul kıymetlerinin fiyatları üzerinde etkili olabilecek tüm işlemlerin kamuya açıklanmasını gerektirir²⁰.

Özellikle pay alım önerisinin yapılacağına ilişkin bilginin içeriden öğrenilen bilgi olarak,içerden öğrenenlerin ticareti(insider trading) için bir fırsat yaratacağı göz önünde bulundurulduğunda pay alım önerisinin yapılacağına ilişkin bilginin kamuya açıklanması büyük önem taşımaktadır.

v)Teklifin Nakden Karşılanmasına Dönük Gerekli Tedbirlerin Alınması:

Teklifte bulunanın teklifi ancak herhangi bir nakit karşılığı tam olarak yerine getirebileceğinden emin olunduktan, eğer sözkonusu teklif yapılmışsa ve diğer her türlü karşılığın uygulanmasını temin edecek tüm makul tedbirler alındıktan sonra duyurulmalıdır.

vi)Pay Alım Önerisinin Süresi:

Pay alım önerisi işleminin süresi hedef ortaklığın normal işlerini makul bir süreden daha fazla sağlayacak ölçüde uzatılmamalıdır.

Direktifin 3'üncü maddesinin 2'nci bendinde direktifin genel ilkleerine uygunluğu sağlamak için üye devletlerin Direktifte konulan asgari şartlara uyulmasını sağlamaları gerekmekte olup,üye devletlerin tekliflere ilişkin düzenlemelerinde bu Direktif hükümlerinden daha ağır ilave şartlar ve hükümler öngörmeleri mümkündür.

²⁰ Commission of the European Communities Proposal for a Thirteenth European and Council Directive on Company Law Concerning Takeover Bids, COM(95) 655 final, February 1996;(1996) OJ C162/5 md.7.2.

1.3.3.Zorunlu Pay Alım Teklifi Kuralı

Direktifin 5'inci maddesi uyarınca pay alım teklifinde bulunan gerçek ya da tüzel kişilerin tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle birlikte yapılan bir satınalma sonucunda doğrudan ya da dolaylı olarak kendilerine şirketin yönetim kontrolünü sağlayacak belirli orandaki oy hakkına sahip menkul kıymetleri satın almaları durumunda söz konusu kişinin o şirketteki azınlık pay sahiplerini korumak için bir teklifte bulunması gerekir. Direktifte kontrol edici hisselerin oranı belirtilmemiş ve üye devletin bu konudaki düzenlemesine bırakılmıştır.

Direktifin bu maddesi bir şirkette yönetim kontrolünü temsil eden payların el değiştirmesi halinde yeni yönetime karşı olan azınlık paylarına sahip hissedarlarının paylarını satarak şirketten çıkabilmelerine imkan sağlanmasıdır. Çağrıda bulunan açısından, pay alım teklifine tüm pay sahiplerine ve fiyat eşitliği ilkesi çerçevesinde yapılması gereklidir.

Çağrıda bulunma fiyatının belirlenmesinde düzenleyici otoritenin adil bir hisse satışı işleminin olabilmesi için pay alım teklifinin fiyat eşitliği ilkesi çerçevesinde yapılmasını gözetmesi gereklidir. Direktifin aynı maddesinin 4'üncü bendi uyarınca teklifte bulunan ya da onunla birlikte hareket eden kişilerin aynı menkul kıymet için, tekliften önceki 6 ay ila 12 ay arasındaki bir sürede ödediği en yüksek fiyat belirlenerek bu fiyat adil fiyat olarak kabul edilir. Bu şekilde azınlık pay sahiplerinin kontrol primi sağlamalarına imkan verir²¹.

1.3.4.Kamuyu Aydınlatmaya İlişkin Yükümlülükler

Direktifin birkaç maddesinde pay alım teklifine ilişkin çağrıdan önce ve sonra kamunun yeterli ve doğru aydınlatılmasına ilişkin hükümler getirilmiştir.

Direktifin 6'ncı maddesinde bir teklifte bulunmaya ilişkin alınan kararın gecikmeksizin kamuya açıklanmasını ve düzenleyici otoritelerin sözkonusu teklif hakkında bilgilendirmelerini zorunlu tutmaktadır. Teklifin kamuya açıklanması ile birlikte hedef şirket ile teklifte bulunan şirketin yönetim kurullarının kendi çalışanlarının temsilcilerini veya çalışanlarını bilgilendirmeleri gerekir.

Kamunun pay alım teklifine ilişkin olarak bilgilendirilmesini müteakiben hedef şirketin menkul kıymetlerini ellerinde bulunduranların teklif hakkında sağlıklı bir karar verebilmelerini sağlayacak olan bir teklif dökümanı pay alım teklifinde bulunan kişi veya kişilerce hazırlanır ve düzenleyici otoritenin onayına sunulur.

²¹ ULUSOY, Sibel,13.th Directive About Takeovers:Breakthrough Rule and Squeeze-out,Sell-out rights and its Implications to Turkey, June 2005,sh.10

Direktifin 6'ncı maddesinde Teklif dökümanının içeriğinde bulunması gereken asgari unsurlar sayılmakta olup, bunların bir kısmını teklifin şartları,teklifte bulunanları tanıtıcı bilgiler, teklife konu olan menkul kıymetlerin grubu vb hakkındaki bilgiler, her menkul kıymet ya da menkul kıymet grubu için teklif edilen bedel ve çağrıda bulunma yükümlülüğü olması durumunda bedelin ödenme şekline ilişkin kullanılacak yöntem hakkında bilgi, teklifte bulunanın satınalmayı üstlendiği menkul kıymetlerin asgari ve azami oranı ya da miktarı, teklifin tabi olduğu bütün koşullar,hedef şirketin ve teklif tarafından etkileneceği oranda teklifte bulunana şirketin gelecekteki faaliyetine ilişkin olarak çalışanların ve yönetimin istihdam koşullarında meydana gelecek değişiklikler v.b. konularda teklifte bulunanın amaçlarıdır.

Direktifin “Kamuyu Aydınlatma” başlıklı 8'inci maddesinin 2'nci bendi uyarınca, tüm bilgi ve belgelerin hedef şirketin menkul kıymetlerinin işlem görmesine izin verilen düzenlenmiş piyasalarında menkul kıymetleri ellerinde bulunduranlara ve hedef şirketin ve teklifte bulunanın çalışanlarının temsilcilerine veya çalışanların kendisine taleplerine bağlı olmaksızın ve en hızlı şekilde sunulmasını sağlar.

8'inci maddenin 1'inci bendi uyarınca pay alım teklifinin piyasa şeffaflığını ve hedef şirketin,teklifte bulunanın ya da tekliften etkilenen diğer şirketlerin menkul kıymetlerinin bütünlüğünü temin edecek ve özellikle yanlış ya da yönlendirici bilginini yayınlanmasını da önleyecek şekilde teklifin kamuya açıklanması sağlanır.

1.3.5.Kısıtlamalara Karşı İstisnalar(Breakthrough) Kuralı

Seçimlik olan Direktifin 11'inci maddesinde hedef şirketi ele geçirmek isteyen kişinin işlemlerini kolaylaştırmak amacıyla kısıtlamalara karşı istisnalar kuralı getirilmiştir. Söz konusu maddede yer alan hükümlere göre

1.Teklifin Kabulü Aşamasında:Hedef şirketin esas sözleşmesinde ve hedef şirket ile hedef şirketin menkul kıymetlerini ellerinde bulunduranlar arasında ya da hedef şirketin menkul kıymetlerini ellerinde bulunduranlar arasında aktedilen sözleşmelerde yer alan menkul kıymetlerin devrine ilişkin kısıtlamalar teklifin kabulü için belirlenen süre zarfında teklifte bulunana karşı uygulanmaz;

Birinci kural payların transferi için diğer sözleşmesel zorunluluklar veya . teklif sürecini engelleyebilecek işlem izni için sorulmasına dönük işlem engellerini yasaklamıştır.

2.Savunma Önlemlerinin Alındığı Genel Kurul Toplantısında:Hedef şirketin esas sözleşmesinde ve hedef şirket ile hedef şirketin menkul kıymetlerini

ellerinde bulunduranlar arasında ya da hedef şirketin menkul kıymetlerini ellerinde bulunduranlar arasında aktedilen sözleşmelerde yer alan oy hakları üzerindeki her türlü kısıtlama, her türlü savunma önlemlerinin alınacağı genel kurulda uygulanmaz.

İkinci kural teklif sonrası savunmaları hakkında gerçek pay sahiplerinin karar mekanizmalarının gerçek bir sonucuna ulaşmak için algılanabilir. Bu kural olmaksızın genel kurul kararları şirketin tüm riskli sermaye sahiplerini yansıtmıyabilir.teklifin çıktısını yansıtmıyabilir.Bu tez imtiyazlı paylar içinde sözkonusudur.

3. Teklifin Ardından:Teklifte bulunan , bir teklifi takiben, hedef şirketin oy haklarının % 75'ine ya da daha fazlasına sahip olmuşsa, menkul kıymetlerin devri ya da oy haklarının üzerindeki kısıtlamalar ile, hedef şirketin esas sözleşmesinde yer alan yönetim kurulunun atanması ve görevden alınmasına ilişkin pay sahiplerine tanınan haklar uygulanmaz; teklif süresinin kapanmasını takiben, teklifte bulunan tarafından şirket esas sözleşmesini değiştirmek ya da yönetim kurulu üyelerini görevden almak ya da atamak için toplanan ilk genel kurulda, oy imtiyazı sağlayan menkul kıymetlerin her biri sadece bir oy hakkı sağlar.

1.3.6. Hedef Yönetim Kurulunun Tarafsızlığı

Direktifin 9'uncu maddesinde hedef şirketin yönetim kurulunun yükümlülüklerine ilişkin hususlar düzenlenmiştir. Buna göre teklifte bulunulan şirketin yönetim kurulu teklifin karşılıksız kalması sonucunu doğurabilecek ve özellikle teklifte bulunanın hedef şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmesine sürekli olarak engel olacak hisseler ihraç etmeden veya bu konuda bir karar almadan önce pay sahipleri genel kurulunun bu yöndeki iznini alır.

Hedef şirketin yönetim kurulu teklif hakkındaki kendi görüşünü ve teklifin şirketin çıkarları ve özellikle istihdam üzerindeki etkilerini ve teklifte bulunanın hedef şirket için stratejik planlarını ve bunların istihdam ile şirketin faaliyet göstereceği yerler üzerindeki etkilerini içeren gerekçelerini gösteren bir belgeyi hazırlar ve kendi görüşlerini de içerecek şekilde kamuya açıklar.

Bu madde Direktifin 12'nci maddesi hükmü açısından bakıldığında seçimliktir.

Bu düzenleme ile hedef şirket yönetim kurulunun genel kurulun izni olmaksızın kendiliğinden pay alım teklifine karşı bir önlem almasına izin verilmemiştir.

1.3.7.Ortaklıktan Çıkarma Hakkı-Kontrole Sahip Olan Ortakların Azınlık Paylarını Satınalma Hakkı (Squeeze-Out Right)

Direktifin 15'inci maddesi uyarınca teklifte bulunanın hedef şirketin oy hakkına sahip sermayenin % 90'ından daha az olmamak üzere paylarına ve oy haklarının % 90'ına sahip olması durumunda ya da 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 bulunanın geride kalan menkul kıymetlerin sahiplerinden bu menkul kıymetleri adil bir fiyata kendisine satmalarını talep edebilmesine imkan sağlar. Bu konuda uygulanacak olan fiyatın adil bir fiyat olması gerekmektedir.

Halka açık anonim ortaklıklarda azınlık pay sahiplerinin kendilerine tanınmış bazı yasal hakları, örneğin yönetim kurulu üyeleri ve denetçiler aleyhine dava açma hakkı, özel denetçi atanmasını isteme hakkı, bilanço müzakerelerinin ertelenmesini talep etme hakkı genel kurulu toplantıya çağırma veya genel kurul toplantısının gündemine madde eklenmesini isteme hakkı, v.b.haklarını kullanmaları şirketin olağan faaliyetlerinin düzenli olarak yürütülmesi için sıkıntı yaratabilecek bir durumdur.

Squeeze-out right 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 yürütülmesi²²; yani kısaca, ortaklığın sevk ve idaresinin kolaylaştırılması olduğu görülmektedir. Squeeze-out right mekanizmasının işletilmesi sonucunda payların tamamına yakın kısmına sahip olan ortağa, azınlık haklarının kullanılması tehdidi ile karşılaşmaksızın, ortaklığın sermaye ve yönetim yapısını rahatça değiştirebilme fırsatı verilmektedir²³.

Anonim ortaklıklar kural olarak sermaye ve oy çoğunluğunu ellerinde bulunduran pay sahiplerinin kararlarına göre ve çoğunluk tarafından seçilen organlar eliyle yönetilir ve denetlenir. Ancak çoğunluk ilkesinin esas alındığı her toplulukta olduğu gibi anonim ortaklıklarda da, kontrol gücünü ellerinde bulunduranların,

²² ÖZDOĞAN, Ayşegül: "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı", Ankara 2002, SPK Yeterlik Etüdü, s. 8

²³ MANAVGAT: age. s.127

ortaklık çıkarları yerine kendi özel çıkarlarını ön planda tutmaları eğilimi sık rastlanan bir durum olmuştur²⁴.

Anonim ortaklıklarda çatışabilecek azınlık-çoğunluk menfaatleri arasında adil ve hassas bir dengenin kurulması amacıyla çeşitli düzenlemeler yapılması yoluna gidilerek TTK'da pay sahiplerine çoğunluğun irade ve kararına bağlı bulunmayan kişisel haklar(TTK.md.385) ve bu hakları korumak üzere genel kurul kararlarının iptalini dava edebilme, yönetim kurulu üyeleri ile denetçiler aleyhine ortaklığı zarara uğratan eylem ve işlemleri nedeniyle tazminat davası açabilme (TTK. md.336 vd., 359) ve ibra edilmelerini önleme gibi haklar verilmiştir.

Bu olanak ve yetkilerin azınlığın korunmasındaki yetersizliği kanun koyucuyu yeni düzenlemeler yapmaya sevk etmiştir. Doktrinde bu amaçla getirilen önerilerden bir tanesi ortaklığın haklı sebeplerle feshi olmuştur. Bununla birlikte, ortaklığın devamında çoğunluk pay sahiplerinin yanısıra üçüncü kişilerin de menfaatlerinin bulunduğu dikkate alındığında, pay sahiplerinin hakları korunurken, aynı zamanda ortaklık varlığının ayakta tutulacağı, ara bir çözüm yolunun bulunması zorunluluğu doğmuştur. Bu noktadan hareketle doktrinde, çoğunluğun azınlık paylarını satın alma ve azınlığın paylarını çoğunluğa satma hakkına ilişkin düzenlemelere mevzuatımızda yer verilmesi gerektiği savunulmuştur. Nitekim Nitekim 4487 sayılı Kanun değişikliği ile SPKn'nun 22/i maddesinde SPKr'na, hakim ortağın satın alma ve azınlıktaki ortakların kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenlemeleri yapma yetkisi verilmiştir. Benzer nitelikteki düzenlemeler çeşitli Avrupa ülkelerinin mevzuatlarında da yer almaktadır²⁵.

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

²⁴ ÖZDOĞAN, Ayşegül: "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı", Ankara 2002, SPK Yeterlik Etüdü,

²⁵ ÖZDOĞAN,Ayşegül,a.g.e

ilişkinine son verme seçeneği tanımak suretiyle, hakim ortağın satın alma ve azınlığın satma hakkına oranla çok daha geniş bir koruma öngörmektedir²⁶.

1.3.8. Azınlık Ortaklarının Paylarını Satma Hakkı (Sell-out right)

Direktifin 16'ncı maddesine göre teklif sahibinin hedef şirketteki oy hakkına sahip sermayenin ve oy haklarının % 90'ını elinde bulundurduğu; ya da teklifin kabulünü takiben, hedef şirketin oy hakkına sahip sermayesinin ve teklife konu olan oy haklarının % 90'ını temsil eden menkul kıymetleri satın alması ya da satın almak üzere sözleşme yaptığı durumlarda, hedef şirketin menkul kıymetlerinin tamamını elinde bulunduranların tüm menkul kıymetleri için yapılan teklifi takiben, geride kalan menkul kıymetleri ellerinde bulunduranlar, teklifte bulunandan başlangıçtaki teklif şartları ile aynı koşullar altında adil bir fiyattan kendi menkul kıymetlerin satın almasını talep edebilme imkanları vardır.

Yönetim hakimiyetini ele geçiren yeni pay sahibi grubun yönetimindeki ortaklıkta, kalan azınlık pay sahibinin yeni yönetimin politikalarını benimsememesi halinde azınlıkta kalan pay sahiplerine paylarını teklif sürecindeki koşullarla 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 verilebilir²⁷. 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 mümkündür²⁸.

Bu hakkın kökeninde aleni pay alım teklifine hakim olan ilkelerden biri olan eşitlik ilkesi yatmaktadır.

Aleni pay alım tekliflerinde pay başına önerilen fiyatın, piyasa değerinin üstünde prim içermesi; teklifin maliyetini düşürmek amacıyla azınlık olarak nitelendirilebilecek pay sahiplerinin dışlanarak, ortaklıkta kontrolü sağlamaya yetecek oranda payın satın alınmasına elverişli yöntemlerin varlığı; hedef ortaklık ortaklarının iradelerine bağlı olmaksızın teklifin kapsamı dışında bırakılarak, hem teklif priminden yararlanmama hem de istemedikleri veya hakkında yeterli bilgiye sahip olmadıkları

²⁶ ÖZDOĞAN, Ayşegül, a.g.e.

²⁷ MANAVGAT: age. s.126

²⁸ ASLAN, Ayşegül, a.g.e. s.8

çoğunluk grubun hakimiyetindeki bir ortaklıkta azınlık ortağı olarak kalma tehlikesi nedenleriyle ,bu işlemlerde eşitlik ilkesi özel bir önem kazanmaktadır²⁹.

Aleni pay alım tekliflerinde eşitlik ilkesinin gereği olarak **fiyat eşitliği ve fırsat eşitliği** benimsenmiştir. Fiyat eşitliği ilkesine göre ortaklar arasında eşitliğin sağlanabilmesi için tüm ortaklara aynı bedelin önerilmiş olması gereklidir. Fırsat eşitliği ilkesi ise, teklifin tüm ortaklara açık olması anlamına gelmektedir. Böylece teklifi kabul eden ortaklar payları oranında teklife katılabilecek ve teklif priminden tüm ortakların payları oranında eşit biçimde faydalanması mümkün olacaktır.

Teklifin tüm ortaklara açık olması ve alımların kıstelyevm esasına göre yapılması teklif priminden eşit yararlanmayı sağladığı halde,hedef ortaklık ortağına azınlık kalmaktan kurtulma olanağı tanınmamaktadır.Teklif sahibinin satın almak istediği pay miktarı, teklifi kabul eden ortakların pay miktarından az olduğu taktirde bu ortaklar kıstelyevm esası gereğince paylarının sadece bir kısmını satabileceğinden, azınlık payına sahip olarak ortak kalmaya devam edeceklerdir.Teklifin tüm ortaklara açık olmasının yanısıra belli bir pay oranına ulaşan teklif sahibinin tüm paylar içinde teklif yapması sağlanmalıdır. Böylece hedef ortaklık ortağına hem teklif priminden yararlanma, hem de ortaklıktan ayrılma fırsatı tanınmış olacaktır. Nihayet hedef ortaklık ortaklarına, tam anlamıyla fırsat eşitliği sağlanabilmesinin son halkası, teklifi kabul etmeyen ve fakat teklifin başarılı olması sonucunda azınlık pay sahibi haline gelenlere, paylarının teklif sahibi tarafından satın alınmasını isteme hakkı verilmesidir³⁰.

Fırsat eşitliği esas itibariyle tüm ortaklara teklife katılma hakkı verilerek ,hem teklif priminden yararlanmalarını hem de azınlıkta kalıp kalmama konusunda seçim yapmalarını sağlamayı amaçlamaktadır³¹.

Pay alım teklifinin yapıldığı sırada hedef şirketin ortağı kendi isteğine bağlı olarak paylarını satmamayı ve ortak olarak kalmayı tercih edebilir. Ancak daha sonraki aşamada teklif sahibinin teklif süresinden sonra ulaştığı pay oranı belli bir orana ulaştığı taktirde, bu aşamada azınlık olarak kalan pay sahibinin yönetsel haklarını kullanma yönünde bir avantajının kalmadığı düşüncesiyle elindeki payları satıp satmama yönündeki tercihini tekrar gözden geçirerek teklif sürecindeki şartlarla satma yönünde karar alması mümkündür.

²⁹ MANAVGAT: age. s.108

³⁰ MANAVGAT: age. s.108

³¹ MANAVGAT,a.g.e.

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 kaldıracaktır³².

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 karşılaşarak 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.³³

1.3.9. Pay Alım Teklifine İlişkin İngiltere Düzenlemeleri

İngiltere Avrupa'da birleşme ve ele geçirmelerin en yoğun yaşandığı ülkelerin başında gelmektedir. Bu nedenle İngiltere'deki hukuki düzenlemeler Avrupa Topluluğunun düzenlemeelşrinde de esas alınmıştır.

İngiliz hukukunda ortaklığın kontrolünü ele geçirme aracı olarak pay alım önerisi, asıl olarak mesleki disiplin kuralları niteliğindeki hükümlerin yer aldığı City Code tarafından düzenlenmiştir.

Ortaklığın kontrolünü ele geçirme aracı olarak pay alım önerisi ile ilgili diğer hükümler 1989 tarihinde değişikliğe uğrayan ve halen yürürlükte bulunan Companies Act ve menkul kıymetleri Londra borsasına kote edilmiş ortaklıkların tabi olacağı hükümleri içeren Admission of Securities Listing Rules içerisinde yer alır. City Code'un belli başlı hükümleri aşağıda açıklanmaktadır.

İngiliz Hukuku'nda ortaklığın kontrolünü ele geçirme aracı olarak pay alım önerisini düzenleyen ,mesleki disiplin kurallarını koyan ve uygulayan organ Panel³⁴, dir.

³² ASLAN, a.g.e. s.8

³³ ASLAN, a.g.e.

³⁴ The Panel on Takeovers and Mergers (Birleşme ve Kontrol Değişiklikleri Kurulu)-Panel

City Code “Genel İlkeler”,kurallar ve bu kuralları açıklayan ya da kuralların uygulamam alanının genişleten “notlardan” oluşmuştur.City Code’un ana hedefi olan pay alım önerisi ile ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi sırasında hedef ortaklığın ortaklarının korunmasını güvence altına almaktır.Bu ana hedef City Code içerisinde yer alan tüm genel ilke ve kuralları yönetir.City Code tarafından kabul edilen 10 genel ilke ve 38 kuralı vardır. 10 genel ilke aşağıdaki 3 ilkeye indirilerek incelenebilir.

1.Hedef şirketin aynı pay grubundaki menkul kıymetlerini elinde bulunduranların tümü eşit muameleye tabi tutulmalı;yeterli bilgiye ulaşmaları sağlanmalıki yeterli bilgiye dayanarak karar versinler.

2.Hedef ortaklığın yöneticileri ortakların onayı olmadan ortaklığın kontrolünü ele geçirme aracı olarak pay alım önerisinin engelleyecek savunma önlemleri almaya yetkili olmamalıdır.

3.Ortaklığın kontrolünü ele geçirme aracı olarak pay alım önerisinin dürüst ve düzenli işleyen bir piyasa içinde ortaya çıkması ve tamamlanması zorunludur.

38 kural genel ilkelerin uygulanmasına dönük esasları belirleyen çoğaltılmış şeklidir.

City Code yasal bir statüsü olmayan Panel tarafından çıkarılmış olup hukuki nitelikte değildir.

City Code tarafından konulan kuralların çiğnenmesinin yasal bir müeyyidesi yoktur.

1.4.Türk Sermaye Piyasası Mevzuatında Yeralan Pay Alım Teklifine İlişkin Düzenlemeler

Türk hukukunda anonim ortaklıkların el değiştirmesi sonucunda kalan payların satın alınmasına ilişkin esaslar SPKn.'nun 16/A maddesinde ve SPKr.'nun Seri:IV,No:8 Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet Veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliğinde³⁵ düzenlenmektedir.

Ayrıca Seri:VIII, No:39 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nde halka açık anonim ortaklıkların hisselerinin alım satımına ilişkin olarak yapılacak özel durum açıklamalarının esasları açıklanmaktadır.

TTK'nun mevcut şeklinde pay alım teklifine ilişkin düzenlemeler yeralmamakla birlikte, yasalasma sürecinde olan yeni TTK'nda Direktifin içinde düzenlenen satım hakkına ilişkin hükümler yer almakta olup, bunun dışında pay alım teklifi sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen bir konudur.

1.4.1.Sermaye Piyasası Kanunu'nda Yeralan Hükümler

1992 yılında³⁶ Sermaye Piyasası Kanununa eklenen SPKn.'nun **Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar** başlıklı 16/A maddesinde “*Halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak, hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında veya genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekalet istenmesinde veya ortaklığın pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi sonucunu veren, hisse senedi el değiştirmelerinde, sermaye artırımlarında, birleşme ve devirlerde, menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak amacıyla düzenlemeler yapar.*” ifadesi yer almaktadır. Söz konusu maddede halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla hisse senedi toplama girişiminde bulunulması ve ya genel kurullarda oy kullanmak için vekalet istenmesi, önemli hisse senedi el değiştirmelerinde v.b. önemli olaylarda SPKr.'na küçük pay sahiplerinin haklarının korunmasına dönük düzenleme yapma yetkisi verilmiştir.

³⁵ 9.3.1994 tarihli ve 21872 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır

³⁶29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı “Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu'nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun” 13.5.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Daha sonra 1999 yılında³⁷ SPKn.'nun 22/i maddesi değiştirilerek SPKr.'na 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 yetki verilmiştir.

SPKn'nun sözkonusu maddeye ilişkin Gerekçesinde bu değişikliğin, Kanunun 16/A maddesinin birinci fıkrasında Kurul'a yetki tanınan konularda yapılacak düzenlemelere, küçük yatırımcılar lehine etkinlik kazandırma ve ortaklık içi huzuru temin etme amacına yönelik olduğu; başta İngiltere'deki "City Code on Take overs and Mergers" düzenlemesi olmak üzere, gelişmiş sermaye piyasasına sahip Avrupa ülkelerinin hukuklarında ve konuyla ilgili Avrupa Birliği direktif tasarısında yer alan kontrol değişikliği halinde azınlıktaki ortakların payları için zorunlu satın alma teklifi yapılmasına ve hâkimiyet oranı belli bir oranın üstüne çıktığında da, azınlığın, paylarının satın alınmasına hâkim gruptan talep etmek hakkına ilişkin hükümler, azınlık ortaklarına objektif koşullarla ortaklıktan ayrılma hakkı tanıdığı; modern sermaye piyasası hukukunun temel taşlarından olan bu düzenlemelerin, Gümrük Birliği sonrasında halka açık anonim ortaklıklardaki kontrol değişikliklerinde artış olması beklenen ülkemizde de Tasarıyla tanınan yetki çevresinde Kurulca yapılabilecek ve azınlıktaki ortakları koruyucu hükümler öngörülebileceği ifade edilmektedir. Sözkonusu maddenin verdiği yetkiye dayanarak Seri:IV, No:8 Tebliğ'de hususları düzenlenmiştir.

1.4.2. Seri:IV,No:8 Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği³⁸

Sözkonusu Tebliğin ele aldığı önemli konulara aşağıda özetlenmektedir.

i) Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanmasında Bilgi Verme

Anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplama girişiminde Seri:IV,No:8 Tebliğin ekinde bulunan bilgi formunun da ekleneceği bir teklifle yapılır. Sözkonusu

³⁷ 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun md. 10

³⁸ 9.3.1994 tarihli ve 21872 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

Bilgi Formunun SPKr.'nun uygun görüşü alındıktan sonra kamuya duyurulması gereklidir.

Bilgi Formunun İçerğinde aşağıdaki bilgiler bulunur:

- 1) Hisse senetlerinin toplanması amaçlanan şirketin ticaret ünvanı ve adresi
- 2) Çağrıda bulunan ve hisse senedi toplama girişiminde bulunduğu şirket ile mevcut sermaye, yönetim ve ticari ilişkisi
- 3) Toplanacak hisse senedinin;
 - a) İmtiyazlı olup olmadığı, imtiyazlı ise türü,
 - b) Hamiline-Nama yazılı olduğu,
 - c) Adedi-Nominal değeri.
- 4) Birim hisse senedi için teklif edilen fiyat
- 5) Çağrıda bulunanın çağrıya konu olan hisse senedinden elinde mevcut olup olmadığı, varsa adet ve nominal değeri
- 6) Çağrıda bulunanın hisse senetlerini satın almada kullanacağı fonun kaynağı ve miktarı
- 7) Şirketin yönetimine gelinmesi halinde yapılması planlanan tasarruflar hakkında bilgi; maddi sabit kıymetlerin satılması, kiralanması, yapılması düşünülen yatırımlar, işletmenin yönetiminde ve muhasebe organizasyonunda düşünülen değişiklikler, başka bir şirket veya şirketlerle birleşme veya devir kararı alınıp alınmayacağı, işletmecilik ve pazarlamada değişiklik yapılıp yapılmayacağı, yönetim ve denetim kurulu üyeleri ile diğer yöneticilere tanınması düşünülen hak ve menfaatler
- 8) Satılmaya aracılık edecek kuruluşa ilişkin bilgiler
- 9) Satılmanın başlangıç ve bitiş tarihleri.

ii) Zorunlu Pay Alım Teklifi Sahip Olunması Gereken Hisse Oranı:

Seri:IV,No:8 Tebliği 17'nci maddesi uyarınca halka açık bir anonim ortaklığın tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın sermayesinin ve oy haklarının %25'ine veya daha fazlasına ya da bu orana bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü sağlayan paylarına sahip olan kişiler, diğer ortaklara ait hisse senetlerini de satın almak üzere çağrıda bulunmak zorundadır.

Tek başına veya birlikte hareket ettiği kişilerle beraber bir ortaklığın sermayesine ve oy haklarına %25 ile %50 arasında bir oranda sahip olanlar da, herhangi

bir on iki aylık süre içerisinde bu oranı, %10 ya da daha fazla arttırsalrarsa, diğer ortaklara ait hisse senetlerini satın almak üzere çağrıda bulunmakla yükümlüdürler.

iii) Zorunlu Pay Alım Teklifinde Uygulanması Gereken Fiyat

Seri:IV,No:8 Tebliğin düzenlenmesinde azınlık pay sahiplerinin zarar görmesini önlemek amacıyla çağrı fiyatının belirlenmesine özel bir önem atfedilmiştir. Buna göre yapılacak çağrıda ortaklara önerilecek fiyatın, şirketin yönetim kontrolünü sağlayan paylar, çağrı yoluyla hisse senedi toplanması sonucunda alınmışsa, bu çağrıda ortaklara ödenen en yüksek fiyattan, blok alımlar yoluyla yapılmışsa blok alımda ödenen en yüksek fiyattan; diğer yollarla yapılmışsa, alımı yapan kişinin veya birlikte hareket ettiği kişilerin, alımı yapmalarından önceki üç ay içerisinde ortaklık hisse senetlerine ödedikleri en yüksek fiyattan daha aşağı olamaz.

Önerilecek bedelin nakit karşılığı olması ve yapılacak çağrının, en az onbeş gün süreyle ortaklara açık olması zorunludur.

iv) Çağrı yapma zorunluluğuna muafiyet getirme esasları

Pay alım teklifinde bulunması zorunluluğuna aşağıdaki hususların gerçekleşmesi halinde muafiyet getirilebilir:

- Ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabının, ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olan bir sermaye veya yönetim yapısı değişikliği gereğince gerçekleştirilmesi. Kurul, bu şartın varlığının, bağımsız bir kuruluş raporuyla kanıtlanmasını isteyebileceği gibi, Kurul uzmanlarına gerekli incelemeleri yaptırabilir.

- Ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabının, TTK'nun 388 inci maddesinin ikinci fıkrasının birinci cümlesindeki yetersayı ile toplanan ortaklık genel kurulunda onaylanması.

- Ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının iktisabına rağmen, ortaklığın sermaye dağılımı gereğince, yönetim hakimiyetinde hiç bir değişiklik olmaması. Bu halde, ilgililerin başvurusu üzerine, ortaklığın sermaye yapısı Kurul'ca incelenir ve iktisapların, yönetim hakimiyetine bir etkisinin olmadığı sonucuna varılırsa çağrı yapma zorunluluğuna muafiyet kararı verilebilir.

- Ortaklığın hisse senetlerinin ve oy haklarının, yasal zorunluluklar sonucunda iktisap edilmesi veya oranların istenmeden aşılması hallerinde, çağrı yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın Kurul'ca belirlenecek asgari sürede elden çıkarılacağına taahhüt edilmesi.

-Özelleştirme kapsamındaki ortaklıklarda, kamu paylarının satışında bu Tebliğe göre çağrı yükümlülüğü doğduğu takdirde, özelleştirme uygulamalarının amacı dikkate alınarak, Kurulca çağrıdan muafiyet getirilebilir.

v) Seri:IV,No:8 Tebliğin önemli bir eksikliği de zorunlu pay alım tekliflerine(çağrı) uyulmaması durumunda yaptırım gücünün yetersizliğidir. Uygulamada SPKn.'nun 47/A maddesi uyarınca idari para cezaları verilmekle birlikte bu koundaki düzenlemelerin daha da etkinleştirilmesinde fayda görülmektedir.

1.4.3.Seri: VIII, No:39 sayılı Tebliğde Düzenlenen Kamuyu Aydınlatma Esasları

Pay alım satımlarına ilişkin özel durum açıklamalarına ilişkin sermaye piyasası mevzuatında özellikle 2003 yılından itibaren yapılan düzenlemelerle kamunun yeterli ve doğru olarak aydınlatılması temin edilmiştir.

SPKn'nun 1 ve 16/a maddelerine dayanılarak çıkarılan Seri:VIII, No:39 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği³⁹'ne 2004 yılında⁴⁰ yapılan değişiklikle kontrol edilen ortaklık⁴¹ tanımı getirilmiştir.

Tebliğin; Özel Durumlar başlıklı 5'inci maddesinin (a) ve (h) bendlerinde⁴² ortaklığın sermaye yapısına ve yönetim kontrolüne ilişkin yapılan değişikliklerde kamuya özel durum açıklaması yapılması gerekmektedir.

³⁹ 20/07/2003 tarihli ve 25174 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁴⁰ 07/07/2004 tarihli ve 25515 sayılı Resmi Gazete'de; "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" Seri: VIII, No: 42 yayımlanmıştır.

⁴¹ "Kontrol EdilenOrtaklık : Bir gerçek kişi veya tüzel kişinin;

(a) Ortakların veya yönetim kurulu üyelerinin oy hakkının çoğunluğuna sahip olduğu ortaklığı, veya
(b) Aynı zamanda ortağı veya yönetim kurulu üyesi olduğu ve yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu atama veya görevden alma hakkına sahip olduğu ortaklığı, veya
(c) Aynı zamanda ortağı veya yönetim kurulu üyesi olduğu ve diğer ortaklar veya yönetim kurulu üyeleri ile yapılmış bir anlaşma uyarınca tek başına ortakların veya yönetimkurulu üyelerinin oy haklarının çoğunluğunu kontrol ettiği ortaklığı,
ifade eder."

⁴² "Özel durumlar

Madde 5 –.....

a) Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler;

1) Sermaye yapısında, hisselerin sahip olduğu oy haklarında veya ana sözleşme ile tanınan diğer haklarda meydana gelen değişiklik veya sermaye piyasası mevzuatı uyarınca vekalet toplanması veya bir sözleşme nedeniyle veya sair yollarla yönetim kontrolünün doğrudan veya dolaylı el değiştirmiş olması,

2) Bir gerçek veya tüzel kişinin veya bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin, doğrudan veya dolaylı olarak ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermayenin en az %5, %10,%15,%20,% 25, 1/3, % 50, 2/3 ve %75 ine veya daha fazlasına sahip olması veya ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermaye payının söz konusu oranların altına düşmesi,

3) Oy sözleşmelerinin varlığının ortaklıkça öğrenilmesi,

4) Bir kurucuya ait yatırım fonlarının doğrudan veya dolaylı olarak ortaklık sermayesinin veya toplam oy hakkının %5, %10, %15, %20,% 25, 1/3, % 50, 2/3 ve %75 ine veya daha fazlasına sahip olması, toplam oy hakkının veya sermaye payının söz konusu oranların altına düşmesi,

Tebliğin “Hisse Senetlerinde İşlem Yapanların Açıklaması” başlıklı 14’ncü maddesine: Seri: VIII, No: 42 sayılı Tebliğ ile yapılan ekleme ile⁴³ ise, 5’nci maddenin a/a ve h/1 bendleri uyarınca yapılması gereken pay alım satımlarına ilişkin özel durum açıklamalarında oy haklarının da dikkate alınması gerektiği ifade edilmektedir.

Kamuyu aydınlatmaya ilişkin Seri:VIII, No:39 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği’ndeki düzenlemelerin pay alım tekliflerinin öncesi ve sonrasındaki aşamalarda ortaklık yapılarının açıklanması açısından yeterli bilgileri içerdiği düşünülmekle birlikte, Seri:IV,No:8 Tebliğe Direktif doğrultusunda yapılacak eklemelerde gözden geçirilmesi uygun olacaktır.

.....

h) Diğer değişiklikler;

1) Ortaklıkların; yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür ve yardımcıları, ortaklıkta önemli karar ve yetki sorumluluğu taşıyan diğer kişiler ve sermayenin veya toplam oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak %5 veya daha fazlasına sahip ortaklarının veya söz konusu kişilerle birlikte hareket edenlerin ortaklık hisse senetlerini almaları ya da satmaları.....”

⁴³ **"Hisse senetlerinde işlem yapanların açıklaması**

Madde 14-.....

5 inci maddenin (a) bendinin (2) numaralı alt bendi ile (h) bendinin (1) numaralı alt bendinde belirtilen işlemlerde aşağıda sayılan oy hakları da dikkate alınır ve söz konusu oy haklarına sahip olan gerçek veya tüzel kişilerin birlikte hareket ettikleri kabul edilir.

a) Bir başka gerçek veya tüzel kişiye ait olmakla birlikte hisse senetlerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişinin kendi hesabına kullanma hakkına sahip olduğu oy hakları,

b) Hisse senetlerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişiler tarafından kontrol edilen ortaklıkların sahip oldukları oy hakları,

c) Hisse senetlerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişilerin, kullanma hakkına sahip oldukları oy haklarını aynı doğrultuda kullanmak yoluyla, ortaklığın yönetiminde ortak bir politika belirlemek için kendilerini yükümlülük altına sokan yazılı bir sözleşme imzaladığı üçüncü kişilerin kullanma hakkına sahip oldukları oy hakları,

d) Hisse senetlerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişiler ya da söz konusu kişiler tarafından kontrol edilen ortaklıklarla, oy kullanım haklarının geçici devri için yazılı anlaşma yapmış olan üçüncü kişilerin kullanma hakkına sahip oldukları oy hakları,

e) Hisse senetlerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişiye ait olup da oy haklarının teminat alana ait olduğu ve bu hakkın teminat alan tarafından kullanılma niyetinin açıklandığı haller hariç olmak üzere, teminat olarak verilmiş hisse senetlerinden doğan oy hakları,

f) Kullanılma koşulları işlem yapan gerçek kişinin hayatta olması veya tüzel kişinin tüzel kişiliğini sürdürmesi şartına bağlı olan oy hakları,

g) İşlem yapan gerçek veya tüzel kişinin veya yukarıda belirtilen diğer gerçek veya tüzel kişilerin, yazılı bir anlaşma çerçevesinde sadece kendi iradesine bağlı olarak kullanma yetkisine sahip oldukları oy hakları,

h) Hisse senetlerinde işlem yapan gerçek veya tüzel kişilere tevdi edilen ve aksine bir talimat olmaması halinde kendi iradeleri ile kullanabilecekleri oy hakları.

(g) bendinde düzenlenen bildirim yükümlülüğü bakımından sözleşmeye konu hakkın fiilen kullanılmış olması zorunlu olmayıp, sözleşmenin yapılmış olması esas alınır.

(Ek dördüncü fıkra: Seri: VIII, No: 42 sayılı Tebliğ ile) Üçüncü fıkarda yer alan hükümler, birlikte hareket eden kişilerin ellerinde bulundurduğu sermaye paylarının hesaplanması için de uygulanır.”

II. AVRUPA TOPLULUĞU'NUN 2004/25 SAYILI DİREKTİFİNİN ÇAĞRI YOLUYLA VEKALET VE HİSSE SENEDİ TOPLANMASINA İLİŞKİN SERMAYE PİYASASI MEVZUATINDAKİ DÜZENLEMELER İLE KARŞILAŞTIRILMASI

Ortaklığın kontrolünü ele geçirme aracı olarak pay alım önerisi kara avrupası hukuk sisteminin özelliklerini gösteren Türk Hukuku'nda sermaye piyasasının düzenlemesi ile gündeme gelen oldukça yeni bir konudur.⁴⁴

Sermaye Piyasası Kurulunca konuya ilişkin ilk düzenleme tarihinde 3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı SPKn.'na eklenen 16/A maddesi ile SPKr.'na ortaklığın kontrolünü ele geçirme aracı olarak pay alım önerisini düzenleyen kuralları koymak ve bu kuralların uygulanmasını sağlamak yetkisi verilmiştir. SPKr. Direktifte belirtilen ulusal gözetim organının işlevini yerine getirecektir. SPKn.'nda yapılan düzenlemenin ardından ,SPKr.'nca Seri:IV,No: 8 sayılı Tebliğ'de genel esaslar düzenlenmiştir.

Tebliğ ile Direktif arasındaki belli başlı farklılıkları aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür:

i) Seri:IV,No:8 sayılı Tebliğde Direktiften farklı olarak pay alım önerisine hakim olacak genel ilkelere yer verilmemiştir.

Pay alım önerisine ilişkin bir düzenlemenin önce kapsamını geniş tutmak üzere genel ifadeleri içeren genel ilkeleri belirtmesinin ardından, genel ilkelerle belirlenen amacı gerçekleştirecek ayrıntılı hükümlere yer vermesi,yetkili gözetim organı olarak SPKr.'na kuralların uygulanmasında pay alım önerisi işleminin gerektirdiği esnekliği ve hızlılığı sağlayacaktır.⁴⁵

ii) Direktifte bulunan genel ilkelere bir diğeri de, kontrolü el değiştiren ortaklığın ortaklarına fırsat eşitliğinin sağlanması ve böylece azınlığın korunmasıdır.

Seri:IV, No:8 Tebliğde, azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması ilkesi gözetilerek, Tebliğin 17'nci maddesi ile zorunlu pay alım önerisine ilişkin hükümler getirilmiştir.

iii) Direktifte yer alan genel ilkelere birisi de pay alım önerisinin ortaya çıktığı ve tamamlandığı süreçte piyasada etkin bir bilgi akışının sağlanması zorunluluğudur.Özellikle pay alım önerisinin yapılmasından hemen önce ve pay alım önerisi sırasında içeriden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesi piyasanın saydamlığının

⁴⁴HACİMAHMUTOĞLU,Dr.Sibel,Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri,BATİDER,Haziran 2006

⁴⁵ HACİMAHMUTOĞLU,Dr Sibel,a.g.e

sağlanması için zorunludur.⁴⁶ Seri: IV,No:8 Tebliğ de kamunun aydınlatılmasına ilişkin hususlar yeterli olmayıp, bununla birlikte, SPKr.’nun Seri:VIII, No:39 sayılı Tebliğinin 5’inci ve 14’üncü maddelerinde getirilen pay alım satımları ve oy halklarında değişiklik olması halinde özel durum açıklaması yapılmasına ilişkin özellikle 2003 yılından sonra getirilen düzenlemelerin yeterli olduğu düşünülmektedir.

iv) Direktifin “Tanımlar “ başlıklı 22nci maddesinin 1/(a) bendinde pay alım teklifinin hedef şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmeyi takiben ya da ele geçirme amacıyla, zorunlu ya da isteğe bağlı olarak bir şirketin menkul kıymetlerinin tümünü ya da bir kısmını ele geçirmek için hedef şirketin ortaklarına yapılan(hedef şirket dışında) bir çağrı(pay alım teklifi) ifade edilmektedir. Direktifin sözkonusu düzenlemesine göre pay alım teklifi zorunlu ya da isteğe bağlı olarak ya da kısmen yapılabilecektir.

Direktifin “Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması, Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü ve Fiyat Eşitliği” başlıklı 5’inci maddesinde zorunlu çağrının esasları yer almaktadır.

İsteğe bağlı pay alım teklifi hedef şirketin kontrolünü ele geçirme amaçlı iken, zorunlu çağrıda hedef şirketin menkul kıymetlerini zaten elde etmiş olan teklif sahibi tarafından belirli oranlara ulaşılmış olması nedeni ile teklif yapılmaktadır. Şirketin menkul kıymetlerinin bir kısmını ele geçirme amaçlı olan kısmi çağrı ya da pay alım teklifinde ise, şirketin kontrolünün elde edilmesinden ziyade sınırlı bir amacın gerçekleştirilmesi hedeflenmektedir; örneğin, hedef şirket’te % 3 oranında bir paya sahip olana ortak veya ortaklar bu paylarını azınlık paylarını sahibi olduğu hakları elde etmek üzere % 5’e çıkarabilmek amacıyla kısmi bir pay alım teklifi yapabilirler.

Seri:IV,No:8 Tebliğde zorunlu teklif kuralları düzenlenmiş olmakla birlikte isteğe bağlı ve kısmi pay alım tekliflerine ilişkin herhangi bir düzenleme yer almamaktadır.

v) Fiyat Ayarlaması Kuralı (Adjusment Rule)

Direktifin 5’inci maddesinin 1’inci bendi uyarınca azınlık pay sahiplerini korumak için yapılacak teklifte menkul kıymetlerini tüm pay sahiplerine hitaben ,ellerinde bulundurdukları tüm menkul kıymetler için 4’ncü fıkrada tanımlanan fiyat eşitliği ilkesi çerçevesinde yapılması zorunludur. Sözkonusu maddenin 4’ncü bendi uyarınca teklifte buluna ya da onunla birlikte harekete eden kişilerin aynı menkul

⁴⁶ HACİMAHMUTOĞLU Dr. Sibel, Sibel, AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13.Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme,s135

kıymetler için,bir süre için, ödediği en yüksek fiyatın tekliften önce altı aydan kısa ve oniki aydan uzun olmamak üzere üye devletler tarafından belirlenmesi gerektiği ve bu fiyatın adil fiyat olduğu ifade edilmektedir. Aynı bende yeralan hüküm uyarınca bir teklifin kamuya açıklanmasından sonra ve kabul için teklif süresini sona ermesinden önce teklifte bulunana ya da onunla birlikte hareket eden kişiler menkul kıymetleri tekliften daha yüksek bir fiyattan alırlarsa ,teklifte bulunan teklifini satın aldığı menkul kıymetler için ödediği en yüksek fiyattan az olmamak üzere yükseltmesi gereklidir.

Aynı bend uyarınca üye devletlerin düzenleyici otoritelerinin birinci bende belirtilen durumlarda ve açıkça belirtilen kriterler uygun olarak fiyatların düzeltilmesi için yetkili kılınabileceği ifade edilmektedir.

Bu amaçla en yüksek fiyatın alıcı ile satıcı arasında bir antlaşma ile tespit edildiği durumlarda maddede belirtilen fiyatın sağlıklı bir şekilde oluşumuna engel olabilecek istisnai hallerin gerçekleşmesi halinde düzenleyici otoritelerin en yüksek fiyatın yukarı ya da aşağıya doğru düzeltildiği(adjustment) bir liste hazırlayabilecekleri,düzenleyici otoritelerin aynı zamanda bazı olaylarda ,örneğin belli bir dönem için ortalama piyasa değeri, şirketin tasfiye değeri ya da genel olarak mali analizde kullanılan diğer objektif değerlendirme yöntemleri gibi uygulanacak kriterleri belirleyebilecekleri ifade edilmektedir.

Seri:IV,No:8 Tebliğin 17'nci maddesinde uygulanan fiyat kuralına göre, yapılacak çağrıda ortaklara önerilecek fiyat, birinci fıkrada düzenlenen alımlar, çağrı yoluyla hisse senedi toplanması sonucunda yapılmışsa, bu çağrıda ortaklara ödenen en yüksek fiyattan, blok alımlar yoluyla yapılmışsa blok alımda ödenen en yüksek fiyattan; diğer yollarla yapılmışsa, alımı yapan kişinin veya birlikte hareket ettiği kişilerin, alımı yapmalarından önceki üç ay içerisinde ortaklık hisse senetlerine ödedikleri en yüksek fiyattan daha aşağı olamaz. Önerilecek bedelin nakit karşılığı olması ve yapılacak çağrının, en az onbeş gün süreyle ortaklara açık olması zorunludur.

Seri:IV, No:8 Tebliğin düzenlemesinde zorunlu pay alım teklifinde teklifte bulunulan diğer ortakların bu alım satımdan zarar etmemesi için en az teklifte bulunanın kendi maliyeti kadar bir fiyattan alım yapabilmesine imkan getirilmiştir. Bununla birlikte Tebliğde öngörülen fiyat uygulaması ile Direktifte açıklanan adil fiyat uygulaması arasında farklılık vardır. Direktifte uygulanan adil fiyat politikasında düzenleyici otoritenin fiyatın en adil bir şekilde belirlenebilmesi hususunda değerlendirme yapmasına imkan getirilmiştir.

vi) Direktifte çağrı öncesi ve sonrasındaki her aşamada yönetim kuruluna önemli sorumluluklar yüklenmiş olup bu nedenle Seri:IV, No:8 Tebliğ ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi sırasında hedef ortaklığın yönetim kurulunun görevlerine ilişkin yeterli hükümleri içermediği düşünülmektedir.

Oysa ortaklığın kontrolünün el değiştirmesi sırasında hedef ortaklığın ortaklarının korunması açısından ,hedef ortaklığın yönetim kurulunun rolünün belirlenmesi büyük önem taşır⁴⁷.

Direktif gereğince yapılacak düzenlemede pay alım önerisi ile ortaklığın kontrolünün el değiştirip değiştirmemesine ,hedef ortaklığın yönetim kurulu değil pay sahipleri karar vereceğinden, hedef ortaklığın yönetim kurulu pay alım önerisi sırasında hedef ortaklığın ortaklarının paylarını devretmesine ve böylece ortaklığın kontrolünün el değiştirmesine engel olacak savunma önlemleri alamaz. Ancak Seri:IV,No:8 sayılı Tebliğ hedef ortaklığın yönetim kurulunun pay alım önerisi sırasında alabileceği savunma önlemlerini yasaklamamıştır.⁴⁸

vii) Satınalma Hakkı

Satın alma hakkı, ülkemizdeki mevcut düzenlemelerin hiçbirinde yer almamakla birlikte, kanunlaşması beklenen TTK tasarısı ile SPKn. tasarısı taslağının her ikisinde de düzenleme alanı bulmaktadır.

Bu konuda yapılan çalışmaların neticesinde henüz yasalaşmamış olan yeni TTK tasarısının “*satın alma hakkı*” başlığını taşıyan 208’inci maddesinde⁴⁹ düzenleme yapılmıştır.Söz konusu madde çoğunluğun satma hakkını düzenlemektedir.

Diğer taraftan SPKn’nun AB hukukuna uyumunu sağlamak hem de değişen ihtiyaçlara cevap verecek çözümler üretmek amacıyla hazırlanan Sermaye Piyasası Kanunu Taslağı Tasarısında da satın alma hakkının AB üyesi ülkelerde uygulama bulunduğu ve konuyu içeren bir AB Direktifinin yayımladığı da dikkate alınarak, kanun tasarısına konunun düzenlemesini Kurul’un yetkisine bırakan bir madde eklenmiştir⁵⁰.

Söz konusu taslağın “*Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü, Satın Alma ve Satma Hakkı*” başlığını taşıyan 24’üncü maddesinin 3’üncü bendi, “*Bir gerçek ve/veya tüzel*

⁴⁷ HACİMAHMUTOĞLU,Dr Sibel,a.g.e

⁴⁸ HACİMAHMUTOĞLU,Dr. Sibel, Sibel, AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13.Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme,s134

⁴⁹ Yeni TTK madde 208:SatınAlma Hakkı:“*Hakim şirket, doğrudan veya dolaylı olarak bir sermaye şirketinin paylarının ve oy haklarının en az %90’ına sahipse ,azlık şirketin çalışmasının engelliyor,dürüstlük kuralına aykırı davranıyor,fark edilir sıkıntı yaratıyor veya pervasızca hareket ediyorsa ,hakim şirket azlığın paylarını varsa borsa değeri, yoksa 202’nci maddenin ikinci fıkrasında öngörülen şekilde belirlenen değer ile satabilir.*” denilmektedir.

⁵⁰ ASLAN,Ayşegül, a.g.e.

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.” şeklindedir.

Satınalma hakkının kullanılması ile gerek şirket açısından karşılaşılabilecek ek maliyetlerin giderilerek şirketin işlerinin kolaylıkla yönetilebilmesi, gerekse ortaklıkta etkinliği kalmayan azınlık ortaklara ait payların makul bir bedelle karşılığında satın alınması imkanının sağlanması mümkün olacaktır.

Bunun yanısıra, mevcut düzenlemeler çerçevesinde sermayesinin büyük bir kısmı bir veya birkaç ortağın elinde toplanan şirketlerde kalan sınırlı orandaki payın çok sayıda kişinin elinde toplanması nedeniyle şirket gerçek anlamda halka açık olmadığı halde halka açık bir şirketin tabi olduğu mali tablo ,kamuyu aydınlatma v.b. düzenlemelere tabi olmaktadır.

Türk şirketlerinin sermaye yapılarının, 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 olmadığının anlaşılmasında faydalı olacaktır.

Türk şirketlerinin ortaklık yapıları üzerindeki araştırmalardan biri Burçin YURTOĞLU tarafından yapılmıştır⁵¹. 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. 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 yapılmıştır⁵². 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.

⁵¹ YURTOĞLU, Burçin. “Corporate Governance and Implications For Minority Shareholders in Turkey”, Aralık 2003, Discussion Paper 2003/7, <http://www.tek.org.tr>

⁵² DEMİRAĞ, İstemi S. / SERTER, Mehmet: “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, Corporate Governance, 2003: An International Review, Vo.11, s.40-51

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 ele alınması gerekmektedir.⁵³

viii) Satma Hakkı

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. Satın alma hakkı hedef şirketin çıkarları düşünülerek geliştirilmiş bir uygulama iken, satma hakkında azınlık ortakların çıkarları düşünülmüştür.⁵⁴

Direktifteki düzenlemelere paralel olarak yapılacak bir Tebliğ değişikliği ile satma hakkı ile de azınlık ortakların menfaatlerini koruyucu düzenlemelere gidilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

TTK tasarısının azınlığın satma hakkını düzenleyen 202’nci maddesinin 2’nci bendindeki düzenlemenin⁵⁵ yanısıra SPKn. taslağının “*Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü, Satın Alma ve Satma Hakkı*” başlığını taşıyan 24’üncü maddesinin 3’üncü bendinde de konuya ilişkin düzenleme yapılmış olup konuya ilişkin Seri:IV,No:8 Tebliğde yapılacak düzenleme çalışmaları devam etmektedir.

Ayrıca TTK tasarısının “Kolaylaştırılmış Birleşme” başlıklı 155’nci maddesi ‘nin 2’nci bendi uyarınca, devralan sermaye şirketinin devrolan sermaye şirketinin tüm paylarına değil de en az oy hakkı veren paylarının % 90’ına sahip olması halinde azınlıkta kalan pay sahiplerine devralan şirketteki payları, yada nakdi bir değeri önermesi suretiyle ortaklıktan çıkarabilmesi imkanı getirilmiş olup, bu düzenleme pay alım tekliflerindeki azınlığın satma hakkına benzetmekle birlikte, amaç bakımından farklılık arz etmektedir. TTK düzenlemelerinin daha çok payın devrine ilişkin genel kurallara istisna getirme amaçlı olduğu buna karşın pay alım teklifindeki satma

⁵³ ASLAN,Ayşegül,a.g.e.

⁵⁴ ASLAN,Ayşegül,a.g.e.

⁵⁵ Hakimiyetin uygulanması sonucu gerçekleştirilen ve bağlı şirket bakımından açıkça anlaşılabilir haklı bir sebebi bulunmayan,birleşme,bölünme, tür değiştirme,fesih, menkul kıymet çıkarılması ve esas sözleşme değişikliği gibi önem taşıyan işlemlerde genel kurul kararına red oyu veren veya yönetim kurulunun bu tür kararlarına yazılı olarak itiraz eden pay sahipleri hakim teşebbüsten zararlarının tazmin edilmesinin veya paylarının borsa değeriyle,böyle bir değer bulunmuyorsa, gerçek ya da genel kabul gören bir yönetime göre belirlenecek değerle satın alınmasını isteyebilirler. Mahkeme somut olayın özelliklerini dikkate alarak hakkaniyete en uygun hakim teşebbüse satın alınmasını kararar bağlar.Belirlemede karar tarihine en yakın tarihteki değer ve veriler esas alınır.Tazminat ve payların satın alınması davası, genel kurul kararının verildiği ,yönetim kurulu kararının belirlendiği tarihten başlayarak, bir ve her halde iki yılda zaman aşımına uğrar.

hakkının şirketteki kontrol değişikliğini sonucunda ortaya çıkan bir işlem olduğu düşünölmektedir.

ix) Kısıtlamalara Karşı İstisnalar(Breakthrough) Kuralı

Kısıtlamalara karşı istisnalar kuralı hedef şirketi ele geçirmek isteyen şirketin işlemlerini kolaylaştırıcı işlemleri ifade eder. Burada amaç teklife karşı, teklife konu olan şirket yönetiminin alacağı pozisyonda imtiyaz ve pay devri kısıtlamalarını uygulanmamasıdır.

Bu kuralın olası istisnalarla karşı dikkatli bir şekilde gözden geçirilerek değerlendirilmesinin uygun olacağı düşünölmektedir. Bu anlamda özellikle kuralın zorunlu mu gönüllü mü olmak üzere düzenleneceğinin üzerinde durulmasının uygun olacağı düşünölmektedir.

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

İçinde bulunduğumuz dönemde ticari yaşamda yaşanan rekabet ulusal sınırların ötesinde küresel bir boyuta taşınmıştır. Ticarete yaşanan yoğun rekabet şirketler arasında güç birliği yaratmak üzere birleşme, el değiştirme, ele geçirme türü faaliyetlerin yoğunlaşmasına yol açmıştır. Özellikle hisseleri halka açık olan şirketlerin kontrolünün el değiştirmesine yol açan pay alım teklifleri son yıllarda gerek dünyada ve gerekse Türkiye’de artmıştır.

Pay alım teklifi daha çok gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerin konusudur. Bir ülkede sermaye piyasası yeterince gelişmemişse, o ülkedeki ortaklıkların çoğu muhtemelen halka kapalı olacaktır. Bu tip ortaklıklar çok karlı olsa bile getirilen pay alım önerilerinin azınlık pay sahipleri olmayacağı için alıcı ile satıcıyı ilgilendiren kamu menfaati ile ilgisi olmayan sınırlı bir işlem olarak değerlendirilecektir.

Pay alım önerisine ilişkin ilk yasal düzenlemeler öncelikle ABD ve İngiltere’de görülmüş, Avrupa Topluluğunun bu konudaki düzenlemeleri üzerinde 1989 yılından bu yana sürdürülen çalışmalarla 2004 yılında Direktif kabul edilmiştir.

Türkiye 1963 yılında müracaat ettiği Avrupa Birliği üyeliği yolunda uzun bir süreci atlatarak 1999 Aralık Helsinki Zirvesi’nde aday ülke sıfatını almıştır. 2004 yılında toplanan AB zirvesinde 2005 yılının 3 Ekiminde müzakerelerin başlamasına karar verilmiştir. Her ne kadar 15.12.2006 tarihinde yapılan AB zirvesinde Türkiye ile 8 başlıkta müzakerelerin dondurlması kararı verilmiş olmakla birlikte Türkiye’nin üyelik koşullarından biri olan AB müktesebatına uyum yönündeki çalışmalarına çerçevesinde sermaye piyasası mevzuatının AB müktesebatına uyumu yönündeki çalışmalar devam etmektedir. Türkiye’nin AT’na aday ülke perspektifi çerçevesinde AT’nun Pay Alım Direktifini göz önüne alarak Seri:IV,No:8 Tebliğdeki düzenlemeleri gözden geçirilmektedir.

Ülkemizde halka açık şirketlerde ilk pay alım teklifi 1996 yılında görülmekle birlikte, sermaye piyasasının gelişmesine bağlı olarak özellikle 2000 yılından sonra halka açık anonim ortaklıkların büyük pay sahibi ortaklarının paylarının el değiştirmesi ile kalan pay sahiplerine dönük pay alım tekliflerinde artışlar görülmüştür. Türkiye’de genellikle alıcı ile satıcının antlaşmasına dayanan el değiştirme işlemleri görülmekle birlikte, zaman içinde hostile takeover olarak

adlandırılan ortaklık yönetiminin onaylamadığı tekliflerinde yaygınlaşacağı düşünülmektedir.

Halihazırda çağrıda bulunma esaslarını düzenleyen Seri:IV, No:8 Tebliğin 17'nci maddesinde zorunlu çağrı, çağrıdan muafiyet esasları düzenlenmekte olup, satınalma ve satma hakkı, kısıtlamalara karşı istisnalar kuralı gibi düzenlemeler mevcut düzenlemelerde yer almamaktadır. Seri:IV, No:8 Tebliğin önemli bir eksikliği de zorunlu pay alım tekliflerine(çağrı) uyulmaması durumunda yaptırım gücünün yetersizliğidir.Uygulamada SPKn.'nun 47/A maddesi uyarınca idari para cezaları verilmekle birlikte bu konudaki düzenlemelerin daha da etkinleştirilmesinde fayda görülmektedir.

Pay alım tekliflerin kamunun aydınlatılmasına ilişkin Seri:VIII, No:39 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'ndeki düzenlemelerin pay alım tekliflerinin öncesi ve sonrasındaki aşamalarda ortaklık yapılarının açıklanması açısından yeterli bilgileri içerdiği düşünülmekle birlikte, Seri:IV, No:8 Tebliğin Direktife uyumu doğrultusunda yapılacak incelemelerde gözden geçirilmesi uygun olacaktır.

Direktifin "Tanımlar " başlıklı 22'nci maddesinin 1/(a) bendinde pay alım teklifinin hedef şirketin yönetim kontrolünü ele geçirmeyi takiben ya da ele geçirme amacıyla, zorunlu ya da isteğe bağlı olarak bir şirketin menkul kıymetlerinin tümünü ya da bir kısmını ele geçirmek için hedef şirketin ortaklarına yapılan(hedef şirket dışında) bir çağrı(pay alım teklifi) ifade edilmektedir. Seri:IV,No:8 Tebliğde zorunlu teklif kuralları düzenlenmiş olmakla birlikte isteğe bağlı ve kısmi pay alım tekliflerine ilişkin herhangi bir düzenleme yer almamaktadır.

Direktifin 5'inci maddesinin 1'inci bendi uyarınca azınlık pay sahiplerini korumak için yapılacak teklifte menkul kıymetlerini tüm pay sahiplerine hitaben ,ellerinde bulundurdukları tüm menkul kıymetler için 4'ncü fıkrada tanımlanan fiyat eşitliği ilkesi çerçevesinde yapılması zorunludur. Seri:IV,No:8 Tebliğin 17'nci maddesinde uygulanan fiyat kuralına göre, yapılacak çağrıda ortaklara önerilecek fiyat, birinci fıkrada düzenlenen alımlar, çağrı yoluyla hisse senedi toplanması sonucunda yapılmışsa, bu çağrıda ortaklara ödenen en yüksek fiyattan, blok alımlar yoluyla yapılmışsa blok alımda ödenen en yüksek fiyattan; diğer yollarla yapılmışsa, alımı yapan kişinin veya birlikte hareket ettiği kişilerin, alımı yapmalarından önceki üç ay içerisinde ortaklık hisse senetlerine ödedikleri en yüksek fiyattan daha aşağı olamaz. Önerilecek bedelin nakit karşılığı olması ve yapılacak çağrının, en az onbeş gün süreyle

ortaklara açık olması zorunludur. Seri:IV, No:8 Tebliğin düzenlenmesinde zorunlu pay aşım teklifinde teklifte bulunulan diğer ortakların bu alım satımdan zarar etmemesi için en az teklifte bulunanın kendi maliyeti kadar bir fiyattan alım yapabilmesine imkan getirilmiştir. Bununla birlikte Tebliğde öngörülen fiyat uygulaması ile Direktifte açıklanan adil fiyat uygulaması arasında farklılık vardır. Direktifte uygulanan adil fiyat politikasında düzenleyici otoritenin fiyatın en adil bir şekilde belirlenebilmesi hususunda değerlendirme yapmasına imkan getirilmiştir.

Satınalma ve satma hakkı SPKn.'nun değişiklik tasarısında dikkate alınmış olmakla birlikte, henüz Seri:IV,No:8 Tebliğde satın alma hakkına ilişkin düzenleme yapılmamıştır. Satın alma hakkının düzenlenmesiyle, 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 şirketlerin , Kurul kaydından çıkması için faydalı bir yöntem olduğu, diğer taraftan da şirketlerin daha etkin çalışmasına imkan vereceği düşünülmektedir.

Benzer şekilde 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 hakkı olan satma hakkının da yeni ortaklık ve yönetim yapısı karşısında azınlık pay sahiplerinin korunması açısından önemli bir düzenleme olacağı düşünülmektedir.

Bunun yanı sıra pay alım önerisi yapılan hedef ortaklığın ortaklığına pay alım önerisi ile ilgili yeterli bilgilerin tam ve doğru olarak zamanında sunulması ve kendilerine bu bilgileri değerlendirerek karar vermeleri için gerekli sürenin sağlanması ve el değiştirme sonrasında hisselerini muhafaza etmek isteyen azınlık pay sahiplerinin kendilerini büyük pay sahiplerine karşı koruyabilmelerine dönük sermaye piyasası mevzuatındaki düzenlemelerin geliştirilmesine ihtiyaç olduğu düşünülmektedir.

Bu bağlamda yönetim kurulunun da sürecin her aşamasında gerekli bilgiyi yatırımcılara ve çalışanlara sağlaması, bu konuda talep edildiği durumlarda görüşünü açıklaması gereklidir.

Düzenlemelerde yapılacak değişikliklerin özellikle ülkemizde faaliyet gösteren şirketlere dönük olarak giderek artan yabancı sermaye ilgisi nedeniyle faydalı olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

1. ASLAN,Ayşegül, Squeeze-out Right/ Satınalma Hakkı,Yayımlanmamış SPK Yeterlilik Etüdü,2006
2. City&Financial Publishing and Authors, A practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, 4th edition, 2005,United Kingdom
- 3.ÇAMOĞLU,E.(POROY,R./TEKİNALP,Ü.):Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku, 9'ncu Bası,İstanbul,2003
- 4.DAVİES, P.GOWER and DAVİES' Principles of Modern Company Law,7th. ed, London 2003
5. DEMİRAG, İstemi S. / SERTER, Mehmet: "Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies", Corporate Governance, 2003: An International Review, Vo.11, s.40-51
6. Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids
- 7.HACİMAHMUTOĞLU, Dr. Sibel, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13.Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme, BATİDER, Haziran 2001
- 8.HACİMAHMUTOĞLU,Dr.,Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri,BATİDER,Haziran 2006
- 9.KARA,Hatice,"Şirket El Değişirmeleri",Yayımlanmamış SPK Yeterlilik Etüdü,1990
- 10.MANAVGAT,Çağlar:Aleni Pay Alım Teklifi(Tender Offer-Takeover Bid) Ankara 1997

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

12.Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri(2005),[http://www.spk.gov.tr/ofd/kurumsalyonetim/kurumsalyonetimilkeleri,](http://www.spk.gov.tr/ofd/kurumsalyonetim/kurumsalyonetimilkeleri.pdf)
pdf.(24.5.2006)

13. SPKr.’nun Seri:IV, No:8 Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

14.Türk Ticaret Kanunu ve Yeni TTK Tasarısı, <http://www.kgm.adalet.gov.tr/tktasarisi.htm>(24.05.2006)

15.ULUSOY,Sibel,13 th Directive About Takeovers:Breakthrough Rule and Squeeze-out,Sell-out rights and its Implications to Turkey, June 2005

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