

ZORUNLU PAY ALIM TEKLİFİ FİYATININ ŞİRKET ESAS SÖZLEŞMESİ İLE BELİRLENMESİ HAKKINDA BİR İNCELEME

AN EXAMINATION BASED ON MANDATORY BID'S PRICE DETERMINATION WITH ARTICLES OF PARTNERSHIP

Emre SUBAŞI*

Özet: Türk sermaye piyasası mevzuatı uyarınca halka açık bir şirketin yönetim kontrolü elde edildiğinde, yönetim kontrolünü elde eden kişiler dışındaki diğer ortakların paylarının satın alınması amacıyla teklif yapılması zorunludur. Söz konusu yükümlülük doğduğu andan itibaren, zorunlu pay alım teklifi fiyatı, hem teklif yükümlülüğü altındaki yönetim kontrolünün yeni sahibi açısından, hem de teklifin muhatabı olan diğer ortaklar açısından büyük önem taşımaktadır. İlgili mevzuat uyarınca tespit edilen teklif fiyatının, bizzat şirketler tarafından değiştirilebilmesinin mümkün olduğu varsayımı altında, zorunlu pay alım teklifi fiyatının yüksek tutulması, yönetim kontrolüne talip olan kişiyi bu amacından vazgeçirebileceği gibi, fiyatın düşük tutulması da yönetim kontrolünün devralınması yönünde teşvik olarak nitelendirilebilecektir. Bu noktada zorunlu pay alım teklifi fiyatının yüksek tutulması, mevcut hâkim ortağın yönetim kontrolünün sağlamaştırılması ve şirket ortaklarının daha kârlı bir şekilde ortaklıktan ayrılması anlamına geldiğinden, yönetim kontrolü el değiştirmeden önce esas sözleşme ile teklif fiyatının artırılmasının mümkün olup olmadığı sorusu akıllara gelebilir. Bu doğrultuda, zorunlu pay alım teklifi fiyatının mevcut şirket ortakları tarafından esas sözleşme yardımıyla önceden belirlenip belirlenemeyeceği hususu, bu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Zorunlu Pay Alım Teklifi, Zorunlu Pay Alım Teklifi Fiyatı, Pay Alım Teklifi, Pay Alım Teklifi Fiyatı, Pay Alım Teklifi Fiyatının Esas Sözleşme ile Önceden Belirlenmesi, Pay Alım Teklifi Fiyatının Esas Sözleşme ile Değiştirilmesi

Abstract: Pursuant to capital markets regulations in Turkey, the obligation to make a takeover bid arise for a person or acting in concert who acquire management control in a publicly held corporation triggers to purchase the remaining shares of the other shareholders in the corporation. Once the mandatory bid in question obligation arises, the price of the mandatory bid becomes more important for both the offeror, who is the new owner of the company's management control and the offerees, who are the other shareholders of the company. Under the assumption that the takeover bid price determined in legislation can be modified on the part of the compa-

nies, setting mandatory bids price higher than its actual price may discourage those who aspire to take over a company's management control, whereas setting the price lower than actual price may foster the acquisition of management control. Since setting the mandatory bids price high will strengthen the controlling shareholders management control and enable minority shareholders and all other investors an option to sell their shares to the offeror and leave the offeree company in a more profitable way, the question of whether mandatory bids price can be raised beforehand via the articles of association. In this respect, this article seeks to analyze the issue as to whether determining the mandatory bid price is doable by setting out a proactive provision.

Keywords: Mandatory Bid Obligation, Mandatory Bid, Mandatory Bid's Price, Mandatory Bid's Price Determination, Takeover Bid, Takeover Bid's Price

GİRİŞ

Halka açık ortaklıklarda, küçük yatırımcıların sahip olduğu payların toplanabilmesi amacıyla gönüllü olarak pay alım teklifi yapılması mümkün olmakla birlikte, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (6362 sayılı SPKn) uyarınca bazı durumlarda söz konusu teklifin yapılması zorunlu hale gelebilmektedir. Önemli nitelikteki işlemler olarak adlandırılan işlemlerde,¹ şirketin 6362 sayılı SPKn kapsamından resen çıkarılması durumunda veya şirket "yatırım ortaklığı" statüsünde ise bu statüsünün değişmesi süreçlerinde zorunlu pay alım teklifi hükümleri uygulama alanı bulabilmekle birlikte, zorunlu pay alım teklifi hükümlerinin başlıca uygulama alanı, çalışmamızın konusunu oluşturan şirket yönetim kontrolünün el değiştirmesidir. Gerçekten de halka açık bir şirketin yönetim kontrolünün el değiştirmesi halinde, şirket

¹ Genel kurulda alınan bir kararın önemli nitelikte bir karar sayılması, söz konusu kararın anonim ortaklığın ve pay sahibinin geleceği üzerinde bırakacağı etkiyle yakından ilgilidir. (Burak Adıgüzel, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı" *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C.XVIII, S.2, 2014, S.7.) Bu sebeple bazı şirket işlemlerinde, korunmaya ihtiyacı olan yatırımcıların teklif yükümlülüğü kapsamında şirketten ayrılabilmelerine olanak tanınması gerekmektedir. Bu şirket işlemleri 6362 sayılı SPKn'nun 23, 24 ve 25 inci maddelerine dayanılarak hazırlanan II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 11 inci maddesinde; esas sözleşmede imtiyaz öngörülmesi veya mevcut imtiyazlarda değişiklik yapılması, birleşme-bölünme işlemlerine taraf olunması, tür değiştirme-sona erme kararı alınması ve borsa kotundan çıkma kararı alınması olarak belirlenmiştir.

yönetimini ele geçiren kişi ya da kişiler, diğer ortakların tamamının mevcut paylarını satın alma konusunda teklif yapma yükümlülüğü altına girmektedir. Bu durumda zorunlu pay alım teklifi; herhangi bir yöntemle, doğrudan veya dolaylı olarak halka açık bir ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirecek oranda pay iktisap edenlerin, söz konusu ortaklığın yönetiminin dışında kalan diğer pay sahiplerine ait paylarını da satın almak için çağrıda bulunma yükümlülüğü altına girilmesi olarak tanımlanabilir.²

Şirket yönetiminin el değiştirmesinden kasıt, yalnızca şirket yönetim kurulu üyelerinin değişmesi değil, yönetim kurulu üyelerini seçme hakkını da içerecek şekilde yönetim yetkisini devralacak oranda “pay” ya da “oy hakkının” iktisap edilmesidir. Yönetim kontrolünün yeni bir hâkim ortağa geçmesi ise şirket politikalarının ve yönetim anlayışının topyekûn değişmesi anlamını taşımaktadır. Gerçekten, yönetim kontrolünü elde eden ortak, ortaklık menfaatleri yerine, kişisel çıkarlarını ön planda tutabilir, şirketin içini boşaltabilir veya farklı bir temettü politikası izleyerek diğer pay sahiplerinin zarara uğramasına sebebiyet verebilir.³ Dolayısıyla, yönetim kontrolünü elde eden kişi ya da kişilerin yönetimi altındaki şirkette mevcut yatırımın devam ettirilmesi, teklif muhatabı olan şirket ortağı için ek bir risk anlamı taşımaktadır. En nihayetinde, yalnızca yeterli oranda oy hakkının elde edilmesi suretiyle de yönetim kontrolü el değiştirebildiğinden, şirkette tek bir payı dahi olmayan “şirkete yabancı” kişiler tarafından da yönetim kontrolü elde edilebilmektedir. İşte böyle bir durumda payları için teklif yapılan hedef şirketin ortakları, teklif şartları çerçevesinde iki şekilde karar verebileceklerdir; ya teklif şartlarını cazip bularak paylarını satacak ya da teklifin başarısız olacağı ve mevcut yönetimin, ortaklığın geleceği bakımından daha yararlı olacağı, bu başarının da paylarının değerine yansıtacağı inancıyla paylarını satmayacaklardır.⁴ Sonuç ola-

² Umut Kolcuoğlu, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, Yetkin Hukuk*, İstanbul 2009, s.7. Söz konusu tanıma iştirak edilmekle birlikte, yönetim kontrolünün pay iktisabıyla elde edilebileceği gibi, yalnızca oy hakkı iktisabı ile de elde edilebileceğini hatırlatmakta fayda vardır.

³ Reha Poroy, “Halka Açık Şirketlerde Çağrı Yoluyla Oyda Vekâlet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sorunlar”, *Prof. Dr. Hayri Domaniç’e Armağan*, İstanbul 1995, s.191.

⁴ Terence Blackburn, “The Regulation of Market Sweeps in Connection With Tender Offers”, *George Washington Law Review*, v.58, No.4, 1990, sh.631.

rak azınlıkta kalan ortakların elinde bulunan mevcut paylarını adil bir fiyat üzerinden yönetim kontrolünü elde eden kişiye satabilmesi, zorunlu pay alım teklifi hükümleri uyarınca mümkün olabilmektedir.

Zorunlu pay alım teklifi fiyatı ise, zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğünün doğup doğmadığının belirlenmesinden sonra en önemli unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira şirketin yönetim kontrolünü elde eden kişi ya da kişiler açısından oldukça yüksek olan devralma işlemi maliyetine bir yenisi daha eklenmekte, küçük yatırımcı açısından ise mevcut paylarını cazip bir fiyat üzerinden satma olanağı doğmaktadır. Küçük yatırımcılar ile yönetim kontrolünü devralan kişilerin çıkarlarının çatıştığı bu noktada, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği uyarınca, belirlenen teklif fiyatının şirket esas sözleşmesi ile artırılmasının, hem küçük yatırımcılar açısından hem de şirketin mevcut hâkim ortağı açısından olumlu bir durum yaratacağı düşünülebilir. Dolayısıyla henüz yönetim kontrolünün el değiştirmedığı durumda, şirket esas sözleşmesine teklif fiyatını düzenleyen bir hüküm konulması akıllara gelebilecektir. Örneğin, *"her bir pay için mevzuat uyarınca belirlenecek olan zorunlu pay alım teklifi fiyatının üç katının uygulanacağı"* gibi bir hükmün, şirket esas sözleşmesine eklenmiş olduğu varsayımında, hedef ortaklıktaki yönetim kontrolünün elde edilme maliyeti oldukça artacak ve bunun doğal sonucu olarak şirket yönetim kontrolünün el değiştirmesi bir hayli zorlaşacaktır. Yüksek belirlenen fiyata rağmen yönetim kontrolünün el değiştirmesi halinde ise, küçük yatırımcıların mevcut paylarını çok daha cazip bir fiyat üzerinden satabilmesi mümkün olacaktır.

Teklif yükümlülüğü doğmadan önce şirket esas sözleşmesi üzerinde söz sahibi olan mevcut şirket ortaklarının, teklif fiyatını artırma eğilimi daha olası olduğundan, burada ağırlıklı olarak teklif fiyatının artırılması üzerinde durulacaktır. Ancak aşağıda yer alan görüşlerim uygun düşüğü ölçüde, teklif fiyatının düşürülmesi ihtimalinde de geçerlidir. Bu kapsamda, şirket esas sözleşmesi ile zorunlu pay alım teklifi fiyatının değiştirilip değiştirilemeyeceği hususu bu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır. Konu hakkında sonuca varabilmek için, öncelikle teklif yükümlülüğünün mevzuatta düzenleniş biçimine, ilgili hükümler uyarınca, zorunlu pay alım teklifi fiyatının nasıl belirlendiğine ve belirlenen fiyatın farklı çıkar grupları açısından önemine değinilecek, ardından söz konusu hususları düzenleyen mevzuat hü-

kümlerinin mahiyeti ele alınarak, esas sözleşme ile farklı bir düzenleme öngörülüp öngörülemediği incelenecektir.

I. ZORUNLU PAY ALIM TEKLİFİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ

Öncelikle belirtmek gerekir ki; zorunlu pay alım teklifine ilişkin hükümler, mevzuatımıza ilk kez 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu'na (2499 sayılı SPK'n) 1992 yılında yapılan eklemeye girmiştir.⁵ Söz konusu değişiklik sonrasında zorunlu pay alım teklifine ilişkin düzenlemelere SPK'r tarafından 1994 yılında çıkarılan Seri:IV No: 8 sayılı "Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" içerisinde yer verilmiştir. Daha sonra anılan Tebliğ'in zorunlu pay alım teklifine ilişkin hükümleri yürürlükten kaldırılmış ve yerine Seri:IV No:44 sayılı "Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" tanzim edilmiştir.

2499 sayılı SPK'n incelendiğinde, anılan kanunun "Görev ve yetkiler" başlıklı 22 nci maddesinin birinci fıkrasının (i) bendi uyarınca, SPK'r'nin görevleri arasında;

"Halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında genel hükümler çerçevesinde vekâleten 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 yapma" görevinin bulunduğu görülmektedir. Daha açık bir ifade ile "vekâlet toplama" ya da "pay iktisap etme" yoluyla yönetim kontrolünü elde eden kişi ya da kişiler için getirilen zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü, kendisine çerçeve bir düzenleme şeklinde anılan kanunda yer bulmuştur. Detaylı düzenlemelere ise Seri:IV No:44 sayılı "Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği"nde yer verilmiştir.

⁵ 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun" ile 2499 sayılı SPK'n'nun 16/A maddesi değiştirilmiştir.

2499 sayılı SPKn'na nazaran 6362 sayılı SPKn ise daha detaylı düzenlemeler içermektedir. Zira zorunlu pay alım teklifi hükümlerinin uygulama alanı kanunda tek tek belirtilmiş, yönetim kontrolünün el değiştirmesi kavramı da kanun bazında tanımlanmıştır.

Yönetim kontrolünün el değiştirmesi nedeniyle doğan zorunlu pay alım teklifini düzenleyen 6362 sayılı SPKn'nun "*Pay alım teklifi zorunluluğu*" başlıklı 26 nci maddesinin birinci fıkrasına göre; "*halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılması zorunludur. Pay alım teklifinde bulunulmasına ve pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muafiyete ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir*". Görüldüğü üzere, zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğünün doğması 2499 sayılı SPKn'na benzer şekilde yönetim kontrolünü elde etmeye yetecek oranda "*oy hakkı*" veya "*payın*" iktisap edilmesi koşuluna bağlanmıştır.

Yine yukarıda yer alan madde metninde geçen "*yönetim kontrolü*" kavramı aynı maddenin ikinci fıkrasında; "*Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması*" şeklinde tanımlanmıştır. Şirket esas sözleşmesinde "*yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkı*" imtiyazlarının varlığı halinde, yeterli derecede pay veya oy hakkına sahip olunmasına rağmen teklif zorunluğunun doğmadığını da hatırlatmak gerekir.⁶

II. ZORUNLU PAY ALIM TEKLİFİ FİYATININ BELİRLENMESİ

Zorunlu pay alım teklifi fiyatı, 6362 sayılı SPKn'nın yukarıda anılan 26 nci maddesine ve aynı Kanun'un 25 inci maddesinin ikinci fıkrasına⁷ dayanılarak tanzim edilen II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi

⁶ 6362 sayılı SPKn'nın 26 nci maddesinin ikinci fıkrasının son cümlesinde "Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâller bu madde kapsamında değerlendirilmez." hükmü yer almaktadır.

⁷ 6362 sayılı SPKn m. 25/2: "Pay alım teklifinin Kurul tarafından yasaklandığı durumlarda, yasaklanan teklife dayanılarak gerçekleştirilen işlemler geçersizdir."

Tebliğinin (Pay Alım Tebliği) *“Zorunlu pay alım teklifi fiyatı”* başlıklı 15 inci maddesi uyarınca belirlenmektedir. Anılan maddede şirket paylarının borsada işlem görmesi, şirketin yönetim kontrolünde dolaylı bir değişiklik olması ve şirket sermayesini temsil eden birden fazla pay grubunun bulunması hallerinde teklif fiyatının hesaplanmasında ayrı ayrı yöntemler öngörülmüştür. Örneğin, payları borsada işlem gören bir şirkette zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü doğması durumunda, teklif fiyatı Pay Alım Tebliğinin 15 inci maddesinin birinci fıkrasında yer alan; *“Zorunlu pay alım teklifi fiyatı, hedef ortaklık paylarının borsada işlem görmesi durumunda, payların satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması ile teklifte bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce pay alım teklifini doğuran pay alımları da dâhil olmak üzere tekliften önceki altı ay içinde hedef ortaklığın aynı grup paylarına ödediği en yüksek fiyattan düşük olamaz. Zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğünün doğumuna yol açan pay iktisaplarında ödenen bedelin doğrudan içinde değerlendirilebilecek olan yan edimler veya pay devir tarihinden sonra bazı şartların tahakkuku halinde ödenecek prim ve benzeri hususlar pay alım teklifi fiyatının hesaplanmasında dikkate alınır”* hükmü uyarınca tespit edilmektedir. Benzer şekilde zorunlu pay alım teklifi fiyatı şirketin yönetim kontrolünde dolaylı bir değişiklik olması durumunda, anılan maddenin ikinci fıkrası⁸ uyarınca, şirket sermayesini temsil eden birden fazla pay grubunun mevcut olması halinde ise anılan maddenin üçüncü fıkrası⁹ uyarınca hesaplanmaktadır.

⁸ Pay Alım Tebliği m. 15/2: *“Hedef ortaklığın yönetim kontrolünde dolaylı bir değişiklik meydana gelmesi durumunda pay alım teklifi fiyatı;*

a) Pay grupları arasındaki imtiyaz farklılıkları dikkate alınarak Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan değerlendirme raporunda belirtilen fiyatın,

b) Pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerin, varsa hedef ortaklıkta yönetim kontrolünün dolaylı değişikliğine sebep olan pay devrine ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde, hedef ortaklık paylarında yaptıkları alımlarda ödedikleri en yüksek fiyatın,

c) Hedef ortaklığın paylarının borsada işlem görmesi durumunda, payların satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalamasının, yüksek olanından düşük olmayacak şekilde belirlenir.”

⁹ Pay Alım Tebliği m. 15/3: *“Hedef ortaklığın sermayesini temsil eden birden fazla pay grubunun bulunması durumunda, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dâhil olan paylar için*

Görüldüğü üzere, Pay Alım Tebliği'nin ilgili hükümlerinde teklif fiyatının belirlenmesinde kullanılacak yöntemler, üç farklı ihtimal dâhilinde ayrı ayrı düzenleme altına alınmıştır. Bu noktada önemle belirtmek gerekir ki; her üç farklı ihtimalde de teklif fiyatının "yüksek olan fiyattan daha düşük olamayacağı" kuralı geçerlidir. Örneğin, payları borsada işlem gören bir şirkette zorunlu pay alım teklifi fiyatı belirlenirken, "önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması" ne olursa olsun, belirlenen fiyat "teklif yükümlülüğü altında bulunan kişi veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından aynı gruba ait paylar için son 6 ayda ödenen en yüksek pay fiyatından" düşük olamayacaktır.¹⁰ Aynı doğrultuda, şirketin yönetim kontrolünde dolaylı bir değişiklik olması ve şirket sermayesini temsil eden farklı pay grupları olması durumlarında da zorunlu pay alım teklifi fiyatı, madde içerisinde düzenleme altına alınmış yöntemler uyarınca hesaplanan fiyatların yüksek olanından daha düşük belirlenemeyecektir.

ödenen pay alım teklifi fiyatı;

a) Pay grupları arasındaki imtiyaz farklılıkları dikkate alınarak Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanan değerlendirme raporunda belirtilen fiyatın,

b) Pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerin, teklifte bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce pay alım teklifini doğuran pay alımları da dahil olmak üzere, varsa hedef ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dahil olan paylarda yaptıkları alımlarda ödedikleri en yüksek fiyatın,c) Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu doğuran pay devrine konu olmayan grup veya gruplara dahil olan payların borsada işlem görmesi durumunda, varsa hedef ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşma yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan payın günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalamasının, yüksek olanından düşük olmayacak şekilde belirlenir."

¹⁰ Anılan düzenleme ile herhangi bir paydaştan, asgari fiyatın üzerinde bir fiyattan pay satın alınması durumunda, diğer paydaşlara da aynı fiyat üzerinden teklif yapılması öngörülmektedir. Benzer şekilde Pay Alım Tebliği'nin "Fiyat eşitliğinin sağlanmasına ilişkin esaslar" başlıklı 16 ncı maddesinde anılan inisiyatif kullanılarak, pay alım teklifi fiyatından daha yüksek bir fiyat üzerinden ortaklık paylarının satın alınması halinde, pay alım teklifi fiyatının ödenen en yüksek fiyattan aşağı olamayacağı düzenlenmiştir. Bu durum esasen "eşit işlem" ilkesinin doğal bir sonucudur. Eşit işlem ilkesi uyarınca teklifte bulunan hedef ortaklığın yönetim kontrolü dışında kalan pay sahipleri arasında ayırım yapmamakla yükümlüdür. (Şükrü Yıldız, Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2004, s.97)

Düzenlemenin karşıt anlamından, teklif fiyatının mevzuat uyarınca belirlenen fiyattan daha yüksek olabileceği anlaşılacakla birlikte, mevzuat uyarınca belirlenen fiyattan daha yüksek bir fiyatla teklif yapma konusunda inisiyatif sahibinin, zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü altında bulunan kişi ya da kişiler olduğu düşünülmektedir. Daha açık bir ifade ile Pay Alım Tebliği'nin 15 inci maddesinde “yüksek fiyattan düşük olamayacağı” ifadesi ile, teklif sahibine çeşitli saiklerle asgari teklif fiyatının üzerinde bir fiyat ile teklif yapma konusunda imkan tanınmıştır.

III. BELİRLENEN TEKLİF FİYATININ FARKLI ÇIKAR GRUPLARI AÇISINDAN ÖNEMİ

Zorunlu pay alım teklifi süreci ana hatlarıyla; pay veya oy hakkının iktisap edilmesi, teklif yükümlülüğünün doğup doğmadığının tespiti, teklif fiyatını da içeren bilgi formunun ilanı ve teklifi kabul eden şirket ortaklarıyla yapılacak olan sözleşme¹¹ süreçlerinden oluşmaktadır. Kanımca, zorunlu pay alım teklifi sürecinin ilk ve en önemli basamağını, daha önce de belirtildiği üzere yükümlülüğün doğup doğmadığının tespiti oluşturmaktadır. Zira yönetim kontrolü kavramı, 6362 sayılı SPKn'nın 26 ncı maddesinin ikinci fıkrası uyarınca “Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması” şeklinde tanımlanmış olup, “birlikte hareket etme” ve “dolaylı sahiplik” kavramlarının tespitinde kimi zaman güçlükler yaşanabilmektedir. Yine yönetim kontrolünün çok kısa süreler içerisinde kaybedilerek yeniden elde edilmesi veya yönetim kontrolünü değiştirecek oranda payın birlikte hareket eden kişiler arasında el değiştirmesi, teklif yükümlülüğünün doğup doğmadığının tespitinde güçlükler yaratabilmektedir.

Zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmasından sonra ise sürecin en önemli basamağını teklif fiyatı oluşturmaktadır. Pay başına

¹¹ İlan edilecek bilgi formunun kapsamında kalan hususlar (pay alım teklifine konu hedef ortaklığa ilişkin bilgiler, pay alım teklifinde bulunan gerçek/tüzel kişiye ilişkin bilgiler, pay alım teklifine konu paylara ilişkin bilgiler, pay alım teklifi fiyatına ilişkin bilgiler, pay alım teklifinin başlangıç ve bitiş tarihleri...) nedeniyle, kurulmak istenen sözleşmenin bütün esaslı noktalarının kapsanması şartı sağlanmış olmaktadır. (İsmail Türkyılmaz, Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, XII Levha Yayıncılık, İstanbul 2015, s.16.)

önerilen bedelin, hedef ortaklık paylarının piyasa fiyatının üzerinde prim içermesi zorunlu olup, bu sayede hedef şirket ortağı payını piyasada satmak yerine, teklif çerçevesinde teklif sahibine satmaya ikna edilebilecektir.¹² Ancak bulunması gereken primin miktarı, teklif sürecini etkileyebilecek hususların başında gelmektedir. Bununla birlikte teklif fiyatındaki küçük değişiklikler farklı çıkar gruplarını doğrudan etkilemekte olduğundan, zorunlu pay alım teklifi fiyatının adil ve dürüst bir biçimde belirlenmesi büyük önem taşımaktadır.

Teklif fiyatının düşük tutulmasının şirket yönetim kontrolünü elde etmiş olan kişi ya da kişilerin katlanmak zorunda kalacakları maliyeti düşürerek devralmayı kolaylaştırıcı etki yapacağı şüphesizdir. Buna karşın, teklif fiyatının yüksek tutulması paylarını hâkim ortağa satarak ortaklıktan ayrılmak isteyen yatırımcıların kârlı bir şekilde ortaklıktan ayrılabilmesini sağlayacaktır. Hatta bu noktada, teklif fiyatının önceden esas sözleşme ile yükseltilebilmesi halinde, şirketin mevcut yönetim kontrolünün, esas sözleşmeyi değiştirme yetkisi kullanılarak sağlamlaştırılmış olduğu da söylenebilir. Dolayısıyla, teklif fiyatının esas sözleşme ile yükseltilmesinden, devralma işlemi öncesindeki mevcut hâkim ortakların ve pay alım teklifi muhatabı olan küçük yatırımcıların doğrudan fayda sağlayacağı açıktır.

Diğer taraftan, teklif fiyatının küçük yatırımcılar açısından büyük öneme sahip olduğu açık olmakla birlikte, zorunlu pay alım teklifi fiyatının belirlenmesinde yalnızca küçük yatırımcıların çıkarlarının göz önünde bulundurulması yeterli değildir. Zira zorunlu pay alım teklifi hükümleri, küçük yatırımcıların haklarını koruma amacına hizmet ettiği kadar, şirket çıkarlarını da koruma amacını gütmektedir. Gerçekten de hâkim ortak yönetim kontrolünü elde etmek için katlanmak zorunda kaldığı maliyet kadar, şirketten en kısa zamanda kar elde etmek isteyebilecek ve şirketin uzun vadedeki çıkarlarını göz ardı edebilecektir. Dolayısıyla, zorunlu pay alım teklifi fiyatının yüksek tutulması, küçük yatırımcı bakımından lehe bir durum yaratırken, devralma maliyetini artıracığı için hedef ortaklık bakımından olumsuz bir durum oluşturmaktadır.¹³ Yine aynı şekilde zorunlu pay alım teklifinin muh-

¹² Çağlar Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifi, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara 1997, s.64.

¹³ Edmund-Philipp Schuster, "The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?", *The Modern Law Review*, Volume 76, May 2013, s.529-563

temel devralmaların önüne geçerek, kontrol dışında kalan yatırımcıların elinde tuttuğu hisselerin değerini artırdığı için, yatırımcıların söz konusu hisseler için daha yüksek miktarda ödeme yapmak zorunda kaldığı ve bu durumun da ortaklığın öz kaynak maliyetini düşürücü bir etkiye dönüştüğü doktrinde savunulmaktadır.¹⁴

Benzer şekilde, teklif fiyatının belirlenmesi süreçleri, birikimlerin sermaye piyasalarına aktarılması anlamına gelen devralmaları doğrudan etkileyeceği için ülke ekonomisi için oldukça önemlidir. Zira fiyatın devralmayı güçleştirecek şekilde belirlenmesi, şirket yönetim kontrolünü devralacak olan kişinin sermayesini yatırım yerine başka alanlarda değerlendirmesine sebep olabilecek, büyük resimde ülke sermaye yatırımından mahrum kalabilecektir.¹⁵ Bu durumun ise SPK'nin nihai amaçlarından biri olan "*sermaye piyasalarının gelişimi*"¹⁶ ile çelişki yaratacağı açıktır.

Sonuç olarak, zorunlu pay alım teklifi fiyatının belirlenmesinde yalnızca küçük yatırımcıların göz önünde bulundurulmasının yeterli olmadığı düşünülmekte olup aksine, söz konusu teklif fiyatının adil biçimde belirlenmesi; küçük yatırımcılar, teklifte bulunan ve ülke ekonomisi yönünden önem arz etmektedir.¹⁷ Nitekim, teklif fiyatı belirlenirken esas alınan yöntemleri içeren zorunlu pay alım teklifi hükümleri, sözü edilen çıkar grupları arasındaki optimum noktanın gözetilmesi sonucunda ihdas edilmiştir.

IV. TEKLİF FİYATININ ESAS SÖZLEŞME İLE BELİRLENMESİ

Öncelikle belirtmek gerekir ki; şirket esas sözleşmesi ile mevzuat uyarınca belirlenen zorunlu pay alım teklifi fiyatının artırılmasının ya da azaltılmasının, aşağıda açıklanan nedenlerle mümkün olmadığı, şirket esas sözleşmesine bu yönde bir hüküm bir şekilde eklenmiş

¹⁴ Simone Sepe, "Private Sale Of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient", Arizona Legal Studies, Discussion Paper No:10-29, The University of Arizona, James E. Rogers College of Law, August 2010, s.28.

¹⁵ İlhan Dinç, Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, Legal Yayınevi, İstanbul 2006, s.108.

¹⁶ 6362 sayılı SPK'n m.1: "Bu Kanunun amacı; sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesidir."

¹⁷ İsmail Türkyılmaz, s.142.

olması halinde dahi bağlayıcılık taşımayacağı değerlendirilmektedir. Söz konusu kanaatin sebeplerini; şirket esas sözleşmesinin içeriğine ilişkin kanuni sınırlamalardan kaynaklananlar; zorunlu pay alım teklifi hükümlerinin mahiyetinden kaynaklananlar ve şirket esas sözleşmesinin etki alanındaki kişilerden kaynaklananlar olarak üç grup altında ele almak mümkündür.

A. Şirket Esas Sözleşmesinin İçeriğine İlişkin Kanuni Sınırlamadan Kaynaklanan Sebepler

Esas sözleşme, şirket tüzel kişisinin anayasası olup, şirketin iç ve dış ilişkileri ile pay sahiplerinin şirkete ve birbirlerine karşı hak, yetki ve yükümlülüklerini düzenleyen, şekle tabi, katılıma açık bir sözleşmedir.¹⁸ Esas sözleşme, kuruculara ve şirkete sonradan ortak olan diğer ortaklara serbestçe düzenlenebilir bir alan sağlamakta ve esas sözleşme yolu ile kanunun emredici hükümlerine aykırı olmamak şartıyla, kendi kurallarını serbestçe belirleme imkânı vermektedir. Buna karşın, esas sözleşme şirket ortaklarına sınırsız bir düzenleme alanı tanımamaktadır. Gerçekten de, esas sözleşmenin içeriğine ilişkin en önemli sınırlama, TTK'nın "Emredici hükümler" başlıklı 340 ıncı maddesidir. Bu düzenlemeye göre; "Esas sözleşme, bu Kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda buna açıkça izin verilmişse sapabilir. Diğer kanunların, öngörülmesine izin verdiği tamamlayıcı esas sözleşme hükümleri o kanuna özgülenmiş olarak hüküm doğururlar." Dolayısıyla, anılan hüküm gereğince emredici hükümler ilkesine aykırı bir hüküm esas sözleşmeye konulamamaktadır.¹⁹ Bu ilkenin kabulü ile şirket kurucu ve pay sahiplerinin esas sözleşme düzenleme serbestisi büyük ölçüde sınırlanmış olmakta,²⁰ esas sözleşme hükümlerini belirleme konusunda söz sahibi olmayan ancak esas sözleşmeden etkilenen kişilere yönelik hukuki bir koruma getirilmektedir.

¹⁸ Erdoğan Moroğlu, "Anonim Ortaklık Ana Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği", Prof Dr. M. Kemal Oğuzman Anısına Armağan, İstanbul 2000, s.515

¹⁹ Hasan Pulaşlı, Şirketler Hukuku Şerhi, Adalet Yayınevi, 2. Baskı, Ankara 2015, Cilt II, s.1739. N. 9.

²⁰ Rauf Karasu, Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, *Marmara Üniversitesi E-Dergi*, Ankara 2009, s.28.

Yukarıda yer verilen TTK m. 340 anlamında emredici hükmün tespitinde, hükmün özüne bakılması gerektiğini ileri süren görüşler²¹ de olmakla birlikte, TTK m. 340 hükmünün özel bir düzenleme öngördüğü dikkate alınarak, emredici hükmün tespitinde “şekli” kriterin esas alınması gerektiği görüşü²² ağırlık kazanmaktadır. Zira TTK 340 özel bir düzenleme niteliğini taşıdığından, hükmün esasından hareketle emredici olup olmadığının tespiti, TTK m. 340 gibi özel düzenleme bulunmadığında izlenecek genel yöntemdir.²³ TTK m. 340’daki düzenlemede yer alan “açıkça” ifadesi ve hükmün gerekçesinde belirtilen “*sözleşme hükümlerinin geçerliliğine ilişkin davaların azaltılma*” amacı göz önünde bulundurularak, emredici hükümlerin esasa ilişkin tartışmalardan soyutlanarak şekli bir kriterle belirlenmesi gerekmektedir.²⁴ Daha açık bir ifade ile esas sözleşme ile farklı bir düzenlemeye gidilebilmesi ancak bu imkânın kanunda ayrıca ve açıkça belirtilmesi ile mümkün olabilmektedir. Aksi takdirde anonim şirketin temel yapısına aykırı olan esas sözleşme hükümleri de, aynen genel kurul kararları gibi batıldır.²⁵

Zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü yalnızca halka açık şirketleri kapsadığından, yukarıda yer verilen TTK’nın “*Emredici hükümler*” başlıklı 340 ıncı maddesinin, 6362 sayılı SPKn’na tabi halka açık şirketler bakımından geçerli olup olmadığı sorusu akıllara gelebilir. Ancak TTK’nın “*Özel kanunlara bağlı anonim şirketler*” başlıklı 330

²¹ Doktrinde anonim şirketlere ilişkin bir hükmün aksinin şirket esas sözleşmesiyle düzenlenmesine izin verilip verilmediğinin tespitinde sadece hükmün lafzına değil, özüne de bakılması ve hükmün özünüle sözünün uyumsuz olması halinde özünün dikkate alınması gerektiğini ifade eden görüşler de mevcuttur. (Karasu s.27-Pulaşlı, C I, Nr.25) Diğer taraftan hükmün sadece lafzının esas alınması gerektiği ve hükmün gerekçesiyle çelişki içerisinde olduğuna yönelik görüşler de doktrinde yer almaktadır. Zira madde metninde “*açıkça*” izin verilme şartının aranmasına rağmen, gerekçede maddenin lafzından sapabilme imkânının açıkça anlaşılmadığı durumlarda yorum yapılabileceğinin belirtilmesi çelişkilidir. (Mehmet Bahtiyar, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın Dili ile Bazı Hükümlerinin Değerlendirilmesi, *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, Y.18, S.61, Kasım-Aralık 2005, s.17 - Mehmet Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, Beta Yayınevi, 7. Baskı, İstanbul 2012, s.109.)

²² İsmail Kırca/Feyzan Hayal Şehirli Çelik/Çağlar Manavgat, Anonim Şirketler Hukuku, Bankacılık Enstitüsü Yayınları, Ankara 2013, C.I, s.160.

²³ Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, s.160.

²⁴ Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, s.162.

²⁵ Hasan Pulaşlı, Cilt I, s.621.

uncu maddesi²⁶ ve 6362 sayılı SPK'nun "Kapsam" başlıklı ikinci maddesinin ikinci fıkrasının²⁷ doğal bir sonucu olarak emredici hükümler kuralının halka açık anonim şirketler açısından da uygulanacağına tereddüt bulunmamaktadır.²⁸

Dolayısıyla emredici hükümler ilkesinin varlığı karşısında, şirket esas sözleşmesine zorunlu pay alım teklifi fiyatında değişikliğe giden bir hükmün eklenebilmesinin, ancak buna açıkça izin veren bir düzenleme sonucunda mümkün olabileceği söylenebilir. Ancak, ne genel kanun niteliğindeki TTK'da ne de özel kanun niteliğindeki 6362 sayılı SPK'da, teklif fiyatı konusunda şirket esas sözleşmesi ile farklı bir düzenlemeye gidilebileceğine ilişkin hüküm bulunmadığından, şirket esas sözleşmesine bu doğrultuda bir hükmün konulmasının mümkün olmadığı değerlendirilmektedir.

B. Zorunlu Pay Alım Teklifi Hükümlerinin Mahiyetinden Kaynaklanan Sebepler

Teklif fiyatının belirlenmesine ilişkin esas sözleşme hükmünün hukuka aykırılığının başka bir nedenini de, zorunlu pay alım teklifi-ne ilişkin düzenlemelerin mahiyeti oluşturmaktadır. Zira zorunlu pay alım teklifi yükümlüsü, teklifini kabul eden diğer pay sahipleri ile payın devri konusunda sözleşme yapma konusunda kanuni bir yükümlülük altına girmekte olup, bu durum ise akla ilk olarak Anayasa'nın 48 inci maddesinin birinci fıkrası ile²⁹ koruma altına alınmış olan "sözleşme özgürlüğü" kavramını getirmektedir. Gerçekten de anılan yükümlülüğün sözleşme hürriyeti ile bağdaşmaz bir yanı olduğu açıktır.

²⁶ TTK m. 331: "Özel kanunlara tabi anonim şirketlere, özel hükümler dışında bu kısım hükümleri uygulanır."

²⁷ 6362 sayılı SPK'nın m.2/2: "Bu Kanunda ve bu Kanuna dayanılarak yürürlüğe konulan ikincil mevzuatta hüküm bulunmayan ve diğer kanunlarda bu Kanunun uygulanmayacağına belirtilmediği hâllerde genel hükümler uygulanır."

²⁸ Emredici hükümler ilkesinin, halka açık anonim şirketlerdeki işlevine bakıldığında, bu ilke anonim şirket esas sözleşmesine asgari bir standart getirdiğinden, sermaye piyasası aktörlerinin halka açık şirketin sözleşmesini inceleme külfeti ortadan kalkmış olmaktadır. Bir halka açık anonim şirkette pay sahibi olmak isteyen kişilerin, bu şirketin organizasyon yapısını, organların birbirleriyle olan ilişkileri ve karar alma süreçlerini ve pay sahiplerinin asgari hangi haklara sahip olduklarını önceden bilmeleri, bu şirketler dolayısıyla sermaye piyasasına olan güveni artırmaktadır. (Karasu, s.88-89.)

²⁹ T.C. Anayasa m. 48/1: "Herkes, dilediği alanda çalışma ve sözleşme hürriyetlerine sahiptir. Özel teşebbüsler kurmak serbesttir."

Farklı bir ifade ile anılan yükümlülük ile ortaklığın yönetim kontrolünü elde eden kişiye, teklifi kabul eden diğer ortaklar ile pay iktisabı konusunda sözleşme yapma mecburiyeti getirilmekte olduğundan, zorunlu pay alım teklifi, hedef ortaklıkta yönetim kontrolünü ele geçirmek isteyen kişi açısından sözleşme özgürlüğünün bir istisnasını oluşturmaktadır.³⁰ Doktrinde, zorunlu pay alım teklifinin, sözleşme yapıp yapmama hususunun yanı sıra sözleşme içeriğini (fiyat, ödeme şekli vb.) belirleme, sözleşmenin tarafını serbestçe belirleme hususları bakımından da sözleşme özgürlüğünün istisnasını teşkil ettiği ifade edilmektedir.³¹

Görüldüğü üzere zorunlu pay alım teklifine ilişkin düzenlemele-
rin mahiyetinden kaynaklanan sebeplerin başında, anılan hükümler-
in istisnai niteliği gelmektedir. Zorunlu pay alım teklifinin istisnai
bir düzenleme olmasının en önemli sonucu ise yorum yapılırken “*is-
tisnanalar dar yorumlanır*” ilkesine bağlı kalınmasının gerekli olmasıdır.³²

Zorunlu pay alım teklifi fiyatının esas sözleşme ile artırılması du-
rumu ise, hali hazırda istisnai bir düzenlemenin genişletilmesi anla-
mına gelmektedir. Zira teklifi kabul edenlerle yapılacak sözleşmenin
esaslı unsurlarından biri olan fiyat artırılarak, teklif yükümlülüğü
altında bulunan kişinin katlanmak zorunda kalacağı ek maliyet oluş-
turulmaktadır. Dolayısıyla istisnaların dar yorumlanması gerektiğine
ilişkin temel ilkenin ihlali anlamına gelecek olan bu hükmün hukuki
geçerliliği bulunmayacaktır. Nitekim zorunlu pay alım teklifi fiyatının
belirlenmesine ilişkin hükümler teklif sahibine bir yükümlülük yük-
lediği kadar, maliyetin önceden belirlenebilmesi açısından bir güvence
de tanımaktadır.

Zorunlu pay alım teklifine ilişkin düzenlemelerin mahiyetinden
kaynaklanan sebeplerden bir diğeri ise, zorunlu pay alım teklifi hü-
kümlerinin emredici ve kamusal nitelik taşımasıdır. Gerçekten de
çalışmamızın başında ifade edildiği üzere, zorunlu pay alım teklifi
fiyatını belirleyen hükümler farklı çıkar grupları arasında optimum

³⁰ Kolcuoğlu, s.17; Ali Paşlı, Anonim Ortaklığın Devralınması, Vedat Kitapçılık, İs-
tanbul 2009, s.422.

³¹ İsmail Türkyılmaz, Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu,
On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2015, s.32.

³² Türkyılmaz, s.32

noktayı gözeten yöntemleri içermekte olduğundan, bu yönüyle kamu-sallığı haiz, emredici bir nitelik taşımaktadır. Zira zorunlu pay alım teklifi hükümleri, küçük yatırımcıların korunması ile ortaklık kontrolü için mücadele edilebilirlik arasındaki mevcut dengenin gözetilmesi sonucunda tanzim edilmiştir. Nitekim teklif fiyatının belirlenmesi sürecinde, söz edilen dengeyi bozacak şekilde farklı çıkar gruplarının birbirini zorlamasının hukuken mümkün olmadığı düşünülmektedir.

Benzer şekilde, doktrinde zorunlu pay alım teklifini doğuracak yönetim kontrolü oranının da³³, şirket esas sözleşmesi ile değiştirilmesinin mümkün olmadığı değerlendirilmektedir. Nitekim yönetim kontrolü oranını yüzde ellinin üzerine çeken bir esas sözleşme hükümünün, zorunlu pay alım teklifinin uygulama alanını daraltacağı ve küçük yatırımcının korunmasını engelleyeceği kabul edilmektedir.³⁴ Bunun yanında kontrol oranının çok düşük tutulması ise olası şirket devralmaları üzerinde oluşturacağı ek maliyet nedeniyle, ortaklıklar açısından olumlu bir durum olarak kabul edilen şirket devralmalarını azaltıcı bir etki yapabilecektir.³⁵ Dolayısıyla teklif fiyatının yükümlülük doğmadan önce artırılması veya azaltılmasının da zorunlu pay alım teklifi hükümlerinin uygulama alanını doğrudan etkileyeceği şüphesizdir.

Diğer taraftan teklif fiyatının artırılamayacağına ilişkin açıklamalarımız, teklif fiyatının belirlenmesi sürecindeki “en yüksek fiyattan düşük olamama” kuralını akıllara getirebilir. Gerçekten de Pay Alım Tebliği'nin 15 inci maddesi uyarınca, şirket paylarının borsada işlem görmesi, şirketin yönetim kontrolünde dolaylı bir değişiklik olması ve şirket sermayesini temsil eden birden fazla pay grubu olması hallerinin tamamında “en yüksek fiyattan düşük olamama” kuralı geçerlidir. Daha açık bir ifade ile teklif fiyatına ilişkin düzenlemede katı bir fiyat belirleme yöntemi öngörülmemiş, sadece alt sınır çizilmekle yeti-

³³ Söz konusu oran 2499 sayılı SPKn döneminde çıkarılan Seri IV, No:8 sayılı tebliğin ilk halinde %35 iken, daha sonra yapılan değişiklikle %25'e indirilmiştir. Aynı kanun döneminde daha sonra yürürlüğe giren Seri:IV, No:44 sayılı Tebliğ'de ise anılan oran %50 olarak belirlenmiş, 6362 sayılı SPKn'de ise %50'den fazlası olarak zikredilmiştir.

³⁴ Türkyılmaz, s.55.

³⁵ Wang Ying /Henry Lahr, Takeover Regulation to Protect Shareholders, European Financial Management Association, January 2015, s.12 ve s.31.

nilmiştir. Nitekim hükmün lafzından da anlaşılabilceği üzere teklifi fiyatı, ilgili hükümler uyarınca tespit edilen fiyatın aşağısında belirlenememesine karşın, anılan fiyatın üzerinde belirlenebilmesi mümkündür. Fakat önemle belirtmek gerekir ki; teklif fiyatını daha yüksek belirleme yetkisi şirketin eski hâkim ortağına veya teklifin muhatabı olan ortaklara değil, bizzat teklif sahibine ait olup, teklif sahibi bu yetkisini çeşitli saiklerle kullanabilecektir. Dolayısıyla “en yüksek fiyattan düşük olamama” kuralı, esas sözleşme yardımıyla fiyatı artırma konusunda teklif sahibini zorlama imkânı tanımamaktadır.

Özetle; teklif muhatabı paydaşların veya şirketin eski hâkim ortağının, kamusal niteliği dolayısıyla emredici hükümler karşısında, teklif fiyatını yükseltme konusunda yetkisi bulunmamaktadır. Bu nedenle, teklif sahibinin fiyatın artırılması konusunda zorlanması anlamına gelecek olan herhangi bir hükmün, esas sözleşmeye konulması mümkün değildir.

C. Şirket Esas Sözleşmesinin Etki Alanındaki Kişilerden Kaynaklanan Sebepler

Zorunlu pay alım teklifi fiyatının şirket esas sözleşmesi ile önceden belirlenip belirlenemeyeceği hakkında bir sonuca varabilmek için, böyle bir hükümden etkilenmesi olası kişiler açısından da konunun irdelenmesi gerekir. Esas sözleşmeye “*mevzuat uyarınca belirlenen zorunlu pay alım teklifi fiyatının 3 katının esas alınacağı*” yolunda bir hüküm konulması ve yönetim kontrolünün el değiştireceği varsayımında, söz konusu hükmün iki farklı taraf açısından ek külfet öngördüğü söylenebilir; şirket ortağı sıfatıyla yönetim kontrolünü elde eden kişiler ve şirket ortağı olmaksızın yönetim kontrolünü elde eden kişiler. Zira Pay Alım Tebliği'nin 11 inci maddesi uyarınca halka açık bir şirketin “*tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını veya oy haklarını*” iktisap etmek, pay alım teklifi zorunluluğunun doğması için yeterlidir. Bu doğrultuda şirket ortağı sıfatıyla yönetim kontrolünü elde eden kişilerin ve şirket ortağı olmaksızın yönetim kontrolünü elde edecek kişilerin, teklif fiyatını yükselten bir esas sözleşme hükmü karşısındaki durumunun ayrı ayrı ele alınması yerinde olacaktır.

1. Şirket Ortağı Sıfatıyla Yönetim Kontrolünü Elde Eden Kişiler Açısından

Zorunlu pay alım teklifini düzenleyen hükümlerden görülebileceği üzere, pay alım teklifi zorunluluğu, yönetim kontrolünü elde edecek orandaki pay iktisabıyla şirket ortağı haline gelmiş olan veya hâlihazırda pay miktarını artırarak yönetim kontrolünü elde etmiş olan kişilere de uygulanabildiğinden, şirket ortakları için öngörülebilecek yükümlülüklerin ele alınması doğru olacaktır. Zira teklif fiyatının artırılması, aynı zamanda yönetim kontrolünü elde edecek şirket ortağına teklif süreci içerisinde ek bir yükümlülük getirileceği anlamını ifade etmektedir.

Öncelikle belirtmek gerekir ki; TTK'nın 480 inci maddesinin birinci fıkrasında yer alan; *"Kanunda öngörülen istisnalar dışında, esas sözleşmeyle pay sahibine, pay bedelini veya payın itibari değerini aşan primi ifa dışında borç³⁶ yükletilemez"* hükmü gereği, şirket ortaklarına getirilebilecek yükümlülükler oldukça sınırlıdır. Anılan maddede düzenlenen hüküm tek borç ilkesi olarak adlandırılmakta olup, anonim şirketlerde pay sahibine sermaye borcu dışında ek bir yükümlülük yüklenemeyeceği gibi, rızası dışında taahhüdünü ve sorumluluğunu artırmaya zorlanamaz. Bu husus TTK'nın 329 uncu maddesinin ikinci fıkrasında da yer alan *"Pay sahipleri, sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile ve şirkete karşı sorumludur"* şeklinde hüküm altına alınmıştır. Dolayısıyla kural olarak, sermaye koyma borcu, prim (agio) ve TTK m. 480/3 hükmü anlamındaki yükümlülük dışında pay sahibine esas sözleşmeyle başkaca bir yükümlülük getirilemez. Bu nedenle, **doktrinde pay sahibine sermaye koyma borcu dışında ek yükümlülük getirilmesi sebebiyle, zorunlu pay alım teklifinin tek borç ilkesinin de bir istisnasını oluşturduğu ifade edilmektedir.**³⁷

Diğer taraftan, esas sözleşmede sermaye borcu dışında diğer ek borçların yer alabilmesi, pay satın alacak kişilerin her bir pay ile ilgili şirket esas sözleşmesini detaylı olarak incelemesini gerektirir ki, bu

³⁶ Madde gerekçesinde de borç kelimesinin kasıtlı olarak tercih edildiği ve geniş anlam taşıdığı açıkça ifade edilmiştir.

³⁷ Pulaşlı, Cilt II, s.1527, N. 16; Mustafa Çeker, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı, *Batider*, C.XXIII, Haziran 2005, S.1; Abuzer Kendigelen, "Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler", *Prof. Dr. Rona Serazan'a Armağan*, C.II, İstanbul 2010, s.1201.

da payın tedavül kabiliyetini sekteye uğratır. Bu nedenle, esas sözleşmede yazılı da olsa sermaye borcunun dışında herhangi ek bir borç beklenmedik yüküm sayılır. Tek borç ilkesinin ratio legis'i, pay sahibinin ileride beklenmedik yüklerle karşılaşmasını engellemek olmakla birlikte, bu durum, sermaye dışı çeşitli borç ve yükümlülüklerin esas sözleşmeye serbestçe konulabileceği sonucunu doğurmaz, özellikle borcun esas sözleşmede yazılı olması sebebiyle belirli olduğu ve pay sahibinin payı devralmakla esas sözleşme hükümlerini kabul etmiş olduğu söylenemez. Bu nedenle esas sözleşmede sınırları belirli de olsa ek borçlar öngörülemez ve öngörülmüşse de bunların payı devralan her kişi tarafından üstlenilmiş olduğu kabul edilemez.³⁸

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, teklif fiyatının esas sözleşmeye konulan hükümlerle artırılması işlemi, yönetim kontrolünü elde eden paydaşın kontrol maliyetini artıracaktır. Paydaşa yönelik ek külfet getirilmesi anlamını taşıyan bu durum ise, tek borç ilkesine ilişkin istisnanın genişletilmesi anlamına gelecektir. Ancak istisnaların dar yorumlanması gerektiği kuralı karşısında, anonim şirket ortakları için geçerli olan tek borç ilkesini ihlal edecek nitelikte, zorunlu pay alım teklifinin maliyetini artıracak hükümlerin esas sözleşmeye konulamayacağı düşünülmektedir. Böyle bir hükmün bir şekilde esas sözleşmeye konulması halinde ise beklenmedik yüküm niteliğindeki bu düzenlemenin, şirket ortakları için bağlayıcı olamayacağı kanaatindeyim.

2. Şirket Ortağı Olmaksızın Yönetim Kontrolünü Elde Eden Kişiler Açısından

Daha önce de belirtildiği üzere, yönetim kontrolünün elde edilmesi yalnızca pay iktisabına bağlı olmadığından, teklif yükümlülüğünün tek muhatabı şirket ortağı sıfatına sahip kişiler değildir. Zira pay üzerinde intifa hakkı tesis edilmek suretiyle, herhangi bir pay iktisabı olmaksızın, yalnızca yönetim kontrolünü sağlamaya yetecek oranda oy haklarını iktisap eden kişi de pay alım teklifinde bulunmak zorundadır.³⁹ Benzer şekilde yönetim kontrolünü sağlayacak paylara "*dolaylı olarak sahip olunması*" halinde de, dolaylı kontrolü elde eden kişi hedef

³⁸ Gül Okutan Nilsson, Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul 2004, s. 25-27.

³⁹ Türkyılmaz, s.7.

ortaklık paydaşı olmayabilir. Bu durumda ise, esas sözleşmenin şirket ortağı dahi bulunmayan kişilere yönelik öngördüğü düzenlemenin, bu kişiler açısından bağlayıcı olup olmadığı hususunun irdelenmesi gerekmektedir.

Esas sözleşme, kurucular dışında ortaklığa sonradan katılmış ve katılacak olan pay sahipleri ve alacaklılar bakımından da uygulama alanı bulur ve bu anlamda belirsiz bir topluluğa yönelmektedir.⁴⁰ Bu sayede şirket belirli sınırlar çerçevesinde kendi kurallarını serbestçe belirleme imkânına kavuşmaktadır. Esas sözleşmeye konulan hükümler, pay sahipleri arasında yapılan sözleşmelerin aksine, mevcut pay sahiplerine benzer şekilde şirkette sonradan pay sahibi olan kişileri de bağlar. Gerçekten de esas sözleşmenin tescilinin ilanı ile birlikte, anonim şirketin organlarını, karar alma ve icra esaslarını, ortakların şirketle ilişkilerini düzenleyen bir anonim şirket esas sözleşmesi haline geleceği gibi, TTK m. 354/1 hükmünde⁴¹ sayılan esas sözleşme içeriği, üçüncü kişiler için hüküm doğuran nesnel kural niteliğini kazanır.⁴²

Dolayısıyla esas sözleşmenin, şirket ortağı bulunmayan kişiler üzerinde de etki doğuran kuralları barındırması mümkündür. Ancak teklif fiyatının önceden belirlenmesine ilişkin hükmün esas sözleşmeye konulmasının kanuni temeli bulunmadığı gibi, TTK m. 354/1 hükmü gereği esas sözleşmede bulunması gereken asgari içerik arasında

⁴⁰ Okutan Nilsson, s.105.

⁴¹ TTK m. 354/1: "Şirket esas sözleşmesinin tamamı, Gümrük ve Ticaret Bakanlığının izniyle kurulacak olan anonim şirketlerde izin alınmasını, diğer şirketlerde 335 inci maddenin birinci fıkrası uyarınca şirketin kuruluşunu izleyen otuz gün içinde şirketin merkezinin bulunduğu yer ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan olunur. Tescil ve ilan olunan esas sözleşmeye, aşağıda sayılanlar dışında, 36 ncı maddenin birinci fıkrası hükmü uygulanmaz. Bu hususlar şunlardır:

- a) Esas sözleşmenin tarihi.
- b) Şirketin ticaret unvanı ve merkezi.
- c) Şirketin, varsa süresi.
- d) Şirketin sermayesi, ödenmesinin şekil ve şartları ile payların itibarı değerleri, varsa imtiyazlar.
- e) Pay senetlerinin türleri, hamiline veya nama yazılı oldukları.
- f) Şirketin nasıl temsil olunacağı.
- g) Yönetim Kurulu üyeleriyle şirketi temsile yetkili kimselerin ad ve soyadları, unvanları, yerleşme yerleri ve vatandaşlıkları.
- h) Şirketin yapacağı ilanların şekli; esas sözleşmede buna ilişkin hüküm bulunduğu takdirde, yönetim kurulu kararlarının pay sahiplerine nasıl bildirileceği."

⁴² Moroğlu, s.523.

da böyle bir düzenleme yer almamaktadır. Dolayısıyla, şirket ortağı için beklenmedik bir yüküm niteliğindeki bu sözleşme hükmünün, şirket ortağı dahi bulunmayan kişi için bağlayıcılık teşkil etmesi evle-yiyetle mümkün değildir. Zira esas sözleşmenin kapsamakla yükümlü olduğu asgari içerik dışındaki hükümlerle, üçüncü kişileri etkileyen hükümler getirilmesi halinde, bu hükümler tescil edilmiş olmalarına rağmen, üçüncü kişilerce biliniyor kabul edilemez.⁴³ Böyle bir durumda, esas sözleşmenin tescil edildiği ticaret sicilinin, olumlu etkiyi haiz olduğundan da bahsedilemeyecek ve teklif fiyatının önceden belirlenmesine ilişkin bir esas sözleşme hükmü, yönetim kontrolünü elde eden şirket ortakları karşısındaki durumuna benzer şekilde, şirket ortağı olmaksızın yönetim kontrolünü elde edecek kişiler için de geçerli olmayacaktır.

V. MEVCUT HÂKİMİYETİN SAĞLAMLAŞTIRILMASINA YÖNELİK ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Yönetimde kontrolü el değiştirmeden önce zorunlu pay alım teklifi fiyatının esas sözleşme ile artırılması, yönetim kontrolünün el değiştirmesini zorlaştıracığından, bu fikir ağırlıklı olarak mevcut hâkim ortağın hakimiyetini koruma altına alma çabası olarak değerlendirilebilir.

Bu çerçevede, hâkimiyetin sağlamaştırılmasına yönelik birçok yöntem bulunmakta olup, bunlardan bir ya da bir kaçına başvurulması da yönetim kontrolünün mevcut sahibi tarafından göz önünde bulundurulabilmektedir. Örneğin, şirket yöneticilerinin değiştirilmesini güçleştiren hükümlerin esas sözleşmeye konulması, ortaklıkta belirli bir oranın üzerinde pay sahibi olanlar tarafından tasarlanan işlemler için genel kurulda ağırlaştırılmış toplantı ve karar nisabı öngörülmesi, oy hakkında imtiyazlı pay ihracı, yönetime sadık pay sahipliği kitlesinin oluşturulabilmesini teminen şirket çalışanları için pay fonları kurulması, pay devri kısıtlamaları, birikimli oy kullanma hakkı veren hükümlerin esas sözleşme ile öngörülmesi, yöneticilere görevden ayrılma tazminatı ödenmesini öngören sözleşmeler, kontrol değişikliğine bağlı olarak çalışanlar için kurulmuş fonlardan dağıtım yapılacağıının

⁴³ Ünal Tekinalp, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015, s.172.

öngörülmesi, önceden öngörüülecek durumlarda mevcut ortaklara yeni pay alma veya payı borçlanma senedi ile değiştirme hakkı tanınması gibi yöntemler, zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğü doğmadan önce mevcut hakim ortağın yönetim kontrolünü sağlamlaştırmaya yönelik tedbirlerden bazılarıdır.⁴⁴

VI. SONUÇ

Zorunlu pay alım teklifi fiyatının belirlenmesine ilişkin hükümler, yalnızca küçük yatırımcılar değil, aksine küçük yatırımcılar ile birlikte teklif sahibi, ülke ekonomisi ve şirketin geleceği gibi unsurlar da göz önünde bulundurulurken ihdas edilmiştir. Teklif fiyatına ilişkin düzenlemelerin kamusal/emredici niteliği ağır bastığından, bu fiyatın esas sözleşme ile önceden belirlenmesi olanaklı değildir. Kaldı ki; zorunlu pay alım teklifi fiyatının önceden değiştirilmesine yönelik bir hüküm, TTK'nın "Emredici hükümler"i düzenleyen 340 ıncı maddesinin varlığı karşısında, esas sözleşmede kendisine yer bulamayacaktır. Nihayet teklif fiyatını artırmaya yönelik bir düzenlemenin, şirketlerin esas sözleşmelerinde var olabildiği kabul edildiğinde, teklif yapılmasını imkânsız hale getirecek fiyatlar şirket esas sözleşmelerinde öngörülebileceğinden, zorunlu pay alım teklifi hükümleri tamamen uygulanamaz hale gelebilecektir.

Bununla birlikte, zorunlu pay alım teklifi hükümleri, teklif yükümlülüğü altında olan kişi açısından sözleşme özgürlüğünün bir istisnasını teşkil ettiğinden, teklif fiyatının esas sözleşme ile artırılması bu istisnanın genişletilmesi anlamına gelecektir. Dolayısıyla ilgili mevzuat uyarınca belirlenen fiyatın, teklif sahibine ek külfet getirecek şekilde önceden belirlenmesi mümkün değildir.

Teklif fiyatının artırılmasına ilişkin hükmün esas sözleşmeye eklenmiş olduğu varsayımında ise, bu hükmün ek külfet öngördüğü her iki gruba da (yönetim kontrolünü elde eden şirket ortakları ve şirket ortağı olmaksızın yönetim kontrolünü elde eden kişiler) uygulanma imkânı bulunmamaktadır. Zira teklif yükümlülüğü sözleşme özgürlüğüne benzer şekilde tek borç ilkesinin de bir istisnası niteliğinde olması sebebiyle, böyle bir düzenleme istisnanın genişletilmesi anla-

⁴⁴ Manavgat, s. 129-156.

mına gelecek ve yönetim kontrolünü elde eden şirket ortağına uygulanamayacaktır. Ayrıca, şirket ortağı olmaksızın yönetim kontrolünü elde eden kişi açısından da böyle bir hükmün olumlu etkiyi haiz ve bağlayıcı olduğu söylenemeyecektir.

Son olarak hatırlatmak gerekir ki, zorunlu pay alım teklifi fiyatının artırılmasına yönelik bir esas sözleşme hükmü fikrinin hâkim ortağın yönetim kontrolünü sağlamlaştırma çabasından kaynaklanması halinde, kullanılabilir farklı enstrümanlar mevcut olup, hâkim ortak tarafından bunlardan bir veya bir kaçına başvurulması göz önünde bulundurulabilir.

Kaynakça

- Adıgüzel Burak, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ayrılma Hakkı" *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C.XVIII, S.2, 2014.
- Bahtiyar Mehmet, *Ortaklıklar Hukuku*, Beta Yayınevi, 7. Baskı, İstanbul 2012.
- Bahtiyar Mehmet, "Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın Dili ile Bazı Hükümlerinin Değerlendirilmesi", *Türkiye Barolar Birliği Dergisi*, Y.18, S.61, Kasım-Aralık 2005.
- Blackburn Terence, "The Regulation of Market Sweeps in Connection With Tender Offers", *George Washington Law Review*, v.58, No.4, 1990, sh.631.
- Çeker Mustafa, "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Şirketten Çıkma Hakkı", *Batider*, C.XXIII, Haziran 2005.
- Diñç İlhan, *Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması*, Legal Yayınevi, İstanbul 2006.
- Karasu Rauf, "Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi", *Marmara Üniversitesi E-Dergi*, Ankara 2009.
- Kendigelen Abuzer, "Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler", *Prof. Dr. Rona Serazan'a Armağan*, C.II, İstanbul 2010.
- Kırca İsmail/Şehirli Çelik Feyzan Hayal/Manavgat Çağlar, *Anonim Şirketler Hukuku*, Bankacılık Enstitüsü Yayınları, Ankara 2013.
- Kolcuoğlu Umut, *Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, Yetkin Hukuk*, İstanbul 2009.
- Manavgat Çağlar, *Aleni Pay Alım Teklifi*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 1997.
- Moroğlu Erdoğan, "Anonim Ortaklık Ana Sözleşmesi ve Hukuki Niteliği", *Prof.Dr. M. Kemal Oğuzman Anısına Armağan*, İstanbul 2000.
- Okutan Nilsson Gül, *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul 2004.
- Paslı Ali, *Anonim Ortaklığın Devralınması*, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2009.

- Poroy Reha, "Halka Açık Şirketlerde Çağrı Yoluyla Oyda Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sorunlar", *Prof. Dr. Hayri Domaniç'e Armağan*, İstanbul 1995.
- Pulaşlı Hasan, *Şirketler Hukuku Şerhi*, Adalet Yayınevi, 2. Baskı, Ankara 2015.
- Schuster Edmund-Philipp, "The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?", *The Modern Law Review*, London 2013.
- Sepe Simone, "Private Sale Of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient", *Arizona Legal Studies*, August 2010.
- Tekinalp Ünal, *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2015.
- Türkyılmaz, İsmail, *Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu*, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2015.
- Yıldız Şükrü, *Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi*, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2004.
- Ying Wang /Lahr Henry, "Takeover Regulation to Protect Shareholders", *European Financial Management Association*, January 2015.