

# HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIKLARDA YÖNETİM KONTROLÜ KAVRAMI-YÖNETİM KONTROLÜNDE DEĞİŞİKLİK OLMASI ve BUNA BAĞLANAN SONUÇLAR\*

## CONCEPT OF CORPORATE CONTROL OF PUBLICLY HELD CORPORATIONS CHANGE IN MANAGERIAL CONTROL AND THE CONSEQUENCES ATTACHED

Dr. Yusuf Ziyaeddin SÖNMEZ\*\*

### ÖZET

Yönetim kontrolü, ortaklıklar topluluğunda, muhasebe hukukunda, banka hukukunda, rekabet hukukunda ve sermaye piyasası hukukunda kullanılan, kendisine önemli sonuçlar bağlanan bir kavramdır. Bu kapsamda, zorunlu pay alım teklifinde merkezi kavram da, ortaklıktaki yönetim kontrolünün değişmesidir.

Bu bağlamda, yönetim kontrolü iki farklı esasa göre belirlenebilir. İlk olarak maddi anlamda yönetim kontrolünde bir takım hukukî ve fiili olgular birlikte değerlendirilir. Bu düzenleme biçimi, fiili kontrolün dikkate alınmasını gerektirir. Buna karşılık, şekli anlamda yönetim kontrolünde, oy haklarının %30 veya %50'si gibi belirli bazı şekli ölçütler dikkate alınır. Bu yaklaşım, fiili değil, hukukî kontrolün esas alınmasını gerektirir.

Türk sermaye piyasası hukukunda maddi değil, şekli anlamda yönetim kontrolü anlayışı tercih edilmiştir. Bu tercihin işlevsel bakış açısıyla hukukî belirliliği sağladığı söylenebilir. Diğer yandan, bu yaklaşımın gerekli olan esnekliği sağlayıp sağlamadığı da sorgulanmalıdır. Pay alım teklifi yükümlülüğü yalnızca kontrol eşliğinin aşılması durumunda mı ortaya çıkmalıdır, yoksa fiili kontrol değişikliğinde de bu yükümlülüğün doğması gerekir mi? Başka bir deyişle, kontrol eşliğinden bağımsız bir biçimde başka ölçütlere göre yönetim kontrolü değişikliklerine bu sonucun bağlanması gerekli midir? Bu çalışmada bu hususların mevzuatımızda nasıl düzenlendiği ve uygulamada bu konularda karşılaşılan sorunlar ile konuya ilişkin çözüm önerileri değerlendirilmeye çalışılmıştır.

**Anahtar kelimeler:** Yönetim kontrolü, pay alım teklifi yükümlülüğü, dolaylı kontrol, birlikte hareket edenler, şekli anlamda yönetim kontrolü, maddi anlamda yönetim kontrolü

### ABSTRACT

Corporate control is a concept to which significant consequences has been attached and it is used in corporate law, in accounting law, in banking law, in competition law and in capital market law. In this context, the central concept in the mandatory takeover bids is the change of corporate control.

In this regard corporate control can be determined in two different ways. First of all control can be determined based on a qualitative approach in which subjective-factual conditions are taken into account. So, qualitative approach is the result of considering de facto control. Secondly, it can be opted for a quantitative approach, which is based on a specific shareholding threshold such as 30% or %50 voting rights. The quantitative control approach requires de jure control rather than de facto control.

In Turkish capital markets law, it has been opted for the quantitative approach, instead of qualitative approach regarding mandatory bid provisions. From a functional point of view, this choice allows necessary legal certainty. However, it should also be questioned whether this preference gives the necessary flexibility as well. Should mandatory bid requirement arise only when the specified thresholds are exceed or also when change in de facto control occurs per se? In other words, should any change of control in the management without being subject to any percentage threshold set as another criterion triggering the mandatory bid obligation? In this survey, it is tried to evaluate how these issues are regulated in our legislation and how to solve the problems encountered in these issues and the solution proposal.

**Keywords:** Corporate control, mandatory bids, indirect control, acting in concert, quantitative approach, qualitative approach.

\* Bu makale, 26 Mayıs 2017 tarihinde düzenlenen "III. Ticaret Hukuku Uluslararası Sempozyumu"nda tebliğ olarak sunulmuştur. Ancak, makalenin yayımlanmasına kadar geçen süre zarfında çıkan yeni yayınlar ve özellikle II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği'nde yapılan değişiklik de dikkate alınmıştır.

\*\* Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Başkan Yardımcısı, (e-mail: yusuf.sonmez@spk.gov.tr) (Geliş Tarihi: 06.04.2016 / Kabul Tarihi: 16.06.2018).

## I. I. ANONİM ORTAKLIKLARDA YÖNETİM KONTROLÜNÜN DÜZENLENİŞİ

### A. YÖNETİM KONTROLÜ KAVRAMI

#### 1. Anonim Ortaklıklarda Yönetim

Anonim ortaklıklarda yönetim, işlevsel ve örgütsel olmak üzere iki anlamda kullanılmaktadır. İşlevsel anlamda yönetim, işletme konusunun elde edilmesi için gerekli işlemlerden ve alınması gerekli kararlardan meydana gelir<sup>1</sup>. İşlevsel anlamıyla anonim ortaklıklarda yönetim, ortaklığın faaliyet konusu ile ilgili işlerin yürütülmesi ile ortaklığın işleyişi, pay sahipleri ve üçüncü kişiler ile ilişkilerini etkileyecek önemde stratejik ve geleceğe etkili düzenleyici nitelikte kararlar alınmasını da içeren bir bütündür<sup>2</sup>.

Örgütsel anlamda yönetim ise, anonim ortaklığı yöneten örgütü ifade etmektedir<sup>3</sup>. Anonim ortaklıklarda yönetim örgütü kural olarak yönetim kuruludur<sup>4</sup>. Genel kurulun yönetsel yetkileri son derece sınırlıdır<sup>5</sup>. Ancak bu durum, yönetim kontrolünün münhasıran yönetim kurulunun yürütme organı olması itibarıyla yapısı ve oluşumu ile ilgili olduğu anlamına gelmemektedir. Gerçekten de, aşağıda görüleceği üzere, yönetim kontrolü örgütsel anlamıyla yönetim kurulunun yapısının nasıl oluştuğu ile sınırlı bir kavram olmayıp, bunun tam aksine işlevleri itibarıyla yönetimin işleyişin kimler tarafından yönlendirildiği ile ilgilidir. Hattâ, yönetim kontrolü kavramına, ancak işlevsel anlamıyla yönetimin nasıl ve kimler tarafından yönlendiril-

diği, kimlerin kontrolünde işlevsel anlamda yönetimin icra edildiği hususları tespit edilerek ulaşılabileceğini söylemek yanlış olmayacaktır.

#### 2. Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü

##### a. Kavram

Yönetim kontrolü, yönetimi yönlendirebilme erki olarak tanımlanabilir<sup>6</sup>. Ancak, bu kavramın, yönetimi yönlendirebilme erkini sağlayan araçlar üzerinden tanımlanması da mümkündür. Bu yönüyle yönetim kontrolü ise, bir ortaklığın karar alma mekanizmaları üzerinde etki edebilme gücünü/imkânını veren hukukî araçlara sahip olunmasıdır<sup>7</sup>. Kontrolü sağlayan hukukî araçlara, kontrol öğeleri veya kontrol olguları adı da verilmektedir<sup>8</sup>. Kontrol olguları, esas itibarıyla, genel kurulda çoğunluğu sağlayacak payları elde bulundurmaya ya da yönetimde imtiyazlı paylar ile çoğunluğu elde edecek temsil kabiliyetine sahip olmak ile ortaya çıkar<sup>9</sup>. Ancak belirtmek gerekir ki,

<sup>6</sup> *Paslı*, Kontrol, s. 345. Kontrol kelimesinin latince kökenli olduğu, İngilizce sözlüklerde bir şey üzerinde yetkili ve hükmedici, kısıtlayıcı ve yönlendirici etki kullanma özelliğine vurgu yapıldığı, Fransızca sözlüklerde ise, denetim özelliğinin belirtildiği hususunda bilgi için bkz. *Paslı*, Devralınma, s. 35, dn. 87. Kontrol ile hâkimiyet kavramları arasındaki ilişki hakkında ayrıca bkz. aşağıda dn. 25.

<sup>7</sup> *Okutan Nilsson*, G.: Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul 2009, s. 81. Öte yandan, yönetim kontrolünü kontrol kavramından ayrı, onun bir türü ve münhasıran yönetim organının ortaklık işleyişinde etkili olduğu pay sahiplerinin dağılık mülkiyet yapısı nedeniyle ortaklık işlerinde söz sahibi olmadığı yapıyı ifade etmek üzere daha dar bir anlamda kullanımı konusunda bilgi için bkz. *Şehirali Çelik*, F.: Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara 2008, s. 12 vd.

<sup>8</sup> *Tekinalp*, Ü.: Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Şirketler Topluluğuna İlişkin Düzenlemesinde Kontrol İlkesi, Prof. Dr. Hüseyin Hatemi'ye Armağan, C. 2, İstanbul 2009, s. 1548.

<sup>9</sup> Kontrol kavramının sahip olunan sermaye ve yönetimdeki söz sahipliği ile yakından ilgili olduğu hakkında bkz. *Şehirali Çelik*, s. 52; *Yeşiltepe*, S., Ö.: AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, İstanbul 2011, s. 150. Ancak, *Yeşiltepe*, aynı eserinde yönetim kontrolü sağlanmasının yönetim kurulu kararlarını almaya yetecek oranda yönetim kurulu üyesini belirleme imkânının elde edilmesi ile mümkün olabileceğini ifade ederek, sermaye çoğunluğunu elde etmeyi, yalnızca yönetim kurulunda temsil edilmeyi sağlayacak bir araç olarak değerlendirmiş, başka bir deyişle, yönetim kontrolünü yönetim kurulunda salt çoğunluk ile temsil edilmeye indirgemistir (*Yeşiltepe*, Çağrı, s. 150). Buna karşılık, *Altay* ise, Bankacılık Kanunu'ndaki düzenlemeyi değerlendirirken, haklı olarak,

<sup>1</sup> *Tekinalp*, Ü.: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, İstanbul 2015, N. 12-28; *Kırca*, İ./*Şehirali Çelik*, F./*Manavgat*, Ç.: Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, Ankara 2013, s. 527. Böyle bir ayrıma gitmeksizin yönetimin, iç ve/veya dış ilişkiye yönelik olarak ortaklık içindeki kararları alma ve uygulama gücü olarak tanımlanmasına ilişkin olarak bkz. *Paslı*, A.: Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu, İÜHFM, C. LXVI, 2008, S. 2, s. 345.

<sup>2</sup> Bkz. ve karşı. *Paslı*, A.: Anonim Ortaklığın Devralınması, İstanbul 2009, s. 25, 27.

<sup>3</sup> *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, N. 12-29.

<sup>4</sup> Yönetim kurulu ile genel kurul arasındaki ilişki hakkında geniş bilgi için bkz. *Kırca*/Şehirali Çelik/Manavgat, s. 395, 396; *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, N. 11-08.

<sup>5</sup> Hattâ, *Tekinalp*, genel kurulun şirketin yönetimine ilişkin görev ve yetkilerinin bulunmadığı görüşündedir (Sermaye Ortaklıkları, N. 13-06. *Kırca*/Şehirali Çelik/Manavgat ise, hâl böyle olmakla birlikte, genel kurulun bazen işin niteliği gereği özü itibarıyla yönetimle ilgili bazı yetkileri kullanabildiğini belirtmektedir (s. 537).

kontrol olguları hukukî araçların yanında fiilî olgular ile belli bir somut olaya özgü olarak kendiliğinde de oluşabilir. Örneğin yalnızca bir faaliyeti olan bir ortaklığın bu faaliyetin icrası ile ilgili olarak başka bir ortaklık ile yaptığı uzun süreli ve içinde rekabet yasağı da içeren bir tedarik sözleşmesi akdettiğini düşünelim. Böyle bir sözleşme, o ortaklığı, faaliyetleri ile ilgili stratejik kararları almasında, üretimini hangi miktar ve kalitede gerçekleştireceği gibi önemli konularda sözleşmenin karşı tarafının tercih ve yönlendirmelerine bağlı kılabilir. Böyle bir durumda, sözleşmenin karşı tarafı ne hâkimiyet sözleşmesi ile ne de ilgili ortaklıkta sermaye çoğunluğu ya da yönetim kurulunda mutlak çoğunluğu belirleme konusunda bir hak elde etmiştir. Bunların olmamasına rağmen, yönetim işlerinde belirleyici bir etki gücü elde edilmiş olabilir. Bunun gibi, ortaklıkta yalnızca %15 oranında paya sahip olan bir kimse, diğer ortakların yönetime ilgisizliği nedeniyle, tek başına kararları alabilecek bir konuma ulaşabilir.

Görüldüğü gibi, yönetim kontrolü esas itibarıyla, fiilî bir olguyu ifade eder. Bu ise, anonim ortaklığın yönetim ile ilgili tüm faaliyet, işlem ve kararları üzerinde belirleyici ya da hükmedici etkide bulunma imkânını elinde bulundurmaktır<sup>10</sup>. Böylelikle ortaklığın yönetim işlemleri kontrolü elinde bulunduranın doğrudan/dolaylı ya da açık/örtülü iradesi doğrultusunda yerine getirilir. Ortaklığın aldığı karar ve icra ettiği işlemlerde

kontrolü elinde bulunduranın istedikleri olur ve/veya istemedikleri olmaz<sup>11</sup>.

Yönetim kontrolünden söz edebilmek için kontrol gücü elde edilmesi gereken yönetsel etkinliklerin çerçevesinin de çizilmesi önem arz eder. Doktrinde *Tekinalp*, şirketler topluluğu bağlamında kontrol olgusunun değerlendirilmesinde ortaklığın yönetilebilmesi için alınması şart olan kararlar ile ortaklık bakımından gerekli olan veya yararlı olan kararlar arasında bir ayırım yapılması gerektiğini belirtmektedir<sup>12</sup>. Benzer şekilde, *Göktürk* de, yine şirketler topluluğu bağlamında, orta ve uzun vadeli hedefleri belirleme, planlama, organizasyon, gözetim, işletmesel karar alma gibi stratejik yönetim faaliyetlerinde hâkim olmaya değinmektedir<sup>13</sup>. Bunun gibi, Alman hukukunda, *Emmerich/Habersack*, şirketler topluluğunda hakim ile bağlı işletme arasındaki bağıllık ilişkisinin çerçevesinin merkezi iş alanları (*in einem der zentralen Unternehmensbereiche*) üzerinde olduğunu belirtmekte ve bunlara işletmenin finansman, satın alma, satma, organizasyon yapısına ilişkin kararları örnek olarak göstermektedir<sup>14</sup>. Aynı şekilde, Avusturya hukukunda, *Eckhard* da ancak bir ortaklığın işletmesel, stratejik ve personele ilişkin kararları üzerinde belirleyici etki elde edilmesi durumunda yönetim kontrolünden söz edilebileceğini belirtmektedir<sup>15</sup>. Bu tür kararlar, hedef ortaklığın (üzerinde kontrol ilişkisi kurulan ortaklık) stratejik ekonomik davranışları (*strategische Wirtschaftsverhalten der Zielgesellschaft*) olarak adlandırılmaktadır<sup>16</sup>.

yönetim kurulunun karar alabileceği çoğunluğu belirleyebilmenin kontrolün sağlanması açısından yeterli görülmesinin yerinde olmadığını belirtmektedir (*Altay, S., A.: Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Sermayeye Katımlı Ortak Girişimler, (Equity Joint Ventures), İstanbul 2009, s. 388*).

<sup>10</sup> Bkz. ve karşı. *Altay*, s. 429. Yazar, yönetim kontrol kavramının, çeşitli hukuk disiplinlerinin ihtiyaçlarını karşılayabilecek şekilde "Ortaklıklar Hukuku'na özgü araçlara, bir sözleşmeye veya fiilî olgulara dayanarak belirli bir teşebbüsün kalıcı olarak faaliyet ve finans politikalarını belirleyebilme ve bu teşebbüsün organlarının belirlenen bu politikalar yönünde karar almasını sağlama gücü olarak tanımlanması gerektiğini belirtmektedir. *Şehirli Çelik* ise, yönetim kontrolünün elde bulundurulmasının şirketin yönetiminde veya şirket açısından önemli konularda söz sahibi olunması anlamına geldiğini belirterek, belirleyici ya da hükmedici etki yerine söz sahibi olma ifadesini tercih etmektedir (s. 52).

<sup>11</sup> *Paslı*, Devralınma, s. 37.

<sup>12</sup> *Tekinalp*, Sermaye Ortaklıkları, N. 23-36.

<sup>13</sup> *Göktürk*, K.: Şirketler Topluluğunda Sorumluluk Esasları, Ankara 2015, s. 10, dn. 8.

<sup>14</sup> *Emmerich, V./Habersack, M.: Aktien-und GmbH-Konzernrecht, München 2010, § 17, Nr. 9.*

<sup>15</sup> *Eckhard, T.: Minderheitsbeteiligungen in der Fusionskontrolle: Der Zusammenschlusstatbestand in den Europäischen, deutschen und österreichischen Zusammenschlussvorschriften, Dissertation, Universität Wien 2011, s. 25. [http://othes.univie.ac.at/19076/1/2011-08.24\\_0415167.pdf](http://othes.univie.ac.at/19076/1/2011-08.24_0415167.pdf)*

<sup>16</sup> *Eckhard*, s. 25. Yazar, bunlara örnek olarak üst yönetimin atanmasına, yenilenmesine, ortaklığın yeniden yapılandırılmasına veya finansal planlamasına, yatırım politikalarına ilişkin kararlar ile rekabet politikası, teknolojinin seçimi ve üretimin geliştirilmesi gibi kararları örnek olarak göstermektedir (s. 25-26).

Bu bakımdan, yönetim kontrolünden söz edebilmek için belirleyici ya da hükmedici etkinin icra edildiği yönetsel faaliyetleri, stratejik, temel yönetim politikaları üzerinde olması gerektiği söylenebilir, yoksa yalnızca gündelik işleyiş ile ilgili iş ve işlemlerde etkili olduğundan bahisle yönetim kontrolünün sağlandığını kabul etmek doğru değildir<sup>17</sup>.

Son olarak, yönetim kontrolünden söz edebilmek için yönetim işleri üzerindeki etki gücünün arızı ve geçici olmamasının arandığını da belirtelim<sup>18</sup>. Buna göre, belirleyici ya da hükmedici etkinin süreklilik arz etmesi gerekir. Kontrol olgularının büyük bir kısmı genel kurul ve yönetim kurulunda temsil gücü elde edilmesi ile sağlandığından, arızı olarak bir defalık oy gücü elde edilmesi kural olarak yönetim kontrolü kapsamında değerlendirilmez. Aynı husus, sözleşmesel ilişkiler ile sağlanan yönetim kontrolünde de geçerlidir.

Bütün bu açıklamaların ışığında, yönetim kontrolünü şu şekilde tanımlamak mümkündür: Yönetim kontrolü, yönetim kontrolünü sağlayan olgulara sahip olmak suretiyle ve bu olgulara sahip olmanın vermiş olduğu güce/yetkiye dayalı olarak, anonim ortaklık işlerinin, yani ortaklığın stratejik yönetimine ilişkin karar ve uygulamaların kontrole sahip olan kişi veya kişilerin iradesi doğrultusunda, yani onların hükmedici veya belirleyici etkisi altında yürütülmesidir.

## b. Türleri

### i. Genel Olarak

Yönetim kontrolü kavramını, kapsamına, kontrolü elinde bulunduranların sayısına, kontrolü elinde bulundurmanın süresine göre farklı türler altında değerlendirmek mümkündür.

Yönetim kontrolü ile ilgili tür ayrımlarından biri veya birkaçı, bu kavramın şirketler toplu-

luğu, rekabet, kamuyu aydınlatma, pay alım teklifi yükümlülüğü, muhasebe vb. kısaca hangi amaçlarla ve ne şekilde düzenlendiğine bağlı olarak esas alınmış, buna çeşitli hukukî sonuçlar bağlanmıştır.

### ii. Maddî-Şekli Yönetim Kontrolü<sup>19</sup>

Maddî anlamda yönetim kontrolü, kontrolü sağlayan hukukî araçlarına sahip olmanın o ortaklık üzerinde yaptığı etkinin mahiyetini ifade etmektedir. Başka bir deyişle, maddî anlamda kontrolde, yönetim kontrolü, yönetim kontrolünü sağlayan hukukî araçların ne olduğu üzerinden değil, kontrolün sağladığı etkinin ne olduğu üzerinden tanımlanmaktadır<sup>20</sup>. Maddî anlamda yönetim kontrolünde önemli olan husus, yönetim üzerindeki etkinin niteliği olup, bu etkinin hangi hukukî veya fiilî araçlarla sağlandığı, kural olarak, ikinci derecede önemdedir<sup>21</sup>. Böyle olunca, maddî

<sup>19</sup> Belirtmek gerekir ki, maddî-şekli yönetim kontrolü terimleri Alman ve Avusturya hukukunda kullanılmaktadır. Örneğin Alman hukukunda *Cahn, A.: Der Kontrollbegriff des WpÜG*, Institute for Law and Finance, Goethe-Universität Frankfurt am Main, Working Paper Series No:128, 10/2011, s. 5,7; Avusturya hukukunda bkz. *Koschier, V.: Die Kontrollerlangung im Übernahmerecht unter besonderer Berücksichtigung der passiven Kontrollerlangung*, Dissertation, Universität Wien 2012, [http://othes.univie.ac.at/24918/1/2012-08-22\\_0104610.pdf](http://othes.univie.ac.at/24918/1/2012-08-22_0104610.pdf) s. 53 vd.; *Seilern-Aspang, H.: Möglichkeiten zur Verhinderung eines Pflichtangebots gem. § 22 ÜbG Diplomarbeit*, Wien Diplomarbeit, Universität Wien, September 2010, [http://othes.univie.ac.at/11363/1/2010-09-13\\_0402416.pdf](http://othes.univie.ac.at/11363/1/2010-09-13_0402416.pdf), s. 20, 35. Buna karşılık, İngilizce yazılmış eserlerde, şekli anlamda yönetim kontrolü için niceliksel; diğer için niteliksel anlayış ifadeleri tercih edilmektedir. Bu hususta bkz. *Varottil, U.: Comparative Takeover Regulation and The Concept of 'Control'*, Singapore Journal of Legal Studies (2015), s. 209.

<sup>20</sup> Nitekim, *Altay*, kontrolün maddî içeriği olarak adlandırdığı bu kavramı, kontrol ilişkisinin kontrol edilen üzerindeki etkisi olarak ifade etmektedir (s. 426).

<sup>21</sup> Maddî anlamda yönetim kontrolü, kontrol kavramını yönetim üzerindeki etkisi itibarıyla ele almaktadır. Bu etkinin hangi hukukî ve fiilî araçlarla sağlanacağı, şekli anlamda yönetim kontrolünün çerçevesine girmektedir. Ancak, bu düzenlemeleri yine maddî anlamda yönetim kontrolün tümüyle dışında görmek de doğru olmaz. Zira, kontrolün bahsettiği etki, çeşitli hukukî araçlar veya fiilî olgular ile gerçekleştirilebilir. Dolayısıyla, bu olgular diğer taraftan maddî anlamda yönetim kontrolünün kapsamına da dâhil edilebilir. Nitekim, *Varottil*, bu kavramın öznel bir takım ölçütlere göre çeşitli hukukî ve fiilî olgular ile tespit edildiğini belirtmektedir (s. 209). Kontrolü sağlayan olgulardan hangilerinin maddî anlamda yönetim kontrolünün kapsamına dâhil edilmesi gerektiği bir hukuk politikası sorunudur. Fiilî olguların yönetim kontrolü kavramının

<sup>17</sup> Nitekim, aşağıda detayları ile üzerinde durulacağı üzere, muhasebe hukukunda yer alan yönetim kontrolüne ilişkin düzenlemelerde, bu çerçevede TRFS 10 Konsolide Finansal Tablolara Standardı'nda kontrol kapsamına giren faaliyetler sayma yöntemi ile gösterilmiştir.

<sup>18</sup> Bu hususta bkz. *Emmerich/Habersack*, § 17, Nr. 11-12. Avusturya rekabet hukukunda belirleyici etkinin sürekliliği ile ilgili olarak, özellikle sözleşme ile kurulan kontrol gücünde, bağlayıcı sözleşmelerin 3 yıldan az olmaması gerektiği hususunda bkz. *Eckhard*, s. 47.

kontrol tanımında belirtilen etkiyi sağlayan her türlü hukukî araç veya fiili olgunun varlığı maddî anlamda kontrole vücut verir. Bu anlamda yönetim kontrolü, bir niteliği ifade eder.

Buna göre, maddî anlamda yönetim kontrolünü, anonim ortaklık işlerinin yürütülmesi hususunda hükmedici etkiye sahip olmak şeklinde ifade edebiliriz<sup>22</sup>.

kapsamına alınması, bu tür olguların her durumda her ortaklıkta aynı etkileri göstermemesi nedeniyle belirsizliğe yol açabilir. Bu tür belirsiz unsurların kontrol tanımına dâhil edilmesine, ancak belirsizliğin ortaya çıkacağı sorunlardan veya bu sorunların oluşmasını engellemekten daha üstün bir menfaatin (rekabetin bozulmasının ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin önlenmesi) olduğu durumlarda cevaz verilebilir. Bu nedenle, aşağıda görüleceği üzere rekabet hukukunda maddî anlamda yönetim kontrolü daha geniş kapsamlı düzenlenmişken, diğer hukuk dallarında, o hukuk dallarının ihtiyaçları ve menfaat dengeleri gözetilerek daha farklı kapsamda konu ele alınmıştır (Bu hususta bkz. ve karşı. *Altay*, s. 366, özellikle 368 ile 426). Buna karşılık, şekli anlamda yönetim kontrolünde daima sahip olunan hukukî araçlar belirli bir oransal ölçü üzerinden dikkate alınmakta ve bu oranın üzeri kontrol etkisinin icra edilmesi için yeterli görülmektedir. Başka bir deyişle, şekli anlamda yönetim kontrolünde hukukî araçların bir kısmı ölçü olarak alınır; fiili olgular tümüyle kapsam dışında bırakılır.

<sup>22</sup> Hükmedici etkinin hangi araçlar ile sağlanabileceği hususu Alman Ticaret Kanunu (*Handelsgesetzbuch-HGB*) § 290/2'de yer almaktadır. *HGB* § 290'da *Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG)* ile değişiklik yapılmış, daha sonra *AlFM-Umsetzungsgesetz* ile 290/2'nin dördüncü bendinde ifadesel bir değişiklik daha yapılmıştır. *BilMoG*'un Taslak metninde olmayan bu değişiklik ile, kanunlaşma sırasında Tavsiye Kararı (*Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss) Drucksache 16/12407, 24/3/2009*'da yayımlanan metinde, kontrolün hükmedici etkiyi içerdiği açık bir biçimde belirtilmiştir (s. 89). Alman hukukunda *HGB* § 290'da maddî anlamda kontrolün düzenlendiği kabul edilmektedir (*Cahn*, s.12) Dolayısıyla Tavsiye Kararı'nda yer alan bu ifadenin esasen maddî anlamda yönetim kontrolünün tanımı olarak kabul edilmesi mümkündür. *HGB* § 290/2 hükmünde maddî anlamda yönetim kontrolünün oluşmasını sağlayan tüm olguların gösterilmiş olduğunu söyleyebiliriz. Buna göre, başka bir ortaklığın oy haklarının çoğunluğunun bulunması, yönetim kurulu, icra kurulu gibi finans ve işletme politikalarının belirlendiği organların üye çoğunluğunu belirleme veya azletme hakkı tanınması, bir başka ortaklığın finans ve işletme politikalarını belirleme hakkının hâkimiyet sözleşmesi veya esas sözleşme hükmü ile tanınması, son olarak bir işletmenin ana ortaklığın dar ve tam olarak tanımlanmış amaçlarına ulaşması için ekonomik şartlar altında risk ve fırsatların çoğunluğunu taşıması hükmedici etkinin varlığını gösteren olgulardır. Aynı şekilde, Alman hukukunda şirketler topluluğu ile ilgili düzenlemelerde Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (*Aktiengesetz-AktG*) § 17/1'de hâkim işletme bir diğer işletme üzerinde doğrudan veya dolaylı olarak hükmedici etkiye sahip olan işletme olarak tanımlanmıştır. Benzer bir düzenleme, Avusturya hukukunda da bulunmaktadır. Avusturya Ticaret Kanunu (*Unternehmensgesetzbuch-UGB*) § 244/2'de hâkim işletme ve yavru işletme tanımlanırken kontrol olgularına yer verilmiş ve Alman hukukunda olduğu gibi bir işletmenin diğer işletme üzerinde kurduğu hükmedici etki, bu olgular arasında sayılmıştır. Buna göre, şu üç ölçütten birinin varlığı hâlinde maddî anlamda yönetim kontrolünün mevcudiyeti kabul edilir: Genel kurulda oy çoğunluğunun elde edilmesi, yönetim kurulu üyelerini belirleme veya azletme hakkının tanınmış olması, pay sahibine ortaklık üzerinde hükmedici etki kullanma hakkının tanınması.

Türk hukukunda maddî anlamda yönetim kontrolü, rekabet ve şirketler topluluğu hukukunda ölçü olarak alınmıştır. Örneğin, 2010/4 sayılı Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ'in 5/2 fıkrasında yer alan "kararlar üzerinde belirleyici etki" ifadesi ile kontrolün sağladığı etkinin mahiyetine vurgu yapılmıştır. Belirleyici etkinin ne olduğuna ilişkin rekabet hukukundaki değerlendirmeler de maddî anlamda yönetim kontrolünün mahiyeti hakkında fikir verecek niteliktedir<sup>23</sup>.

Buna karşılık, şirketler topluluğu ile ilgili düzenlemelerde ise, bir başka işletme üzerinde hükmedici etkiye sahip olmak ifadesine yer verildiği görülmektedir. Hükmedici etki, yukarıda da belirtildiği üzere<sup>24</sup>, esas itibarıyla Alman ve Avusturya hukuklarında tanımlanmıştır. Ancak bu tanımlar, hükmedici etkinin hangi durumlarda oluştuğunu gösteren olgulara işaret edilerek yapılmıştır.

Hükmedici etki ile belirleyici etki kavramları arasında bir mahiyet farkı olduğu söylenebilir.

<sup>23</sup> Bu hususta geniş bilgi için bkz. *Erdem*, H. E.: Türk ve AT Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmalar, İstanbul 2003, s. 53 vd. *Erdem*'e göre, belirleyici etkiden anlaşılması gereken husus, bir teşebbüsün diğer bir teşebbüsün ticari politikalarını kendi menfaatleri doğrultusunda etkileyebilmesi durumudur (s. 53). *Altay* ise, belirleyici etkiyi, hâkim teşebbüsün hedef teşebbüsün stratejik kararları üzerinde o teşebbüsün kararlarını biçimlendirecek ölçüde sahip olduğu güç olarak değerlendirmektedir (s. 412-413). Öte yandan, *Altay*'ın "hükmedici etki" ile "belirleyici etki" arasında bir ayırım yapmadığını, hattâ AktG § 17/1'de geçen "hükmedici etki" (*beherrschenden Einfluß*) ifadesini de belirleyici etki olarak tercüme ettiğini belirtelim. Ancak biz, yukarıda açıkladığımız gerekçelerle bu iki etki biçiminin birbirinden farklı olduğunu düşünüyoruz.

<sup>24</sup> Bkz. yukarıda dn. 22.

Yönetim işleri üzerinde -ki burada kastedilen yönetim işlerinin ortaklığın stratejik yönetimine ilişkin karar ve uygulamalar olduğunu belirtmiştikçe çeşitli seviyelerde etkinlik kurulması söz konusu olabilir. Bu tür kararların alınmasında yol gösterici etki, yönlendirici etki, önemli etki, belirleyici etki ve nihayet hükmedici etki kurulması şeklinde bir sıralama oluşturulabilir. Bu sıralama içinde, hükmedici etki, ortaklığın karar mekanizmaları üzerinde hâkim olmayı, ortaklık işlerini kendi iradesi doğrultusunda sevk ve idare etmeyi, yani esas itibarıyla hâkimiyeti<sup>25</sup> ifade etmektedir. Belirleyici

etkide ise, hâkimiyet ölçüsünde olmasa bile ortaklık işlerinde belirleyici ölçüde sayılabilecek her

<sup>25</sup> Nitekim, AktG § 17/1'de geçen "hükmedici etki" (*beherrschenden Einfluß*) ifadesi *Göktürk* tarafından "hâkimiyet etki" ile karşılanmıştır (s. 24. Aynı ifade *Akın* tarafından da kullanılmıştır. Bkz. *Akın*, İ.: Şirketler Topluluğu Sorumluluğu Hukuku, İstanbul 2014, s. 54, dn. 102. *Yılmaz* ise, "hâkim etki" ifadesini tercih etmiştir. Bkz. *Yılmaz*, A.: Türk, İsviçre ve Alman Hukuklarında Şirketler Topluluğuna Yüvenden Doğan Sorumluluk, İstanbul 2010, s. 122). Öte yandan, Türk hukuk doktrininde şirketler topluluğu bağlamında hâkimiyet ile kontrol kavramları arasında bir ayırım yapıldığı görülmektedir. Tespit edebildiğimiz kadarıyla doktrinde ilk defa *Altay* daha sonra *Okutan Nilsson* tarafından kabul edilen yaklaşıma göre, kontrol kavramı fiili durumu dikkate almayıp, sadece matematiksel şekilde hesaplanan sermaye veya oy oranlarına göre belirlenirken, hâkimiyet kavramı sahip olunan oy veya sermaye oranının fiili durumdaki etkisini de dikkate alır (*Altay*, s. 338; *Okutan Nilsson*, s. 82). Bu ayırım kaynağını karşılaştırmalı hukukta *Grundmann* tarafından yapılmış olan ve AB'nin Konsolide Finansal Tablolar Hakkında Direktifi'nde benimsenen sisteme ilişkin açıklamalardan almıştır (Bkz. *Grundmann*, S.: European Company Law, 2nd Ed., Cambridge-Antwerp-Portland, 2017, s. 405-406). Aynı şekilde, TTK'nın gerekçesinde de, "kontrol, matematiksel ve dolayısıyla kesin bir ölçüttür. Hâkimiyet ise, karinelere de sonuç bağlar. Kontrol sisteminde ana şirketin hâkimiyeti kullanıp kullanmadığına bakılmaz, hatta hâkimiyetin uygulanmadığını ispatına bir sonuç bağlanmaz. Hâkimiyet ve tek elden yönetim sisteminde ise, hâkimiyet olanaklarının sadece varlığı per se (kendiliğinden hâkimiyetin de uygulandığı şekilde yorumlanmaz, hâkimiyetin gerçekten uygulanıyor olması gerekli görülür" ifadeleri ile benzer mahiyette açıklamalara yer verilmiştir. (TTK Gerekçesi, s. 134-135). Görüldüğü gibi, doktrinde yapılan ve TTK Gerekçesine de yansıyan bu ayırmda kontrol şekli anlamda yönetim kontrolüne, hâkimiyet ise maddi anlamda yönetim kontrolüne karşılık gelmektedir. Her ne kadar *Grundmann* tarafından da hâkimiyetin yönetim üzerindeki etkinin bir imkân olmasından ziyade, onun kullanılmasını gerektirdiği belirtilmekte ise de, aynı yazarın hâkimiyet ölçüsünün esas alındığını ileri sürdüğü Alman hukukunda dahi, bir takım şekli ölçütlerin de dikkate alınmış olması nedeniyle bu iki sistem arasındaki farkın azaldığına ilişkin açıklamaları da dikkat çekicidir. Kanaatimizce, hâkimiyetin yönetim üzerindeki etki gücü, kontrolün ise bu etkiyi sağlayan araçlar

üzerinden tanımlandığını söylemek daha doğru olacaktır. Yoksa bu iki kavram arasındaki farkın, birinde kontrol gücünün kullanılmasının aranması, diğerinde ise buna gerek olmaması şeklindeki bir farka indirgenmesi ve buna dayanarak kontrol ile hâkimiyet arasında böyle bir ayırım yapılması yerinde olmadığı gibi, gerekli de değildir (Bu iki kavramın çoğu zaman örtüştüğü ile ilgili açıklama için bkz. *Aytaç*, Z.: Yönetim Kurulu Üyelerinin Hâkimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılmasında Doğan Sorumluluğu, *Batider*, C.XXIX, S. 4 (yıl 2013), s. 14). Öncelikle belirtmek gerekir ki, şirketler topluluğunun varlığı için Alman hukukunda da, kontrol için gerekli olarak bağlılık ilişkisinin bir imkân olarak var olması yeterli görülmüştür (*Emmerich/Habersack*, § 17, Nr. 5; bu hususta hem Alman hukuku hem de Avusturya hukukuna ilişkin değerlendirmeler için ayrıca bkz. *Koger*, A.: Die konzernbezogenen Ausnahmen im österreichischen und europäischen Kartellrecht, Dissertation, Wien 2010, [http://othes.univie.ac.at/10041/1/2010-05-05\\_0400637.pdf](http://othes.univie.ac.at/10041/1/2010-05-05_0400637.pdf), s. 26. Bu yöndeki Alman Federal Mahkemesi kararına ilişkin açıklamalar için bkz. *Yanlı*, V.: Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklarına Karşı Sorumlu Kılınması, İstanbul 2000, s. 124-125). Hâkimiyet, hükmedici etkiye sahip olmak anlamına gelmekte olup, hükmedici etkinin kapsamına genel kurul ve yönetim kurulunda temsil kabiliyeti elde etmenin dışında hâkimiyet ya da pay sahipliği sözleşmeleri ile aynı etkiyi kurma ve bunlardan bağımsız olarak pay sahibine şirket üzerinde hükmedici etki kullanma hakkı tanınması da girer. Başka bir deyişle, burada etkinin hangi araçlarla sağlandığının bir önemi, kural olarak bulunmaz. "Hükmedici etki", diğer bir deyişle "hâkimiyet", esas itibarıyla, maddi anlamda yönetim kontrolünün içeriğini belirleyen ölçülerden yalnızca biridir. Rekabet hukukunda "hükmedici etki"den daha geniş bir ölçü olan "belirleyici etki" esas alındığı gibi, ilişkili taraf işlemlerinin tespiti gibi özellikli bazı konularda hukuk düzeni, daha geniş ölçülerin kullanılmasına ihtiyaç duyabilir. Bu çerçevede, yalnızca maddi-şekli anlamda yönetim kontrolü ayrımının ölçü olarak alınması daha doğru olur. Buna göre, maddi anlamda yönetim kontrolü, stratejik yönetim işlerinde hükmedici veya belirleyici etkiye sahip olmayı esas alır. Bu etki türlerinden hangisinin esas alındığı, yönetim kontrolünün hangi amaçla ve hangi alanda düzenlendiği ile ilgilidir. Buna karşılık, şekli anlamda yönetim kontrolü, genel kurul veya yönetimde belirli oranlarda temsil gücü elde edilmesini ifade eder. Bu temsil gücü elde edilmeden fiili olgular ile ortaklığın işleminde hâkimiyetin elde edilmiş olmasının bir önemi, mutlak olarak; söz konusu temsil gücü elde edildikten sonra dahi fiilen hükmedici bir etkiye sahip olunamamasının bir önemi ise, kural olarak, bulunmaz. Bu kavramsallaştırmanın pratik faydası, hiç şüphesiz sermaye piyasası mevzuatında maddi anlamda yönetim kontrolünün uygulanması gerektiği durumlarda, bu kavramın içeriğinin nasıl tespit edileceği konusunda karşımıza çıkmaktadır. Hâkimiyetin yukarıda belirtilen şekilde sınırlı ve eksik bir biçimde anlaşılması, maddi anlamda yönetim kontrolünün uygulanması gereken yerlerde, kontrolün içeriğinin de yanlış bir biçimde belirlenmesine yol açabilir.

türlü etkide bulunma gücü söz konusudur. Dolayısıyla, belirleyici etkinin hükmedici etkiye göre daha geniş bir kavram olduğu söylenebilir. Zira, hükmedici etkiye sahip olmadan da belirli bazı kararlar üzerinde belirleyici bir güç kullanılması mümkün olabilir. Kararın istenildiği yönde alınmasını sürekliliği bir biçimde sağlamak hükmedici etkiye işaret ederken, bu ağırlıkta olmamakla birlikte, belirli bazı kararların alınmasını engellemek veya oyların eşit olarak dağıldığı durumlarda belli bir gruba ya da yönetim kurulu başkanına çifte oy kullanma yetkisi bahşederek kararın alınmasında belirleyici rol oynama imkânı verilmiş olabilir. Öyleyse, maddi anlamda yönetim kontrolünün tespit edilmesi gereken durumlarda, ilgili mevzuatta aksi özel olarak belirtilmemişse, maddi anlamda yönetim kontrolü için hükmedici etkide bulunma mevcudiyetinin aranması gerekir. Aksi hâlde, maddi anlamda yönetim kontrolünün kapsamı çok genişletilmiş olur.

Şekli anlamda yönetim kontrolünde ise, kontrolün sağladığı etkinin mahiyeti değil, kontrolü sağlayan hukukî araçlar esas alınır. Kontrolü sağlamaya elverişli hukukî araçlara belirli bir nicelikte sahip olmak, yani bu araçları belirli bir niceliksel yoğunlukta kullanma imkânı elde etmek kontrolün varlığı için kesin karine olarak kabul edilir. Öyle ki, şekli yönetim kontrolünün varlığı için öngörülen ölçütlerin, yani niceliksel ölçülerin olduğu bir durumda, fiili olarak yönetim kontrolüne sahip olmanın sağladığı etki gücü elde edilememiş olsa bile, artık yönetim kontrolüne sahip olmaya bağlanan hukukî sonuçlar, kural olarak doğar<sup>26</sup>. Buna bağlı olarak, şekli ölçütlerin karşılanmadığı hiçbir olayda, somut ve fiili durum, tam tersine yönetim kontrolünün sağladığı etki gücünün kullanılabilmesini gösterse de, hattâ fiilen yönetsel ve stratejik planda her türlü değişiklik gerçekleşmiş olsa dahi, yönetim kontrolüne sahip olmaya bağlanan hukukî sonuçlar doğmaz<sup>27</sup>.

Şekli anlamda yönetim kontrolü, esas itibarıyla pay alım teklifi başta olmak üzere sermaye

piyasası mevzuatında ölçü olarak kullanılmaktadır. Şekli anlamda yönetim kontrolü kavramında kullanılan ölçütler sermaye veya oy haklarında belirli bazı oranları (%30, %50 veya 2/3 vb.) esas almaktadır.

### iii. Olumlu (Aktif)-Olumsuz (Pasif) Yönetim Kontrolü

Olumlu-olumsuz yönetim kontrolü ayrımı ise, yönetim üzerindeki belirleyici etkinin icra ediliş biçimi ile ilgilidir. Bazı ortaklıklarda belirli bir pay grubuna istediklerini yapma, onun iradesine göre yönetim işlerinin yürütülmesini sağlama gücü verilmez, yalnızca istemediklerinin gerçekleştirilmesini engelleme gücü bahşedilir. Bu, esas sözleşme ile belirli bir pay grubuna ortaklıkla ilgili belirlenen iş ve işlemlerde olumsuz oy verilmesi halinde o iş ve işlemin yapılamaması sonucunun bağlanması ile açık bir biçimde veya yüksek toplantı ve/veya karar yetersayıları öngörülerek örtülü bir biçimde yapılabilir<sup>28</sup>. Örneğin yönetim kurulu toplantılarında belirli bir pay grubunun muhalif kalması halinde, o konuda çoğunluk oyu olumlu yönde olsa dahi, o kararın alınamamış sayılması şeklinde bir esas sözleşme hükmü ile söz konusu pay grubuna veto hakkı tanınabilir.

Böyle bir durumda, veto hakkı tanınmasının yönetim kontrolü kapsamına alınıp alınmaması, kontrol kavramının hangi hukuk dalında ve hangi amaçlarla düzenlendiği ile yakından ilgilidir. Şirketler topluluğunda Alman hukukunda, pasif kontrol hükmedici etkiyi sağlamak için yeterli görülmemektedir<sup>29</sup>. Rekabet hukukunda ise, pasif

<sup>26</sup> Faden, C.: Das Pflichtangebot nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Hamburg 2008, s. 26.

<sup>27</sup> Faden, s. 27.

<sup>28</sup> Veto hakkı sağlayan hukukî araçların stratejik ve işletme politikalarına ilişkin kararlarda veto hakkı tanıyan esas sözleşme veya pay sahipliği sözleşmeleri ile yine önemli kararlarda oybirliği veya nitelikli çoğunluk öngören esas sözleşme hükümleri veya bu hususu içeren pay sahipliği sözleşmeleri olduğu yönünde bkz. *Eckhard*, s. 33. Aynı yönde bkz. *Altay*, s. 496.

<sup>29</sup> Ancak, Alman hukukunda diğer fiili veya hukukî olgular ile desteklenebiliyorsa pasif kontrolün de hükmedici etki kapsamında değerlendirilebileceğini ileri süren bir görüşün olduğunu da belirtmek gerekir (Bu görüş için bkz. *Emmerich/Habersack*, § 17, Nr. 25. Bu görüşün Alman hukukunda sadece *Emmerich/Habersack* tarafından savunulduğu hakkında bkz. *Koger*, s. 26). Türk hukukunda ise, *Okutan Nilsson*, pasif kontrolü şirketler topluluğunda hükmedici etkiyi sağlamak için yeterli görmemektedir (s. 125).

kontrol yönetim kontrolü kapsamında değerlendirilmektedir<sup>30</sup>.

Pasif kontrol ya da veto yetkisi verilmesinin yönetim kontrolü üzerindeki etkisini ilgili ortaklık-taki sermaye ve yönetim yapısının bütünü dikkate alınarak her bir olay bazında ayrıca değerlendirmek gerekir. Genel hatları ile üç ayrı durumdan söz etmek mümkündür.

İlk olarak, pasif kontrol, ortak kontrol kurulmasını sağlamak üzere iki kişi arasında yapılan anlaşmada tarafların birbirlerine karşılıklı olarak veto hakkı tanımları suretiyle gerçekleşebilir. Böyle bir durumda veto hakkı iki kişiye ortak iradelerini oluşturmak için vasıta olarak tanınmıştır. Zira, ortak kontrole dâhil kişiler birbirlerinden bağımsız olarak öneri getirmekte karşı taraf bu öneriyi kabul ederse ortak bir karar alınmış; kabul etmezse, veto hakkının kullanımı ile öneri kabul edilmemiş olmaktadır. Aynı durum diğer kişi için de geçerlidir. Bu ihtimalde taraflara tanınan veto yetkisi, yönetim kontrolünün paylaşılması olarak yorumlanabilir.

İkinci durumda ise, pasif kontrol, hâkim ortağın olduğu bir yapıda, ortaklığa yeni bir ortak alınırken o ortağa belirli bazı konularda söz hakkı tanımak veya bazı önemli konularda belirleyici olma imkânı tanımak için bir araç olarak kullanılabilir. Burada pasif kontrol yetkileri, ortak kontrol için gereken ortak irade oluşturma düzeyine çıkmamış, bazı konularda hâkim ortağın tek başına kontrol etme imkânı ortadan kaldırılmıştır. Sadece bazı konularda kendisine veto yetkisi tanınan ortağın muhalif kalmasına sonuç bağlanmış ve onun onayı olmaksızın karar alınamamasına yol açılmıştır. Dolayısıyla, bu gibi durumlarda pasif kontrol yetkileri tanınan kimsenin yönetim kontrolünü sağlamasından ya da yönetim kontrolünü paylaşmasından söz etmek mümkün değildir.

Üçüncü durum ise, dağınık ve parçalı sermaye yapılarında, tek başına kimsenin yönetim kontrolünü eline bulundurmadığı ortaklıkta belirli bir kişi veya gruba, esas sözleşme veya pay sahipliği sözleşmesiyle belli konularda olumsuz oyu olması hâlinde kararın alınmamış sayılması yetkisi bahşe-

dilerek, veto hakkı tanınan konularda bir tür denetim yetkisi verilmek istenmiş olabilir.

İşte, bu son durumda, tek başına bu olgunun yönetim kontrolü sayılıp sayılmaması, yönetim kontrolünün nasıl düzenlendiği, hükmedici veya belirleyici etki düzeylerinden hangisinin kabul edildiğine bağlıdır. Kanaatimizce, bu durumda hükmedici etkinin arandığı bir düzenlemede, yönetim kontrolü elde edilmiş olarak kabul edilemez.

Olumlu yönetim kontrolü ise, ortaklığın yönetim ile ilgili iş ve işlemlerinin kişinin açık veya örtülü iradesi doğrultusunda yerine getirildiği her durumu kapsamaktadır. Dolayısıyla, yönetim kontrolü denildiğinde, aksi açıkça anlaşılamiyorsa, olumlu anlamda yönetim kontrolünün kastedildiğini söylemek mümkündür.

#### iv. Tek Başına-Ortaklaşa (Birlikte) Yönetim Kontrolü

Yönetim kontrolü ile ilgili bir başka ayırım, kontrolün sağladığı etkinin kontrole sahip olan kimseler üzerinde ne şekilde icra edildiği ölçütü kullanılarak yapılabilir. Tek başına yönetim kontrolü, adından da anlaşılacağı üzere kontrol gücünün tek kişinin elinde olmasını ifade eder<sup>31</sup>.

Buna karşılık, ortaklaşa ya da birlikte yönetim kontrolünde birden fazla kişinin yönetim kontrolünü paylaşması söz konusudur. Ortak kontrol, en az iki kişinin belirli bir teşebbüsün faaliyet ve finans politikalarına özgü kararlarının alınmasında birbirleriyle uzlaşarak ortaklaşa belirleyici etki icra etme gücünü kalıcı olarak ellerinde bulundurmaları, bu belirleyici etkinin oluşumunda bu kişilerin hiçbirinin iradesinin diğerlerine üstün gelmemesi ve bu kişilerden hiçbirinin iradesinin etkisini kılınmaması anlamına gelmektedir<sup>32</sup>. Ortak kontrolde, kontrolü paylaşan öznelardan hiçbirisi hedef ortaklığın iradesini tek başına biçimlendiremediği gibi, bu iradenin oluşumunda bu öznelardan hiçbirinin etkisiz bırakılması söz konusu olamaz<sup>33</sup>. Bununla birlikte, ortak kontrolde her bir ortağın aynı ağırlıkta olmasına gerek bulunmamaktadır<sup>34</sup>. Örneğin, iki kişiden birine yalnızca

<sup>31</sup> Pek çokları yerine bkz. *Eckhard*, s. 26.

<sup>32</sup> *Altay*, s. 433.

<sup>33</sup> *Altay*, s. 459.

<sup>34</sup> *Eckhard*, s. 26.

<sup>30</sup> *Erdem*, s. 84; *Okutan Nilsson*, s. 96.



önemli bazı kararların alınmasında veto hakkı tanıyarak, diğer kişinin bu konularda hareket etme serbestisini kısıtlaması veya iki kişinin belirli bazı konularda karar almayı birbirlerine bırakması durumunda da ortak kontrolün varlığından söz etmek gerekir<sup>35</sup>.

Ortak kontrolün sermaye piyasası hukukunda, özellikle pay alım teklifine ilişkin düzenlemelerde özel bir yeri bulunmaktadır. Ortak kontrol, yönetim kontrolünün paylaşılması şeklinde tezahür edebilir. Buna göre, mevcut bir tek başına kontrol yapısından ortak kontrole geçilmiş olabilir. II-26.1 sayılı Tebliğ m. 14/1-d bendinde bu olgu, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmadığı hâllerden biri olarak özel olarak düzenlenmiştir<sup>36</sup>. Kontrol paylaşılması da ortak kontrolün bir türü olup, bu durumda pay alım teklifi yükümlülüğünün doğup doğmadığının özel olarak düzenlenmesi ihtiyacı bulunmaktadır.

İkinci olarak, pay alım teklifi yükümlülüğünde özel bir anlamı ve uygulaması olan birlikte hareket etmek de bazı durumlarda ortak kontrolün bir türü ve uygulaması olarak karşımıza çıkabilir. Birlikte hareket edenler arasında yönetim kontrolü bir kez elde edildikten sonra da yönetimin nasıl paylaşılacağı konusunda bir anlaşma ve işbirliğinin olduğu durumlar, aynı zamanda ortak kontrole işaret etmektedir.

Nihayet, ortak kontrolün özel bir türü, SPKn. md. 26/3'te düzenlenmiştir. Burada ise, mevcut pay sahiplerinin daha sonra bir araya gelecek aralarındaki bir özel anlaşma ile ortaklığı birlikte yönetmeye başlaması söz konusudur.

## B. TÜRK HUKUKUNDA YÖNETİM KONTROLÜNÜN DÜZENLENİŞİ

### 1. Genel Olarak

Anonim ortaklıkların yönetim kontrolüne ilişkin genel geçerliliği olan yasal bir tanım bulunmamaktadır<sup>37</sup>. Yönetim kontrolü tanımının mutlak olmamasının, çeşitli düzenlemelerde farklı kapsamlarda yönetim kontrolüne yer verilmesinin

temel sebebi, yönetim kontrolünün kapsamının düzenlendiği alanın kendine özgü ihtiyaçlarına göre farklılık göstermesidir.

### 2. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nda yönetim kontrolü, md. 195/1'in ilk cümlesinde, şirketler topluluğunun oluşumu bakımından düzenlenmiştir.

Yönetim kontrolü tanımlanmamış, ancak yönetim kontrolüne sahip olmanın ölçütlerine yer verilmiştir. Buna göre, TTK md. 195/1 uyarınca yönetim kontrolü olguları genel kurulda oy gücü, yönetim kurulunda temsil kabiliyeti olmak üzere esas itibariyle iki olguya dayandırılmıştır. Genel kuruldaki oy gücü ise, oy haklarının çoğunluğuna sahip olmak şeklinde, yani pay sahipliğine dayalı olarak tezahür edebileceği gibi, böyle bir sermaye payı çoğunluğuna sahip olunmamakla birlikte, oy sözleşmesi gibi araçlarla oy haklarının çoğunluğu elde etmek suretiyle de gerçekleştirilir.

Bunun yanı sıra, aynı fıkranın (b) bendinde ilave bir ölçüte daha yer verilmiştir. Bu ise, "*Bir ticaret şirketinin, diğer bir ticaret şirketini, bir sözleşme gereğince veya başka bir yolla hâkimiyeti altında tutabilmesi*"dir. Ancak, "*hâkimiyet altında tutabilme*"nin tanımı, sözleşme dışında hangi yollarla bunun sağlanabileceği gibi hususlarda herhangi bir hüküm sevk edilmemiştir<sup>38</sup>.

### 3. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nda

Yönetim kontrolü, bankacılık hukukunda, bankanın malî durumunun bozulması olasılığında sorumluların çerçevesinin bilinmesi düşüncesiyle ve bu kapsamı ile ele alınmış<sup>39</sup> ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu (BankK) md. 3'te tanımlanmıştır<sup>40</sup>.

<sup>38</sup> Doktrinde *Altay*, şirketler topluluğunda hâkimiyetin elde edilmesinde fiili olgulara itibar edilmediğini ileri sürmektedir (s. 366). Bu tercih isabetli olduğu hususunda değerlendirmeler için ayrıca bkz. *Altay*, s. 367-368.

<sup>39</sup> *Altay*, s. 385.

<sup>40</sup> Tanıma göre: "*bir tüzel kişinin sermayesinin asgari yüzde ellibirine sahip olma şartı aranmaksızın; çoğunluğa doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması veya bu çoğunluğa sahip olunmamakla birlikte imtiyazlı hisselerin elde bulundurulması veya diğer hisselerle yapılan anlaşmalara istinaden oy hakkının çoğunluğu üzerinde tasarrufta bulunulması suretiyle veya herhangi bir suretle yönetim kurulu üyelerinin karara esas çoğunluğunu atayabilme ya da görevden alma gücünü elde bulundurulması*" kontrol anlamında gelmek-

<sup>35</sup> *Eckhard*, s. 27.

<sup>36</sup> Bu konuda geniş bilgi için bkz. aşağıda II.B.2.b.ii.(cc).

<sup>37</sup> *Paslı*, Devralınma, s. 39, dn. 91.

Gerçekten de, BankK, bankanın uğradığı zararların banka kaynaklarını kötüye kullanan banka yöneticileri ve bundan menfaat sağlayan bankanın hâkim pay sahipleri tarafından karşılanması felsefesine dayanmaktadır<sup>41</sup>.

BankK md. 3'te yer alan tanımında, yönetim kontrolü, yönetim organında temsil kabiliyeti açısından ele alınmıştır. Bu bakımdan, genel kurulda oy gücü çoğunluğuna sahip olunması veya bu gücün oy anlaşmaları ile veya herhangi bir surette elde edilmesi münhasıran yönetim organında üyelerin karara esas çoğunluğunu belirleme veya azletmesini sağlamak amacıyla hizmet ettiği ölçüde anlam ifade etmektedir<sup>42</sup>. Dolayısıyla, bankacılık hukukunda oy çoğunluğu bir grupta olup da, imtiyazlı paylar nedeniyle hiçbir grubun yönetim kurulunda temsil çoğunluğu elde edemediği durumlarda yönetim kontrolünün bulunmadığı kabul edilecektir.

Bu tanımında ikinci dikkat çekici husus, birlikte kontrole yer verilmemiş olmasıdır. Ancak, doktrinde de haklı olarak belirtildiği gibi, birden fazla kişinin birlikte hareket ettiğinin tespiti halinde sermaye çoğunluğu veya imtiyazlı oyların toplanması gerekir<sup>43</sup>.

#### 4. Rekabet Mevzuatında

Rekabet hukukunda yönetim kontrolü, daha ziyade rekabete aykırı davranışların "ex ante" (işlem gerçekleşmeden önce) denetimi sağlamak amacıyla düzenleme konusu olmuştur<sup>44</sup>. Nitekim, AB mevzuatına uygun bir biçimde 2010/4 sayılı Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ uyarınca kontrolde kalıcı değişiklik meydana getirecek şekilde iki veya daha fazla teşebbüsün birleşmesi ya da bir veya daha fazla teşebbüsün tamamının ya da

bir kısmının doğrudan veya dolaylı kontrolünün devralınması halinde Rekabet Kurumu'nun onayının alınması amacıyla düzenlenmiştir.

Anılan Tebliğin md. 5/2 fıkrasında kontrolün tanımlandığını görüyoruz<sup>45</sup>. Buna göre, rekabet hukukunda, yönetim kontrolü en geniş kapsamı ile ve maddî yönü itibarıyla düzenlenmiştir. Burada kontrolün fiilen ya da hukuken bir teşebbüs üzerinde belirleyici etki uygulama olanağını sağlayan her türlü araçla elde edilebileceğine vurgu yapılmıştır.

#### 5. Muhasebe Hukukunda

##### a. İlişkili Taraf İşlemlerinde İlişkili Tarafın Tespiti Bakımından

TMS 24 sayılı İlişkili Taraf Açıklamalarına İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı'nda<sup>46</sup> kontrol, halka açık ortaklığın ilişkili tarafının tespitinde bir ölçüt olarak kullanılmak üzere tanımlanmış, ayrıca yönetim kontrolü ile yakından ilgisi olan başka bir kavrama, "işletme üzerinde önemli etkisi olma"ya da yer verilmiştir.

TMS 24 Standardı'nda yönetim kontrolü, "kontrol" adıyla "Bir işletmenin faaliyetlerinden fayda sağlamak amacıyla, söz konusu işletmenin finansal ve faaliyet politikalarını yönetme gücü" olarak tanımlanmıştır.

"Önemli etki" ile ilgili olarak aynı Standard'ta "Yatırım yapılan işletmenin finansal ve faaliyetle ilgili politikaların belirlenmesi kararlarına katılma gücü olup, bu politikalar üzerinde kontrol etme gücünü ifade etmemektedir. Önemli etkiye, hisse sahipliği, esas sözleşme veya bir anlaşmayla sahip olunabilir." hükmüne yer verilmiştir. Görül-

tedir. Öte yandan, kanun koyucunun burada kontrol kavramını tanımlamadığı, hükümde sayılan olguların kontrole yol açan durumlar değil, kontrol kavramını oluşturan ölçütler olarak esas alındığı hususunda bkz. Altay, s. 386.

<sup>41</sup> Altay, s. 385 ve dn. 948'de belirtilen yazarlar.

<sup>42</sup> Bu yönde bkz. Reisoğlu, S.: Bankacılık Kanunu Şerhi, C-1, Ankara 2007, s. 109.

<sup>43</sup> Reisoğlu, s. 111.

<sup>44</sup> Bu hususta ve birleşmenin rekabet üzerindeki olası etkileri hakkında bilgi için bkz. Sokol, D.D.: Merger Control under China's Anti-Monopoly Law, NYU Journal of Law&Business, Vol. 10 (Fall 2013), No:1, s. 4.

<sup>45</sup> Anılan fıkranın ilgili kısmı şu şekildedir: "...kontrol ayrı ayrı ya da birlikte, fiilen ya da hukuken bir teşebbüs üzerinde belirleyici etki uygulama olanağını sağlayan haklar, sözleşmeler veya başka araçlarla meydana getirilebilir. Bu araçlar özellikle bir teşebbüsün malvarlığının tamamı ya da bir kısmı üzerinde mülkiyet veya işletilmeye müsait bir kullanma hakkı, bir teşebbüsün organlarının oluşumunda ya da kararları üzerinde belirleyici etki sağlayan haklar veya sözleşmelerdir. Kontrol, hak sahipleri ya da bir sözleşmeye göre hakları kullanmaya yetkili kılınmış olan veya böyle bir hak ve yetkisi olmamakla birlikte fiilen bu hakları kullanma gücüne sahip olan kişiler veya teşebbüsler tarafından elde edilebilir."

<sup>46</sup> İlişkili Taraf Açıklamalarına İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 24) Hakkında Tebliğ Sıra No: 17, 31/12/2005 tarihli ve 26040 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

düğü üzere, işletmenin finansal ve faaliyet politikaları üzerinde kontrol etme gücü, bu politikaları belirleme veya bu politikaların belirlenmesi aşamasında hükmedici etkiye sahip olmak anlamına gelmektedir. Ancak bu ağırlıkta bir etkiye sahip olmayıp, bu politikaların belirlenmesinde yalnızca katılma gücü elde etmek ise, yönetim kontrolü değil, yönetim üzerinde önemli etkisi olma kavramı ile ifade edilmiştir.

#### **b. Konsolide Finansal Tablo Düzenleme Yükümlülüğünün Kapsamını Tayin Bakımından**

Yönetim kontrolünün düzenlendiği bir başka alan ise, konsolide finansal tablolar ile ilgilidir. Bu konu 2011 yılına kadar TMS 27 sayılı Konsolide ve Bireysel Finansal Tablolara İlişkin Standard'ta<sup>47</sup> düzenlenmiş olup, TMS 27 Standardı'nda kontrol, TMS 24 Standardı'na paralel bir biçimde "bir işletmenin faaliyetlerinden fayda sağlamak amacıyla söz konusu işletmenin finansal ve faaliyet politikalarını yönetme gücü" olarak tanımlanmıştır. Burada ayrıca kontrolün tespiti ile ilgili 13 ve 14 no'lu paragraflarda detaylı hükümlere yer verilmiştir.

Ancak, daha sonra TFRS 10 Konsolide Finansal Tablolar Standardı yayımlanmış olup<sup>48</sup>, bu Standard 31/12/2012 tarihinden sonra başlayan hesap dönemlerinden itibaren yürürlüğe girmiştir<sup>49</sup>. TFRS 10 Konsolide Finansal Tablolar Standardı'nda yönetim kontrolü ile ilgili son derece önemli ve köklü bir değişiklik yapılmıştır<sup>50</sup>.

Anılan Standardta kontrol, yatırım yapılan işletmeyle olan ilişkisinden dolayı değişken getirilere maruz kalınması veya bu getirilerde hak sahibi olunması, aynı zamanda bu getirilerin yatırım

yapılan işletme üzerindeki gücüyle etkileme imkânına sahip olunması şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanımda üç olgunun bir arada olduğu görülmektedir. Bu olgular birbirinin alternatifi olmayıp, kümülatif olarak bir arada bulunması gereken olgulardır (7 No'lu paragraf).

Buna göre,

(a) Yatırım yapılan işletme üzerinde güce sahip olunması (bkz: 10-14 paragrafları),

(b) Yatırım yapılan işletmeyle olan ilişkisinden dolayı değişken getirilere maruz kalınması veya bu getirilerde hak sahibi olunması (bkz: 15 inci ve 16 ncı paragraflar),

(c) Elde edilecek getirilerin miktarını etkileyebilmek için yatırım yapılan işletme üzerindeki gücünü kullanma imkânına sahip olunması (bakınız: 17 ve 18 inci paragraflar)

gerekmektedir.

Ayrıca, anılan Standardın 17 no'lu paragrafında, yatırımcı işletmenin, yatırım yaptığı işletme üzerinde kontrol sahibi olabilmesi için, yatırım yaptığı işletme üzerinde güce sahip olmasının ve yatırım yaptığı işletmeyle olan ilişkisinden dolayı değişken getirilere maruz kalmasının veya bu getirilerde hak sahibi olmasının yeterli olmadığı açık bir biçimde belirtilmiştir. Buna göre, kontrole sahip olunması, yatırımcı işletmenin, elde edeceği getirilerin miktarını etkileyebilmek için yatırım yaptığı işletme üzerindeki gücünü kullanma imkânına sahip olunmasını da gerektirir<sup>51</sup>.

Kontrolün üç olgunun bir arada bulunması ile tanımlandığını belirtmiştik. Bunlardan güç ile ilgili düzenlemeler, yönetim kontrolü ile ilgili diğer düzenlemelerde de yorum yapılırken yararlanılabilecek hususlar içermesi bakımından dikkate değerdir.

Güç kavramı, anılan Standardta iki unsura dayandırılmıştır. Bunlardan birincisi gücün etki alanı, daha doğru bir deyişle gücün nesnesi veya

<sup>47</sup> Konsolide ve Bireysel Finansal Tablolara İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 27) Hakkında Tebliğ Sıra No: 11 17/12/2005 tarihli ve 26026 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>48</sup> 28/10/2011 tarihli ve 28098 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>49</sup> Dolayısıyla TMS 27 no'lu Standard ile TMS Yorum 12 "Konsolidasyon- Özel Amaçlı İşletmeler" düzenlemeleri yürürlükten kaldırılmıştır.

<sup>50</sup> TFRS 10 Konsolide Finansal Tablolar Standardı ile getirilen değişiklikler ve bu Standard ile TMS 27 Standardı arasındaki farklar hakkında bilgi için bkz. Terzi, S.: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS 10) Açısından Konsolidasyon İlkeleri ve Kontrol Modeli, Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, C. XV, S. 1, 2013, s. 291.

<sup>51</sup> Bu yaklaşımın gerisinde, TFRS 10 Standard ile yalnızca şirketler değil, her türlü tüzel kişilik yapısında uygulanacak ortak ölçütlerin belirlenmiş olması olgusu bulunmaktadır (Bu hususta bkz. Hewer, J./Davis, M./Haley, D.: Structured Finance-Accounting Development: Special Purposes Entities-Consolidation and Disclosure, [www.pwc.com/securitisation](http://www.pwc.com/securitisation), s. 1).

konusuna ilişkindir. Burada ölçüt ilgili faaliyetin işletmenin getirilerini önemli ölçüde etkileyip etkilemediğidir. Söz konusu Standardın Ek'inde bu ölçüt ile ilgili bazı somut örnekler sayılmış ve bu faaliyetlerin işletmenin getirileri üzerinde önemli etkisinin olduğu kabul edilmiştir<sup>52</sup>. Ancak, bunlar tahdidî nitelikte değildir.

İkincisi ise, gücün kaynağı belirlenmiştir. Gücün kaynağı yalnızca hak olabilir. Hangi hakların gücün kaynağı olabileceği, söz konusu Standardın Ek'inde yine örnek yoluyla sayılmıştır<sup>53</sup>. Sayma yöntemi ile gösterilen haklar üç kategori altında değerlendirilebilir. Bunlardan ilki, oy hakkı, ikincisi ise, yönetim yetkisine sahip kişileri atama ve azletme hakkıdır. Üçüncü kategori ise, kendi menfaatine işlem tesis etmek veya işlemlerdeki değişikliği veto etmek ya da yönetim sözleşmesindeki karar alma hakları gibi işletmeyi yönetme imkânı veren diğer haklardır.

Bu üç kategori altındaki hakları değerlendirmeye geçmeden önce, bu hakların niteliği ile ilgili söz konusu Standardın Ek'inde yapılan açıklamalara değinmek yararlı olacaktır. Sahip olunan hakkın aslı hak niteliğinde olması gerekir. Bir hakkın aslı hak olması, elde bulduran kişinin bu hakkı fiilî olarak kullanabilmesini ve ilgili faaliyet-

lerin yönetimi konusunda kararlar alınması gerektiğinde kullanılabilir olmasını ifade eder. Bunun dışında, hakkın koruyucu hak niteliğinde de olmaması gerekir. Koruyucu hakların güç kapsamında olmadığı yine aynı Standardın Ek'inde özellikle vurgulanmış ve bu konuda oluşabilecek tereddütler ve yorum güçlükleri giderilmiştir<sup>54</sup>.

Kategorilerin değerlendirilmesine geçmeden son olarak, anılan Standard'ın Ek'inde B18<sup>55</sup> ve

<sup>52</sup> Bunlar B11 ve B12 no'lu paragraflarda gösterilmiştir. Buna göre, B11 no'lu paragrafta "(a) Mal ve hizmetlerin alımı ve satımı, (b) Finansal varlıkların elde tutma süresince (temerrüt durumu da dâhil olmak üzere) yönetimi, (c) Varlıkların seçimi, edinimi veya elden çıkarılması, (d) Yeni ürün ve süreçlerin araştırılması ve geliştirilmesi, (e) Finansman yapısının belirlenmesi veya fon edinimi." sayılmış; B12 no'lu paragrafta ise, "(a) Yatırım yapılan işletmenin faaliyetlerine ve sermaye yapısına ilişkin kararların (bütçe kararları da dâhil olmak üzere) saptanması, (b) Yatırım yapılan işletmenin kilit yönetici personelinin veya hizmet sağlayıcılarının atanması ve ücretlerinin belirlenmesi ile işlerine veya hizmetlerine son verilmesi." hususlarına yer verilmiştir.

<sup>53</sup> Anılan Standard'ın Eki'nin 15 no'lu paragrafında bu haklar, "(a) Yatırım yapılan işletmedeki oy hakkı (veya potansiyel oy hakkı) şeklindeki haklar (bkz. B34-B50 paragrafları); (b) Yatırım yapılan işletmenin ilgili faaliyetlerini yönetme imkânı bulunan kilit yönetici personelini atama, yeniden atama veya azletme hakları; (c) İlgili faaliyetleri yöneten başka bir işletmeyi atama ya da azletme hakları; (d) Yatırımcı işletmenin, kendi menfaatine işlemler tesis etmek veya işlemlerdeki herhangi bir değişikliği veto etmek üzere yatırım yapılan işletmeyi yönetmeye yönelik hakları. (e) Elinde bulduran kişiye ilgili faaliyetleri yönetme imkânı veren diğer haklar (bir yönetim sözleşmesinde belirlenen karar alma hakları gibi)." olarak gösterilmiştir.

<sup>54</sup> Koruyucu hak örnekleri anılan Standard'ın Ek'inin B28 paragrafında şu şekilde örnek kabilinden sayılmıştır: "(a) Borç alanın, borç verenin zararına olacak şekilde kredi riskini önemli düzeyde değiştirebilecek faaliyetler üstlenmesini sınırlayan, borç verenin sahip olduğu haklar, (b) Yatırım yapılan bir işletmede kontrol gücü olmayan bir payı elinde bulduran bir tarafın, işin olağan akışının gerektirdiğinden daha yüksek bir sermaye harcamasını ya da borçlanma aracı veya özkaynağa dayalı araç ihraçlarını onaylama hakkı, (c) Kredi geri ödeme hükümlerini yerine getirememesi durumunda, borç verenin, borçlunun varlıklarına el koyma hakkı."

<sup>55</sup> B18 no'lu paragrafta yer alan açıklamalar şu şekildedir: "Bazı durumlarda, yatırımcı işletmenin haklarının yatırım yapılan işletme üzerinde güç sağlayacak derecede yeterli olup olmadığını değerlendirmek zor olabilir. Bu gibi durumlarda, güce ilişkin değerlendirmenin yapılabilmesi için, yatırımcı işletme, ilgili faaliyetleri tek taraflı olarak yönetme imkânına sahip olup olmadığına ilişkin kanıtları göz önünde bulundurulmalıdır. B19 ve B20 paragraflarında yer alan göstergeler ile haklar birlikte değerlendirildiğinde, yatırımcı işletmenin haklarının yatırım yaptığı işletme üzerinde güç sağlamasına yeterli olduğuna ilişkin kanıt sağlayabilecek değerlendirmelere, bunlarla sınırlı olmamak üzere, aşağıda yer verilmiştir:

- Yatırımcı işletme, bu konuda sözleşmeye bağlı bir hakkı bulunmaksızın, yatırım yaptığı işletmenin ilgili faaliyetlerini yönetme imkânına sahip kilit yönetici personelini atayabilmekte veya onaylayabilmektedir.
- Yatırımcı işletme, bu konuda sözleşmeye bağlı bir hak bulunmaksızın, kendi lehine olacak önemli bazı işlemleri gerçekleştirmek ya da bu tür işlemlerdeki değişiklikleri veto etmek suretiyle, yatırım yaptığı işletmeyi yönetebilmektedir.
- Yatırımcı işletme, ya yatırım yaptığı işletmenin idari organına üye seçimine ilişkin adaylık sürecinde ya da oy haklarını ellerinde bulduran diğer kişilerden vekâleten oy toplanmasında baskındır.
- Yatırım yaptığı işletmenin kilit yönetici personeli, yatırımcı işletmenin ilişkili taraflarındandır (örneğin, yatırım yapılan işletmenin icradan sorumlu genel müdürü ile yatırımcı işletmenin icradan sorumlu genel müdürü aynı kişilerdir).
- Yatırım yapılan işletmenin idari organının üyelerinin çoğunluğu, yatırımcı işletmenin ilişkili taraflarındandır." Görüldüğü gibi, burada güçlü emarelere yer verilmiştir. Bu örneklerden birinin varlığı söz konusu olduğunda, başka bir değerlendirme yapmaya gerek kalmaksızın oy hakkının gücün varlığına delalet edip etmediğinin kolaylıkla anlaşılacağı durumlarda bir sonuca varmak mümkün olabilecektir.

B19 no'lu paragraflarda<sup>56</sup> yer alan ve yönetim kontrolü ile ilgili hukukî durumun, yani sahip olunan haklar ile sağlanan gücün fiilî olgular ile desteklenmesine ilişkin esaslara değinilmesinde büyük yarar vardır. Ancak, fiilî olgulara başvurmak her zaman gerekmez. Başka bir deyişle, aslî nitelik-

<sup>56</sup> B19 no'lu paragrafta yer alan açıklamalar şu şekildedir: "Bazı durumlarda yatırımcı işletmenin, yatırım yaptığı işletmeyle, bu işletmede pasif bir paydan daha fazlasına sahip olduğuna işaret eden özel bir ilişkisinin bulunduğuna ilişkin göstergeler bulunabilir. Bunun gibi bir göstergenin veya belli bir göstergeler grubunun bulunması, güce ilişkin kriterin her zaman karşılandığı anlamına gelmeyebilir. Ancak, yatırımcı işletmenin yatırım yapılan işletmede pasif bir paydan daha fazlasına sahip olması, yatırım yaptığı işletme üzerinde güç sağlamasına yetecek derecede başka ilgili hakları olduğunu gösterebilir ya da yatırım yaptığı işletme üzerindeki mevcut gücüne ilişkin kanıt sağlayabilir. Aşağıdakiler, yatırımcı işletmenin, yatırım yaptığı işletmede pasif bir paydan daha fazlasına sahip olduğu durumlara örnek sunmakta ve diğer haklarla birlikte, yatırım yaptığı işletme üzerinde güce sahip olduğunun göstergesi olabilmektedir:

- (a) Yatırım yapılan işletmenin ilgili faaliyetlerini yönetme imkânına sahip kilit yönetici personeli, yatırımcı işletmenin mevcut veya eski personelidir.
- (b) Yatırım yapılan işletmenin faaliyetleri, aşağıdaki durumlarda olduğu gibi, yatırımcı işletmeye bağımlıdır:
  - (i) Yatırım yapılan işletme, faaliyetlerinin önemli bir kısmının finanse edilmesinde yatırımcı işletmeye dayanmaktadır.
  - (ii) Yatırımcı işletme, yatırım yaptığı işletmenin borçlarının önemli bir kısmına kefil olmaktadır.
  - (iii) Yatırım yapılan işletme, kritik öneme sahip hizmetler, teknoloji, malzemeler veya ham maddeler açısından yatırımcı işletmeye dayanmaktadır.
  - (iv) Yatırımcı işletme, yatırım yaptığı işletme için kritik öneme sahip lisans veya marka gibi varlıkları kontrol etmektedir.
  - (v) Yatırım yapılan işletme, kilit yönetici personel konusunda yatırımcı işletmeye dayanmaktadır (örneğin, yatırımcı işletmenin personeli, yatırım yapılan işletmenin faaliyetlerine ilişkin özel bilgilere sahipse).
- (c) Yatırım yapılan işletmenin faaliyetlerinin önemli bir kısmı, yatırımcı işletmeyi içermekte ya da yatırımcı adına yürütülmektedir.
- (d) Yatırımcı işletmenin, yatırım yaptığı işletmeyle ilişkisinden kaynaklanan, getirilere maruz kalma veya getirilerde hak sahibi olma düzeyi, oy haklarından ya da benzeri haklardan orantısız bir biçimde daha büyüktür. Örneğin yatırımcı işletmenin, yatırım yaptığı işletmenin oy haklarının yarısından azını elinde bulundurmasına rağmen, yatırım yaptığı işletmenin getirilerinin yarısından fazlasını hak ettiği ya da yarısından fazlasına maruz kaldığı durumlar ortaya çıkabilir." Görüldüğü gibi, burada, B18 no'lu paragraftan farklı olarak, zayıf emarelere yer verilmiştir. Dolayısıyla bu paragrafta sayılan örnekler, ancak başka olgular ile desteklendiği takdirde, gücün elde edilmesi konusunda değerlendirilmeye imkân sağlar.

teki haklara sahip olunduktan sonra her defasında fiilî olgular ile kontrolün elde edilmiş olduğunun ayrıca ispatlanmasına gerek bulunmamaktadır. Burada düzenlenen husus, yalnızca aynı Standard'ın 11 no'lu paragrafında belirtildiği gibi oy hakkının varlığı ile gücün var olup olmadığının kolayca belirlenemediği durumlarda, yani söz konusu Standard'ta belirtilen oranda oy hakkı bulunmasa dahi, fiilî olguların gücün elde edildiğini gösterdiği durumlarda yönetim kontrolünün mevcut olduğu sonucuna varılmasını sağlamaktan ibarettir.

Kategoriler içinde konumuz açısından önem arz eden husus şüphesiz oy hakkıdır. Oy hakkı ile ilgili anılan Standard'ın getirdiği ölçü, aynı Standardın Eki'nin B35 no'lu paragrafında yer almaktadır. Buna göre, ilgili faaliyetlerin, oy haklarının çoğunluğunu elinde bulunduranın oyu ile yönetilmesi veya ilgili faaliyetleri yöneten yönetim organının üyelerinin çoğunluğunun, oy haklarının çoğunluğunu elinde bulunduranın oyu ile atanması durumunda oy hakkı ile güç elde edilmiş olur. Ancak, söz konusu Standard burada son derece ilginç bir yaklaşım sergilemiş ve bu iki olgudan birinin varlığını yeterli saymamış, ayrıca bir olumsuz koşul daha aramıştır. Buna göre, oy hakkı ile gücün elde edilmiş olması için B36 ve B37 no'lu paragraflarda yer alan hususların da mevcut olmaması gerekir. Buna göre, oy hakkı olsa bile yönetim sözleşmesi ile veya yönetim organının belirlenmesi imtiyazı gibi bir esas sözleşme hükmü uyarınca yönetim hakkının başkasında olması durumunda kontrol elde edilmemiş sayılır.

Öte yandan, Standard'ta kontrolün bazı özelliklerine de yer verilmiştir. Buna göre, kontrolün tek başına olması gerekir (9 no'lu paragraf). Başka bir deyişle, yönetimin paylaşılması konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğüne yol açmaz. İkinci olarak kontrol ile fiilen yönetilmesi değil, yönetme imkânının elde edilmesi yeterli görülmüştür (12 no'lu paragraf).

Nihayet, bu hakların elde edilmiş biçimleri de gösterilmiştir<sup>57</sup>: Buna göre, gücün kaynağını oluşturan hak ya oy hakkı ile ya da sözleşme yoluyla elde edilebilir.

## 6. Sermaye Piyasası Mevzuatında

### a. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda

Yönetim kontrolü 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn.) md. 26/2'de, zorunlu pay alım teklifi bağlamında<sup>58</sup> ve iki ölçüte göre tanımlanmıştır: Genel kurulda ve yönetim kurulunda çoğunluğu sağlayacak şekilde temsil kabiliyeti elde etmek. Diğer bir deyişle, yönetim kontrolü için gerekli olan hukukî vasıtalar, genel kurulda çoğunluğu sağlayacak oy haklarının ve yönetim kurulunun salt çoğunluğunu belirleyecek imtiyazlı payların elde edilmesi olarak belirlenmiştir.

Bu tanımın sermaye piyasası mevzuatının uygulandığı her durumda geçerli olup olmadığını da belirlemek gerekir. Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğlerinde yönetim kontrolüne ilişkin düzenlemelerde değinileceği üzere, bazı Tebliğlerde bu

tanıma atf yapılmış, bazılarında bu tanım büyük ölçüde tekrar edilmiş, bazen de yalnızca yönetim kontrolü ifadesine yer verilmiştir. O hâlde, ilgili tebliğde, SPKn. md. 26/2 hükmüne açık bir atf veya söz konusu hükümdeki ifadenin tekrarı yapılmadığı durumlarda, yönetim kontrolü ile ilgili tespit yapılırken maddî anlamda yönetim kontrolünün oluşup oluşmadığı ile ilgili değerlendirme yapma gereği doğabilir. Örneğin, SPKn. md. 65/7 fıkrasının ilk cümlesi uyarınca borsaların ve piyasa işleticilerinin pay devri söz konusu olmasa dahi doğrudan veya dolaylı kontrol devri sonucunu doğuran her türlü işlem Sermaye Piyasası Kurulu'nun iznine tabi tutulmuştur. SPKn. md. 65/7'nin lafzının genişliği ve konuluş amacı da dikkate alındığında, bu hüküm ile kontrol devri sonucunu doğuran pay sahipleri sözleşmesi ve kontrol imkânı veren diğer fiili olguların ve bu kapsamda yukarıda değindiğimiz Standard'ın Ek'inin B18 ve B19 no'lu paragraflarında<sup>59</sup> yer alan hususların da yönetim kontrolü kavramının kapsama alınmak istendiği sonucuna varmak mümkündür.

Bu tür istisnai hükümlerin dışında, maddî anlamda yönetim kontrolü kavramına, aşağıda detayları ile gerekçelendirmeye çalışacağımız üzere, sermaye piyasası mevzuatında pay alım teklifi yükümlülüğünde sınırlı bir işlev tanınmıştır. Özellikle dolaylı kontrol ilişkilerinde, hedef ortak ile onu nihaî olarak kontrol eden arasındaki kontrol ilişkisinin kurulmasını sağlayan aracı-vasıta tüzel kişi ile nihaî kontrol sahibi arasındaki kontrol ilişkisinin kurulup kurulmadığının belirlenmesinde maddî anlamda yönetim kontrolü kavramından yararlanılması gerekir. Bunun gibi, pay alım teklifi yükümlülüğüne yol açmayan hâllerden biri olarak düzenlenen grup içi pay devirlerinde grup ilişkisinin kapsamının belirlenmesinde de maddî anlamda yönetim kontrolü kavramına müracaat etmek gerekebilir. Nihayet, özel durum açıklamalarında da, idarî sorumluluğu bulunan kişiler ile yakından ilişkili kişilerin belirlenmesinde rol oynadığını söyleyebiliriz.

<sup>57</sup> Anılan Standard'ın 11 no'lu paragrafı şu şekildedir: "Güç, haklardan doğmaktadır. Bazen gücün var olup olmadığı kolay ve açık bir şekilde belirlenebilir. Örneğin yatırım yapılan işletme üzerindeki güç, direkt olarak ve sadece hisse senetleri gibi özkaynağa dayalı finansal araçlarla sağlanan oy hakları ile elde edildiğinde ve bu tür payları ellerinde bulunduranların oy haklarını göz önünde bulundurmamak suretiyle değerlendirilebildiğinde, gücün var olup olmadığı kolaylıkla ve açık bir şekilde belirlenebilir. Diğer durumlarda, örneğin gücün bir veya daha fazla sözleşmeye bağlı anlaşmadan kaynaklandığı bir durumda, gücün var olup olmadığına yönelik değerlendirme daha karmaşık olacaktır ve birden fazla unsurun göz önünde bulundurulmasını gerektirecektir."

<sup>58</sup> SPKn. md. 26'nın başlığı "pay alım teklifi zorunluluğu" olup, madde metninde de bu ifade kullanılmıştır. II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği'nin konuyu düzenleyen "Üçüncü Bölüm"ünde ise, "zorunlu pay alım teklifi" ifadesine yer verilmiştir. Konuya ilişkin hüküm içeren başka tebliğlerde de, örneğin II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin md. 11/1'de, aynı ifade tercih edilmiştir. Buna karşılık, II-26.1 sayılı Tebliğ'in md. 13/2 ve 14'te, "pay alım teklifi yükümlülüğü" ifadesi geçmektedir. Dolayısıyla, bu müesseseyi ifade etmek üzere her üçünün de kullanılması mümkündür. Biz, makalemizde, uygulamada daha çok tercih edildiğini gördüğümüz ve bu müessesenin içerdiği kanundan doğan borç olma niteliğini daha iyi gösterdiğine inandığımız "pay alım teklifi yükümlülüğü" ifadesini kullanmayı tercih ettik. Ancak makalenin çeşitli yerlerinde diğer ifade biçimlerine de ilgili tebliğ maddesinde özellikle o ifade kullanıldığı için yer verdik.

<sup>59</sup> Bu hususta bkz. yukarıda dn. 55 ve 56'da yer alan açıklamalar.

## b. Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğlerinde

### i. Yönetim Kontrolünün Tanımı İtibariyle Düzenlenişi

II-23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin<sup>60</sup> md. 4/1-k bendinde yönetim kontrolü, 6362 sayılı SPKn. md. 26'ya atıf yapmak suretiyle; II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği'nin<sup>61</sup> md. 12/1'de ise, 6362 sayılı SPKn. md. 26/2 aynen tekrarlanarak tanımlanmıştır.

Buna karşılık, II-27.2 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği'nin<sup>62</sup> md. 3/1-k bendinde, yönetim kontrolünün ayrıca tanımlandığını görüyoruz. Tanım, bu şekliyle III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin<sup>63</sup> md. 3/1-y bendinde; III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin<sup>64</sup> md. 3/1-s bendinde ve III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin<sup>65</sup> md. 3/1-ff bendinde de aynen tekrarlanmıştır.

II-27.2 sayılı Tebliğ'de yer alan bu tanımın 6362 sayılı SPKn. md. 26'de yer alan tanımdan tek farkı, kanunda geçen "...genel kurulda yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğuna karşılık gelen sayıda üyelikler için aday gösterme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olunması" ifadesinin yerine, söz konusu tebliğlerde, "...genel kurulda yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların çoğunluğuna sahip olunması" ifadesinin kullanılmış olmasıdır. Kanaatimizce, bu farklılık bir çelişki oluşturmamaktadır. Söz konusu tebliğlerde kanunda geçen "imtiyazlı paylara sahip olunma" ifadesinden ne anlaşılması gerektiğini yorumlayan ve söz konusu hükmün amaca uygun bir biçimde kapsamını belirlemeye yönelik bir tanımlama yapılmıştır<sup>66</sup>.

Bunu dışında II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nin md. 4/1-k bendinde "kontrol edilen işletme" tanımına yer verilmiş ve bu tanımda, TTK md. 195/1'de belirtilen kontrolü sağlayan hukukî araçlar ve fiilî olgular bir arada kullanılmıştır. Ancak söz konusu kavramın, yönetim kontrolünü değil, özel durum açıklamalarında hâkim ortaklık-bağlı ortaklık kavramlarının belirlenmesinde kullanıldığına dikkat çekmek gerekir.

Buna karşılık, ilişkili taraf işlemlerine ilişkin tanımda<sup>67</sup> TMS 24'e yapılan atıf nedeniyle ilişkili tarafın belirlenmesinde yönetim kontrolünün mevcudiyeti bakımından muhasebe hukukunda yer alan maddî yönetim kontrolü tanımı tercih edilmiştir.

Bunlara ilâve olarak, ihraççıların yöneticilerinin ilgili sermaye piyasası araçlarında altı ay veya daha kısa vadeli alım satım gerçekleştirmek suretiyle elde ettikleri net kazançların ihraççılara ödenmesi yükümlülüğüne ilişkin esasları düzenleyen VI-103.1 sayılı Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ'e değinmek gerekir<sup>68</sup>. Zira, bu Tebliğ'de "ihraççının yöneticisi" kavramı, yönetim kontrolüne sahip kimseleri de içerecek şekilde tanımlanmıştır. Buna göre, söz konusu Tebliğ'in md. 4/1-ç bendi uyarınca ihraççıların yöneticileri, ihraççıların yönetim kurulu üyelerini, komite üyelerini, her ne unvanı istihdam edilirse edilsin ortaklıkta idarî sorumluluğu bulunan ya da ihraççıyı nüfuzu altında bulunduran kişileri ifade eder. Aynı fıkranın (d) bendinde ise, "ihraççıyı nüfuzu altında bulundurma" kavramı, ihraççının finansal veya faaliyet politikalarını, kararlarını veya hedeflerini doğrudan veya dolaylı olarak belirleme veya kontrol etme gücü olarak tanımlanmıştır. Görüldüğü gibi bu tanım, maddî anlamda yönetim kontrolünün tüm unsurlarını içermektedir. Bu bakımdan, tanımda geçen "kontrol etme gücü"nü "hükmedici etki"yi ifade ettiği söylenebilir.

<sup>60</sup> 24/12/2013 tarihli ve 28861 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>61</sup> 23/1/2014 tarihli ve 28891 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>62</sup> 12/11/2014 tarihli ve 29173 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>63</sup> 28/5/2013 tarihli ve 28666 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>64</sup> 9/10/2013 tarihli ve 28790 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>65</sup> 27/5/2015 tarihli ve 29368 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>66</sup> Nitekim doktrinde *Manavgat*, da salt imtiyazlı paya sahip olmanın kontrol gücünü ele geçirmek için yeterli olmadığını, sahip olunan oy imtiyazının yönetim kurulu üye seçiminde mutlak üstünlük sağlamasını gerektiğini, buna bağlı olarak yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunlu-

ğunu oluşturan üyelikler için aday gösterme imtiyazını haiz pay grubu içinde de hakim durumda olan pay sahiplerinin yönetim kontrolüne sahip olduklarını belirtmektedir (*Manavgat*, Ç.: Hukukî Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü Yayınları, Yayın No: 501, Ankara 2016, s. 358). Aynı yönde bkz. *Yeşiltepe*, S., Ö.: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları, 2. B, Ankara 2015, s. 64-65.

<sup>67</sup> Bkz. II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği md. 3/1-g hükmü.

<sup>68</sup> 12/12/2013 tarihli ve 288849 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

## ii. Yönetim Kontrolünün Sonuçları İtibariyle Düzenlenişi

Yönetim kontrolüne sahip olmaya sermaye piyasası mevzuatında yalnızca makalemizin konusunu oluşturan II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği'nin md. 11 vd. hükümlerinde pay alım teklifi yükümlülüğü sonucu bağlanmamıştır. Bunun dışında, yönetim kontrolüne sahip olmak, pay devirlerinde onay almak, kamuyu açıklama yapmak gibi bazı davranışlarda bulunmak ya da bazı durumlarda belirli sürelerle borsada satış yapmama gibi bazı davranışlardan kaçınmak şeklinde olmak üzere pek çok yükümlülüğe tabi tutulmuştur.

Bunlara kısaca değinmek gerekirse, ilk olarak, II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nde yönetim kontrolü iki bakımdan önem arz eder. Öncelikle anılan Tebliğin md. 12 ve 22 hükümlerinde sermaye oranına bağlı olarak yönetim kontrolü değişiklikleri özel durum açıklamaları yükümlülüğüne kapsama alınmıştır. Aynı Tebliğin md. 27 uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Özel Durumlar Rehberi'nde<sup>69</sup> de şirket ele geçirmeleri özel durum açıklaması yükümlülüğüne tabi tutulmuştur<sup>70</sup>. Bunun dışında yönetim kontrolü özel durum açıklamalarında idari sorumluluğu bulunan kişilerin belirlenmesinde önem arz eder. Söz konusu Tebliğ'de idari sorumluluğu bulunan kişiler ve bunlarla yakınlığı olan kimseler tanımlanmış<sup>71</sup> ve bu kişilerin bir liste halinde kamuya duyurulması öngörülmüştür.

Özel durumlar ile ilgili bir diğer Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemesi olan II.15.2 sayılı Payları Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklarda Özel Durumlar Tebliği'nin<sup>72</sup> md. 5/1-1 bendinde ise, "bir sözleşme nedeniyle veya sair yollarla ortaklığın yönetim kontrolünün doğrudan veya dolaylı olarak el değiştirmesi" açıklanacak özel durumlar arasında sayılmıştır.

İkinci olarak, VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin md. 8/1 hükmü uyarınca, ilk defa halka açılacak ortaklıklarda izahnamenin onaylandığı tarih itibariyle yönetim kontrolüne sahip olanlar borsada işlem görme tarihinden itibaren bir yıl süre ile halka arz fiyatının altında bir fiyattan borsada satış yapma yasağına muhatap olurlar. Aynı maddenin üçüncü fıkrasında ise, yine yönetim kontrolünü elinde bulunduran kimselere halka arz sonrası bir yıl süre ile borsada satış yapmama taahhüdünü vermek yükümlülüğü getirilmiştir.

Aynı Tebliğin md. 18/5 hükmü uyarınca nominal değerinin altında pay ihracı yoluyla yapılacak sermaye artırımlarında, yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahiplerine yeni pay alma haklarının tamamını kullanma zorunluluğu öngörülmüştür. Buna ilâve olarak, söz konusu pay sahipleri, yeni pay alma haklarını kullanmaları neticesinde elde edecekleri payları, bu payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle borsada satma yasağına da muhatap olurlar.

Kolektif yatırım kuruluşlarında yönetim kontrolüne sahip olmanın, diğer halka açık anonim ortaklıklara göre çok daha farklı bir anlamı ve önemi bulunmaktadır. Zira, kolektif yatırım kuruluşlarında yönetim kontrolüne sahip kimseler, kurucu ortaklarda aranan nitelikleri haiz olmak zorundadır (III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tebliği md. 15/2, III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tebliği md. 16/2, III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları Tebliği md. 14/2)<sup>73</sup>. Kurucu ortaklarda ara-

<sup>69</sup> Özel Durumlar Rehberi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun internet sitesinde yayımlanmış olup, anılan Rehber'in "Yasal Çerçeve" bölümünde bu Rehber'de yer alan hususların Kurul kararı hükmünde olduğu belirtilmiştir. Özel Durumlar Rehberi'ne erişim için bkz. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1103>.

<sup>70</sup> Bkz. Özel Durumlar Rehberi'nin "Birleşme, Devralmalar ve Pay Alım Teklifi" başlıklı md. 5.5 hükmünün dördüncü paragrafı

<sup>71</sup> Bkz. II.15.1 sayılı Tebliğ'in md. 4/1-f ve g bentleri ile md. 7/2 hükmü. Bunun dışında, Özel Durumlar Rehberi'nde idari sorumluluğu bulunan kişi veya kişiler tarafından doğrudan ya da dolaylı olarak kontrol edilen ve ihracının sermaye piyasası araçlarında işlem yapan tüzel kişiler de idari sorumluluğu bulunan kişiler ile yakından ilişkili kişiler kapsamına alınmıştır (Bu hususta bkz. Özel Durumlar Rehberi'nin md. 8 hükmü altındaki açıklamalar).

<sup>72</sup> 23/1/2014 tarihli ve 28891 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>73</sup> Buna karşılık, aynı zorunluluk, yatırım kuruluşlarında yönetim kontrolüne sahip ortaklara değil, önemli etkiye sahip ortaklara getirilmiştir (SPKn. md. 44/2, 17/12/2013 tarih ve 28854 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ md. 6/3). III-39.1 sayılı Tebliğ'in md. 4/1-i



nan şartları sağlayamayan yönetim kontrolünü haiz pay sahipleri anılan tebliğlerde belirtilen süreler içinde paylarını devretmek zorundadır.

Bunun dışında III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Tebliği md. 7'de lider sermayedar kavramı, yönetim kontrolünü haiz olma ölçütüne göre belirlenmiştir<sup>74</sup>. Lider sermayedar olmak için anılan maddede yer alan diğer şartların da sağlanması zorunluluğu öngörülmüştür. Dolayısıyla, bu tip ortaklıklarda yönetim kontrolüne sahip olabilmek için kurucu ortaklarda aranan niteliklerin yanında özellikle malî bakımdan belirlenen yeterliliklere de sahip olmak gerekmektedir. III-48.5 sayılı Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Tebliği md. 8/1'de ise lider sermayedar olmak için yönetim kontrolüne sahip olmaya gerek bulunmamaktadır. Bununla birlikte, yönetim kontrolüne sahip olmak, bu Tebliğ açısından da lider sermayedar olmak anlamına geleceğinden, lider sermayedar olmak için gereken nitelikleri taşıma zorunluluğu burada da söz konusudur.

Diğer yandan, yukarıda da belirtildiği üzere, VI-103.1 sayılı Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraççılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ'de haklarında belirtilen sürede elde ettikleri kazançları iade yükümlülüğü öngörülen kişilerin kapsamına yönetim kontrolünü elinde bulunduran kimseler de dâhil edilmiştir.

bende önemli etkiye sahip ortağın, "sermaye veya oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak %10 veya daha fazlasını temsil eden paylar ile bu oranın altında olsa dahi yönetim kurullarına üye belirleme imtiyazı veren paylara sahip ortağı" ifade ettiği hükme bağlanmıştır. Önemli etkiye sahip ortağın, kontrole sahip olmasa da ortaklık işleminde belirleyici etikiyi haiz olma kabiliyet, bulunabilecek kimseleri ifade ettiği, bu tanımda da şekli ölçütlerin kullanıldığı görülmektedir. Hemen belirtmek gerekir ki, yatırım kuruluşlarına ilişkin sermaye piyasası mevzuatında yönetim kontrolü ile ilgili ayrı bir düzenleme yapılmamış olmakla birlikte, kurucularda aranan şartların evleyle yatırım kuruluşlarının yönetim kontrolüne sahip olan pay sahiplerinde de aranması gerekir.

<sup>74</sup> Anılan maddenin birinci fıkrasında lider sermayedar, "halka arz sonrasındaki pay edinimleri hariç olmak üzere, ortaklıkta imtiyazlı pay bulunmaması halinde tek başına veya bir araya gelmek suretiyle yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olan, ortaklıkta imtiyazlı pay bulunması halinde ise, tek başına veya biraraya gelmek suretiyle yönetim kontrolü sağlayan imtiyazlı payların çoğunluğu dahil olmak üzere, sermayenin asgari %25'i oranındaki paylara sahip olan ortak ya da ortaklar" şeklinde tanımlanmıştır.

Nihayet, sermaye piyasası mevzuatında yönetim kontrolü kavramına, bazı olguların tespitinde ölçüt olma işlevi de tanınmıştır. Bunlar, II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nin<sup>75</sup> uygulanmasında karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, anılan Tebliğin md. 3/1-g bendinde ilişkili taraf, Türkiye Muhasebe Standartları'ndaki ilişkili taraf düzenlemelerine atıf ile tanımlanmış ve md. 9 ile md. 10'da da halka açık ortaklıklar ile bağlı ortaklıklarının ilişkili taraf ile gerçekleştirecekleri bazı işlemler için bir takım işleyiş süreçleri öngörülmüştür. Dolayısıyla, anılan Tebliğin md. 9 ve md. 10'nun uygulanmasında yönetim kontrolüne sahip olmanın belirleyici bir işlevi bulunmaktadır.

Aynı şekilde, yönetim kontrolü kavramına kurumsal yönetim ilkeleri bağlamında, II-17.1 sayılı Tebliğ'in Ek-1 no'lu ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nden 1.3.6 no'lu ilke uyarınca ortaklık ile çıkar çatışmasını doğuran işlemler varsa, bunların görüşüleceği genel kurul toplantılarında farklı esasların uygulanmasına yol açma; 4.3.6 no'lu ilke uyarınca bağımsız yönetim kurulu üyeliğinde bağımsızlığın belirlenmesinde ölçütlerden biri olma gibi çeşitli işlevleri yerine getirme rolünün verilmiş olduğunu da eklemek gerekir.

## II. YÖNETİM KONTROLÜ DEĞİŞİKLİĞİNİN DÜZENLENİŞİ

### A. ZORUNLU PAY ALIM TEKLİFİNİN DOĞMASININ SEBEBİ OLARAK YÖNETİM KONTROLÜ DEĞİŞİKLİĞİ

#### 1. Yönetim Kontrolü Değişikliği Kavramı

Yönetim kontrolü değişikliği, sermaye piyasası mevzuatında, yukarıda da belirtildiği üzere başlıca iki alanda düzenlenmiştir. Bunlarda ilki, şüphesiz yönetim kontrolü değişikliğinin kamuya duyurulmasına ilişkindir. II-15.1 ve II-15.2 sayılı Tebliğ konunun bu yönünü ele almaktadır.

Yönetim kontrolü değişikliğinin düzenlendiğini ikinci alan ise, değişikliğe pay alım teklifi yükümlülüğü sonucun bağlanmasıdır<sup>76</sup>. II-26.1 sayılı Tebliğ işte bu bakımdan yönetim kontrolü

<sup>75</sup> 3/1/2014 tarihli ve 28871 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>76</sup> Karacan, E.E./Karacan, A.İ.: Pay Alım Teklifi, Finans Hukuku Açısından Bir İnceleme, İstanbul 2018, s. 239.

değişikliğini, değişikliğin ne zaman gerçekleşmiş sayılacağından, bu yükümlülüğün ne zaman doğacağı ve ne zaman bu yükümlülüğün muafiyet verileceğine kadar tüm yönleriyle düzenlemektedir.

Dolayısıyla öncelikle yönetim kontrolü değişikliğinin neyi ifade ettiği üzerinde durulmalıdır. Bir ortaklığın pay sahipliği yapısına ilişkin her türlü değişiklik yönetim kontrolü değişikliğine yol açmaz. Sadece sonucunda yeni bir kontrol durumu yaratan işlemler pay alım teklifi yükümlülüğünü doğurur<sup>77</sup>. Bu nedenle mevcut yönetim kontrolünün ortadan kalkması yeterli olmayıp, yeni bir kontrol durumunun oluşması da gerekir.

Bu ise, iki şekilde ortaya çıkabilir:

-Daha önce var olmayan bir kontrol yapısının oluşması veya

-Mevcut yönetim kontrolünün bir kişiden başka bir kişiye geçmesi<sup>78</sup>.

Pay alım teklifi yükümlülüğünü düzenleyen bütün ülkelerde kontrol değişikliğinin gerçekleşip gerçekleşmediğinin tespitinde belirli bir sermaye ya da oy hakkı eşiğinin aşılması ölçütü getirilmiştir. Bunu nedeni, fiili kontrolü sağlayan oy oranının her ortaklıkta o ortaklığın sermaye ve yönetim yapısına göre değişiklik göstermesidir. Bu nedenle fiili kontrolü sağlayan oranı önceden kesin bir rakamla tespit etmek mümkün olmayıp, gerçekte fiili kontrolü sağlasın ya da sağlamasın belirli bir eşiğin üstünde paya sahip olunması ile fiili kontrolün elde edileceği varsayılmıştır.

Öte yandan, SPKn.'nda ve II-26.1 sayılı Tebliğ'de, yönetim kontrolü tanımlanırken, veto gücü veya engelleme imkânı bahşeden haklara sahip olmaya herhangi bir sonuç bağlanmamış; hattâ, kontrol eşiğine bağlı kalmaksızın yönetim kontrolünün elde edileceği hâller arasında böyle bir ihtimale yer verilmemiştir. O hâlde, veto gücü veya engelleme hakkını elinde bulduran payların iktisap edilmesi, bu payların oranı kontrol eşiği olarak belirlenen oranı aşmadıkça, söz konusu yükümlülüğün doğumuna yol açmaz.

Nihayet, kontrol oranının üzerinde paya sahip bir kimsenin paylarının bir kısmını bir başka kişiye devretmek suretiyle, yönetim kontrolünü bu kişiyle paylaşması durumunda nasıl hareket edilmesi gerektiği üzerinde de kısaca durmakta fayda vardır. Bu konu doktrin ve uygulamada uzun süre tartışma yaratmıştır<sup>79</sup>. Belirtmek gerekir ki, II-26.1

<sup>79</sup> Örneğin *Kendigelen* ve *Kolcuoğlu* böyle durumlarda yönetim kontrolünün değiştiğinin kabul edilemeyeceği görüşünde iken (*Kendigelen*, A.: Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün Doğmasının Şartları ve Bu Yükümlülüğün Aykırılığının Hukuki Yaptırımı Hukukî Mütalaalar, C.VI, İstanbul 2004, s. 170 vd., özellikle s. 178; *Kolcuoğlu* ise, birlikte hareket iradesi olmadıkça pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmadığı fikrindedir. Bkz. *Kolcuoğlu*, s. 104), *Paslı* ve *Manavgat* ortak kontrol yapısının oluşmasının pay alım teklifi yükümlülüğünü doğurduğu görüşündedir (*Paslı*, *Devralma*, s. 452 vd; *Manavgat*, *Yönetim Kontrolü*, s. 1461). Nitekim, mülga Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğin md. 17 hükmünün yürürlükte olduğu sırada, pay devrinden önce yönetim kontrolüne mutlak olarak sahip olan bir grubun, elinde bulundurduğu imtiyazlı payların yarısını bir başka gruba devretmesi suretiyle yönetim kontrolünü payları iktisap eden grupla paylaştığı bir olayda Sermaye Piyasası Kurulu, söz konusu ortaklığın yönetim kontrolünde değişikliğin meydana geldiği sonucuna varmış ve imtiyazlı payların yarısını iktisap eden gruba pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü getirmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu kararının iptali talebiyle açılan davada, Danıştay 10. Dairesi'nin 17/5/2004 tarih ve E. 2002/4538, K. 2004/4889 sayılı kararı ile "Olayda devralınan hisse toplamının ... Anonim Şirket'inin toplam sermayesinin ve oy haklarının %25'ini oluşturmadığı, pay devrinden sonra şirketin yönetiminde hakimiyet sağlayan imtiyazlı payların iki grup arasında eşit olarak paylaşıldığı görülmekle, davacıların yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olduğundan söz etmeye olanak bulunmadığından, çağrıda bulunma zorunluluğuna ilişkin şartların oluşmamış olması ve işlem tarihi itibarıyla davacıların söz konusu hisseleri ellerinden çıkarmış olmaları nedeniyle işlemde hukuka uyarlık bulunmadığı" gerekçesi ilk derece mahkemesi kararının bozulmasına karar verilmiştir (Karar metni için bkz. *Kendigelen*, A.: Anonim Ortaklık Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü, Hukukî Mütalaalar C. IV, İstanbul 2002, s. 247 ilâ 251). Aynı olayda pay sahiplerinin pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünü yerine getirmeyen gruba açtıkları aynen ifa davasında, Yargıtay 11. HD'de 20/2/2006 tarih ve E. 2005/923, K. 2006/1567 sayılı kararıyla diğer gerekçelerin yanı sıra "yönetimde hakimiyet sağlayan imtiyazlı payların da iki grup arasında eşit olarak paylaşıldığı, diğer bir deyişle davacıların yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olduklarından söz etmeye olanak bulunmadığı, dolayısıyla da davacılarca çağrı yapılması zorunluluğunun doğmadığı anlaşılmaktadır." gerekçesiyle davanın reddine ilişkin ilk derece mahkemesi kararının onanmasına karar vermiştir (Karar metni için bkz. *Kendigelen*, Mütalaalar VI, s. 214 vd.). Buna karşılık, yönetim kontrolünün eşit olarak paylaşılması değil de, pay dağılımının önemli ölçüde değişmesi hâlinde ise, Danıştay 13. Dairesi, 25/6/2008 tarih ve E.

<sup>77</sup> *Kolcuoğlu*, U.: Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, İstanbul 2009, s. 93.

<sup>78</sup> *Kolcuoğlu*, s. 93-94.

sayılı Tebliğ bakımından bu konuda herhangi bir tartışmaya gerek kalmamıştır. Zira, anılan Tebliğin md. 14/1-d hükmü, kontrol paylaşımını pay alım teklifinin doğmadığı hâller arasında açıkça düzenlemiştir<sup>80</sup>.

## 2. Yönetim Kontrolü Değişikliğinin Gerçekleşmesi-Yönetim Kontrolü Oranının Aşılması

### a. Kavram ve İşlevleri

Yönetim kontrolü oranı, yönetim kontrolünün değişip değişmediğinin belirlenmesinde ölçü olarak alınan ve genellikle genel kurulda sahip olunan oy haklarının belirli bir yüzdesel dilimini ifade eden, bu oranın üzerinde oy hakkı elde etmekle, yönetim kontrolünde değişiklik meydana geldiğinin karine olarak kabul edildiği rakamdır. Yönetim kontrolü değişikliğinin belirli bir oranın aşılmasına bağlanması, son derece önemli sonuçlar doğurmaktadır. Buna göre, kontrol oranının aşılması yeterli olup, fiilen ortaklığın yönetilmeye başlanmasına, yönetim kurulunda ya da diğer idarî görevlerde bir değişiklik yapılmasına, yeni atama yapılmasına gerek kalmaksızın, yönetim kontrolü değişikliğine bağlanan tüm hukukî sonuçlar kendiliğinden doğar<sup>81</sup>. Bu durumda şu üç temel sorunun çözülmesi gerekir:

*-Kontrol oranı ne olmalıdır?*

*-Bu oranın aşılmasına rağmen fiilen kontrol elde edilemediği durumlarda nasıl hareket edilmelidir?*

*-Bu orana ulaşılmadan da yönetim kontrolü fiilen elde edilmişse, bu duruma pay alım teklifi yükümlülüğününün doğması sonucu bağlanmalıdır?*

Bu üç temel soruya eşlik edebilecek iki tamamlayıcı soru daha bulunmaktadır:

*-Kontrol oranının ölçüsü ne olmalıdır?*

*-Kontrol oranının hangi işlemler ile aşılması hâlinde pay alım teklifi yükümlülüğü öngörülmelidir?*

Bu sorulara verilebilecek tek bir cevap yoktur. Pay alım teklifinin düzenlenmesinde hangi amaçların gözetildiği<sup>82</sup>, menfaatler arasında hangisine öncelik verildiği, tam da bu konularda yapılan hukuk politikası tercihlerinde kendini gösterir.

Kontrol oranının aşılmasına yönetim kontrolü karinesi olma işlevi verildikten sonra bu karinenin aksi öngörülebilir olup olmadığının da düzenlenmesi gerekir. Kontrol karinesinin aksinin öngörülebilir olup olmaması da bir hukuk politikası sorundur. Bunda da pay alım teklifi yükümlülüğününün hangi amaçlarla düzenlendiği, kontrol eşliğinin fiilî kontrol oranının üstünde veya altında belirlenip belirlenmediği gibi faktörler rol oynamaktadır. Bu hususlara aşağıda değinmeye çalışacağız.

Öte yandan, belirtmek gerekir ki, kontrol oranının belirlenmesinde ölçünün ne olması gerektiği ile bu oranın aşılmasında hangi işlemlerin esas alınması gerektiği birbiri ile bağlantılı, ancak farklı kavramlardır. Örneğin, İsviçre hukukunda kontrol oranının ölçüsü, oy hakları olarak belirlenmiştir. Oy haklarının %30'u da kontrol oranıdır (*Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel-FinfraG § 135/1*). Buna karşılık, kontrol oranının hangi işlemlerle aşılması durumunda pay alım teklifi yükümlülüğününün doğacağı, İsviçre Pay Alım Teklifi Denetim Otoritesi (*Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht-FINMA*)'nin çıkardığı Borsa ve Menkul Kıymet İşlemleri Yönetmeliği *Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten-FinfraV-FINMA*) § 34/2 ve 3'te ayrıca ele alınmış ve düzenleme kavuşturulmuştur.

Türk hukukunda da aynı durum geçerlidir. SPKn. md. 26/2 ve II-26.1 sayılı Tebliğ'in md. 12/1 hükümleri kontrol oranını belirlemektedir. Buna karşılık, SPKn. md. 26/1 ve 3, II-26.1 sayılı Tebliğ'in md. 11/1 hükümleri ise, kontrol oranının

2007/3062, K. 2008/5083 pay alım teklifi yükümlülüğünün uygulanması gerektiğine hükmetmiştir (*yayımlanmamıştır*). Bu konuda doktrin görüşleri ile yargı kararlarının tarihsel bir perspektif içinde geniş bir değerlendirmesi için bkz. *Karacan/Karacan*, s. 330 vd.

<sup>80</sup> Bu yönde bkz. *Karacan/Karacan*, s. 312. Bu hususta geniş bilgi için bkz. aşağıda II.B.2.b.ii.(cc).

<sup>81</sup> *Karacan/Karacan*, s. 239.

<sup>82</sup> Bu hususta geniş bilgi için pek çokları yerine bkz. *Paslı, Devralınma*, s. 405 vd.; *Karacan/Karacan*, s. 230 vd.

hangi işlemlerle aşılması durumunda pay alım teklifi yükümlülüğünün doğacağını göstermektedir. Buna göre, pay alım teklifi yükümlülüğüne yol açan husus, kontrol oranının aşılmasıdır. Pay iktisabı ya da pay iktisabından bağımsız olarak örneğin SPKn. md. 26/3'te olduğu gibi pay sahipleri arasında yapılan anlaşmalar ile bu işlemlerin sonucunda kontrol oranının aşılması gerçekleştiği takdirde, başka bir deyişle, bu işlemlerin sonucunda kontrol oranının üzerinde bir oy hakkı elde edildiği takdirde pay alım teklifi yükümlülüğü doğar. Kontrol oranının aşılmadığı durumlarda, fiilen hedef ortaklığın yönetim kontrolü elde edilmiş dahi olsa, pay alım teklifi yükümlülüğü doğmaz.

Bu açıklamalardan hareketle yönetim kontrolü oranı öngörülmesinin ve bu oranın aşılmasına pay alım teklifi yükümlülüğünün doğması sonucunun bağlanmış olmasının, kontrolü elde eden kimse bakımından, olumlu ve olumsuz iki işlevi bulunduğunu söylemek mümkündür. Olumlu işlevi, fiilen kontrol elde edilmiş olsa bile, şekli kontrol ölçütü, yani kontrol oranına ulaşılmadıkça pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmamasıdır. Başka bir deyişle, hedef ortaklıkta o ortaklığa özgü koşullar nedeniyle fiilen ortaklığı yönetme olanağı elde eden bir kişi, kontrol oranı üzerinde oy hakkı elde etmedikçe pay alım teklifi yükümlülüğüne muhatap olmayacaktır.

Yönetim kontrolü oranı öngörülmesinin olumsuz işlevi ise, oran aşıldığında, başka bir deyişle kontrol oranının üzerinde oy hakkı elde edildiğinde, fiilen o ortaklığı yönetme olanağına sahip olunamamış olsa bile veya kontrol yapısında bir değişikliğe yol açmamasına rağmen sırf kontrol oranı aşıldığı için pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmasıdır. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, aşağıda detayları ile görüleceği üzere, karşılaştırmalı hukukta, hiçbir ülkede yönetim kontrolü oranına olumsuz işlev tanınmamış, bu işlevi geçerli kılacak bir düzenleme yapılmamıştır. Bunun tam aksine, böyle durumlar, bazı hukuk sistemlerinde pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyet kapsamına alınmıştır.

## **b. Kontrol Oranının Belirlenmesinde Esas Alınan Ölçütler**

### **i. Genel Kurulda Temsil Kabiliyeti**

#### **(aa) Genel Kurulda Temsil Kabiliyeti Sağlayan Hukukî Olgular**

Genel kurul kararları üzerinde etki gücü sermaye veya oy hakları ile elde edilebilir. Dolayısıyla şekli anlamda yönetim kontrolü için belirli bir oran öngörülme istendiğinde kural olarak sermaye ve/veya oy hakkı esas alınmak durumundadır. Dolayısıyla, ilk olarak genel kurulda temsil kabiliyetini sağlayan hukukî olgular olarak nelerin öngörülebileceğini irdelemek; daha sonra bu olguların belirlenmesinde hangi ön kabullerin rol oynadığını ortaya koymakta fayda bulunmaktadır. Eğer yalnızca sermayedeki temsil esas alınmış ise, bu oy hakkından bağımsız olarak bu orana ulaşılması hâlinde, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğması söz konusu olur. Ancak bu durumda, oy imtiyazı nedeniyle sermayede yüksek bir oranda temsil edilmese dahi, imtiyazlı oy hakları sayesinde genel kurul toplantısında istediği yönde karar alma gücü elde eden kimseler, yalnızca sermayede kontrol eşiği olarak belirlenen oranının altında paya sahip oldukları için, pay alım teklifi yükümlülüğünün kapsamı dışında bırakılmış olur.

Bu ikisi birlikte de aranabilir. Nitekim konunun ilk olarak sermaye piyasası mevzuatında düzenlendiği mülga Seri:IV, No:8 sayılı Tebliğ'de<sup>83</sup> böyle bir birliktelik aranmaktaydı. II-26.1 sayılı Tebliğ'den önce yürürlükte olan Seri:IV, No:44 sayılı Tebliğ'de<sup>84</sup> ise, bu iki ölçüt yani sermaye ve oy hakkında belli bir eşiğin üstünde sahip olmak birbirinin alternatifi olarak aranmıştır. Bunlar da düzenlemeye bakış ile ilgilidir. Sermaye tek ölçüt

<sup>83</sup> 19/12/1996 tarihli ve 22852 sayılı RG'de yayımlanan Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'de Değişiklik Yapılmasına İlişkin Seri: IV, No: 21 sayılı Tebliğ ile eklenen md. 17 ile o tarihteki deyim ile çağrıda bulunma zorunluluğu (yeni düzenlemedeki adıyla pay alım teklifi yükümlülüğü), ilk defa Türk hukukunda düzenlenmiştir. Daha sonra aynı Tebliğde 6/6/2003 tarihli ve 25130 sayılı Seri: IV, No: 30 sayılı Tebliğ ile yapılan değişiklik ile özelleştirme ile ilgili muafiyet hâli eklenmiştir.

<sup>84</sup> Söz konusu Tebliğ 2/9/2009 tarihli ve 27337 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş ve II-26.1 sayılı Tebliğ'in yürürlüğe girdiği 23/1/2014 tarihine kadar uygulanmıştır.

ise, oy hakkının donduğu durumlardan ya da oy imtiyazının olduğu durumlardan bağımsız olarak, sermaye bakımından eşğin aşılmasına önem veriyor demektir. Ayrıca, sermaye tek ölçüt olarak alındığında, oydan yoksun paylar da kontrol eşğinin hesaplanmasında dikkate alınacaktır. Buna karşılık, kontrol oranının tespitinde yalnızca oy hakkının esas alınması, sermayedeki nispi temsilden ziyade oy gücünün büyüklüğüne önem verildiği, yani genel kurulda karar alma kabiliyeti elde edilmesine önem verildiği anlamına gelir.

Sermaye ve oy hakkının kontrol oranının tespitinde birbirine alternatif olacak şekilde ölçü alınmasının diğer yöntemlerden farkı, kontrol oranının üzerinde oy hakkı elde edilmese dahi kontrol oranının üzerinde sermayede temsil gücü elde eden kişiler bakımından pay alım teklifi yükümlülüğünün doğacak olmasıdır. Bu iki şekilde karşımıza çıkabilir. İlk olarak, oydan yoksun paylar ile kontrol oranının üzerinde paya sahip olan kişiler pay alım teklifi yükümlülüğünde bulunmak zorunda kalabilir. İkinci olarak, ilk durumun tam tersine oy haklarının kontrol oranının üzerindeki kısmına sahip başka bir kişi de varken de, sırf sermayede kontrol oranının üzerinde payı iktisap eden kişiye pay alım teklifi yükümlülüğü getirilebilir. Bu tür sakıncaların önlenmesi için en sağlıklı tercih, hiç şüphesiz kontrol oranı ölçüsü olarak oy haklarını dikkate almaktır<sup>85</sup>.

İkinci olarak sermaye veya oy haklarının oranı belirlenirken neyin ölçü olarak alındığını ortaya koymak gerekir. Hattâ bu durum, pay alım teklifi yükümlülüğünün hangi amaçlarla düzenlendiği konusunda da fikir edinmeye yardımcı olacak kadar önemlidir. Kontrol oranı belirlenirken esas alınabilecek ölçü öncelikle, genel kurul

toplantı yetersayıları dikkate alınarak bulunabilir<sup>86</sup>. Ancak, bu toplantı yeter sayılarının ölçü alınması tek başına yeterli değildir. Zira, pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına katılımındaki ilgi seviyesi de dikkate alınmalıdır<sup>87</sup>. Bunun dışında, ortaklık yapısı da ölçünün tespitinde rol oynayabilecek faktörlerdir.

Nihayet, bir ülkede kontrol değişikliği işlemlerinin teşvik edilmek istenip istenmediğini, kontrol oranlarının nasıl belirlendiğine ve o ülkede fiilen kontrolü sağlamak için hangi orana sahip olunmasının yeterli olduğuna ilişkin verilere bakılarak kolaylıkla anlaşılabilceğini söylemek mümkündür<sup>88</sup>. Örneğin, İngiltere’de mülkiyet dağınık yapıda olup, ortalama fiili kontrol oranı %9’dur<sup>89</sup>. Başka bir deyişle, bu ülkede %9’dan daha fazla bir oranda oy hakkına sahip olmak suretiyle fiilen ortaklığın genel kurulunda etki gücü elde edilmesi mümkündür. İngiliz hukukunda kontrol eşği %30 olarak belirlenmiştir. Bu ise, pay alım teklifi yükümlülüğüne ilişkin düzenlemelerin kontrol değişikliği işlemleri üzerindeki sınırlandırıcı etkisini önemli ölçüde azaltmaktadır<sup>90</sup>. Zira, %30’a ulaşmadan kontrol değişikliği fiilen gerçekleştirilmekte; buna rağmen pay alım teklifi yükümlülüğü doğmamaktadır. Fransa’da fiili kontrol oranı %20

<sup>85</sup> Nitekim, AB üyesi ülkelerin tümünde kontrol oranı oy hakları ölçü alınarak belirlenmiştir. Bu hususta bkz. The Takeover Bids Directive Assessment Report, *Corporate author(s): Directorate-General for the Internal Market and Services (European Commission); Personal author(s): Marcus Partners*, 2013-04-08; <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/67501b75-7583-4b0d-a551-33051d8e27c1/language-en>, s. 126 vd. Özellikle, 129 ve 131’deki tablolar bu konuda yeterli açıklığı vermektedir. Aynı yönde bkz. *Kendigelen, Zorunlu Çağrı*, s. 1176; *Karacan/Karacan*, s. 279.

<sup>86</sup> *Manavgat, Ç.: Aleni Pay Alım Teklifi*, SPK Yayınları, Yayın No: 64, Ankara 1996, s. 230.

<sup>87</sup> Nitekim, *Cahn*, Alman hukukunda kontrol eşğinin %30 olması ile Almanya’da genel kurul toplantılarında oluşan ortalama yetersayıları arasında bağlantı kurmaktadır. Buna göre, Almanya’da anonim ortaklıkların genel kurul toplantılarına pay sahiplerinin katılım oranı, sermayenin yaklaşık %60’ına tekabül ettiği görülmektedir. Kontrol eşğinin %30 yapılması ile genel kurul toplantısına ortalama katılım oranı olan %60’ın yarısının dikkate alındığı görülmektedir. Buna göre, Almanya’da bir ortaklığın genel kurul toplantısında fiilen çoğunluğu oluşturmak için %30 oranında paya sahip olması yeterlidir. Görüldüğü gibi, Alman hukukunda kontrol eşğinin %30 olarak belirlenmesinin sebebi, Almanya’da genel kurul toplantılarında fiili kontrol oranının esasen %30 olmasından ileri gelmektedir (Bkz. ve karş. *Cahn*, s. 2 vd.).

<sup>88</sup> Bkz. ve karş. *Sepe, S.: Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, Arizona Legal Studies Discussion Paper No. 10, 29 Ağustos 2010, <http://ssrn.com/abstract=1086321>, s. 20-21.

<sup>89</sup> *Sepe*, s. 21.

<sup>90</sup> *Sepe*, s. 21.

iken kontrol oranının %30 olarak belirlenmesi de<sup>91</sup>, konunun İngiliz hukukuna benzer şekilde ve benzer amaçlar doğrultusunda, yani kontrol değişikliklerini teşvik edici bir tarzda düzenlendiğini göstermektedir.

Buna karşılık, ortalama fiili kontrol oranının sırasıyla %54,5 ve %51 olduğu Almanya ve İtalya'da da kontrol oranı %30 olarak öngörülmüştür. Bu ise, fiilen kontrol değişikliğine yol açmayacak pay iktisaplarının da pay alım teklifi yükümlülüğüne maruz kalmasına yol açacaktır. Daha farklı bir deyişle, kontrol oranının o ülkedeki fiili kontrol oranının altında belirlenmesi, pay alım teklifi yükümlülüğüne kapsamına girmeyecek ölçüde bir pay devrine imkân tanımamak, fiili kontrol oranının altında bile olsa belirli bir oranın üzerindeki her türlü pay iktisabını söz konusu yükümlülük kapsamına almak amacına hizmet etmektedir<sup>92</sup>.

Bunun dışında, bazı ülkelerde mülkiyet yoğunlaşmasından bağımsız olarak çok yüksek bir kontrol eşiği belirlenmek suretiyle, pay alım teklifi yükümlülüğüne tâbi olmaksızın kontrol değişikliği işlemlerine imkân sağlanması da söz konusu olabilmektedir. Örneğin, Finlandiya'da kontrol eşiğinin %67 olarak belirlenmesi bu amaca hizmet etmektedir<sup>93</sup>.

O hâlde toparlayacak olursak, pay alım teklifi yükümlülüğüne yol açmayacak kontrol değişikliği işlemlerinin gerçekleştirilmesinin istenmesi hâlinde kontrol eşiği, o ülkedeki fiili kontrol oranı ortalamasından daha yüksek bir oran olarak belirlenmektedir<sup>94</sup>. Buna karşılık, bu amacın tam tersine tüm kontrol değişikliğine yol açan işlemlerin pay alım teklifi yükümlülüğüne konu edilmesi ve kontrol piyasası işlemlerinin sınırlandırılmasının istenmesi hâlinde ise, bu defa kontrol eşiği, o ülkedeki fiili kontrol oranı ortalamasının altında bir oran olarak belirlenmesi gerekir<sup>95</sup>.

<sup>91</sup> Sepe, s. 21, dn. 64.

<sup>92</sup> Bkz. ve karşı. Sepe, s. 21, dn. 64.

<sup>93</sup> Sepe, s. 21.

<sup>94</sup> Sepe, s. 50.

<sup>95</sup> Sepe, s. 51. *Manavgat* da kontrol oranının genel kurul yetersayısı tabanına göre belirlenmesinin fiili kontrolün elde edilemediği durumlarda dahi pay alım teklifi yükümlülüğü kurallarının işletilmesini sağlayacağını; buna karşılık, yetersayının tavanının esas alınması durumunda ise,

### (bb) II-26.1 sayılı Tebliğ'de Düzenlenişi

II-26.1 sayılı Tebliğ'in md. 12/1 fıkrasında kontrol oranı oy haklarının %50'si olarak öngörülmüştür<sup>96</sup>. Bu hüküm, SPKn. md. 26/2'nin tekrarı mahiyetindedir. O hâlde, kontrol oranına esas alınan ölçü, oy hakkı olup, kontrol oranı ise, oy haklarının %50'sidir<sup>97</sup>. Dolayısıyla, örneğin ortaklığın sermaye yapısı nedeniyle sermayenin % 40'ına sahip olmak suretiyle ortaklığı fiilen tek başına yönetme olanağının elde edilmesi durumunda, pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü doğmayacaktır. Buna karşılık, daha önce %40 oranında paya sahip olup da ortaklığı fiilen tek başına yönetme olanağının elde etmiş olan bir kişi, daha sonra yapacağı pay alımları ile bu oranı %50'ye çıkardığı takdirde, daha önce de yönetim kontrolünü fiilen elinde bulundurmasına ve yalnızca %10'luk bir pay alımı yapmış olmasına rağmen pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğüne muhatap olacaktır.

fiili kontrolün elde edildiği durumlarda dahi, pay alım teklifi yükümlülüğünün uygulanamayacağını belirtmektedir. Bu yorum, kontrol oranının belirlenmesi ile pay alım teklifi yükümlülüğünün uygulama alanının daraltılıp genişletilmesi arasındaki bağlantıyı son derece açık bir biçimde göstermektedir (*Manavgat, Aleni, s. 232*).

<sup>96</sup> Kontrol oranının yükseltilmesini öngören hükümlerin geçersiz olduğu yönünde bkz. *Sevi, s. 111*. Gerçekten de kontrol eşiği kanunla belirlendiği için eşik ile ilgili farklı bir düzenlemenin esas sözleşme ile yapılabilmesi mümkün değildir. Bunun mümkün olabilmesi için İsviçre hukukunda *FinfraG § 135/1* fıkrasının son cümlesinde olduğu gibi, kanunun kontrol oranının esas sözleşme ile belirli bir orana kadar yükseltilmesine açıkça cevaz vermiş olması gereklidir. İsviçre hukukunda esas sözleşme ile kontrol oranı %49'a kadar yükseltilebilmektedir.

<sup>97</sup> Öte yandan, SPKn. md. 26/1 ile II-26.1 sayılı Tebliğ'in md. 11/1 fıkrasında "*payların veya oy haklarının iktisap edilmesi*" ifadesine yer verilmiştir. Ancak bunu bir çelişki olarak görmemek gerekir (Aksi yönde bkz. *Karacan/Karacan, s. 278-279*). Zira, yukarıda da belirtildiği üzere, kontrol oranının belirlenmesinde ölçünün ne olması gerektiği ile bu oranın aşılmasında hangi işlemlerin esas alınması gerektiği birbirinden farklı kavramlardır. SPKn. md. 26/1 ile anılan Tebliğ'in md. 11/1'de, kontrol oranının hangi işlemler ile aşılacağı düzenlenmektedir. Buna karşılık, aynı kanunun md. 26/2 fıkrası ile yine aynı Tebliğ'in md. 12/1 fıkrasında ise, yönetim kontrolü oranının hangi ölçü esas alınarak belireneceği hükme bağlanmaktadır. *Karacan/Karacan*'ın Tebliğ maddesi olarak teklif ettikleri "*ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahip olan payları...*" ifadesini kontrol oranı ile bu oranının hangi yöntemlerle aşılacağı hususlarının aynı hükümde bir defa belirtilmesi olarak değerlendirmek mümkündür.

Tebliğde yönetim kontrolü kavramının tanımlanması ile nasıl bir bakış açısı olduğunu ortaya koymak gerekir: Yönetim kontrolü oranının aşılması yeterlidir. Bu oranın aşılmasına rağmen yönetim kontrolünün elde edilememesi, sadece hedef ortaklıkta yönetsel imtiyazın varlığı hâlinde önem arz eder. Zira, 6362 sayılı SPKn. md. 26/2'nin son cümlesinde “*Ancak, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâller bu madde kapsamında değerlendirilmez.*” ifadesine yer verilmiştir. Bu hüküm, aynı zamanda, genel kurulda oy gücü ile yönetimde temsil kabiliyeti arasında hangisine üstünlük tanındığını da göstermektedir. Zira, genel kurulda oy gücünün mutlak olarak elde edilmiş olmasına rağmen, yönetimde temsil kabiliyeti elde edilmiş ise, pay alım teklifi yükümlülüğü doğmaz. Buna karşılık, genel kurulda oy çoğunluğu bir başkasında olsa bile yönetimde temsil kabiliyetini mutlak olarak elde eden kimse için söz konusu yükümlülük doğar.

O hâlde, kontrol oranının belirlenmesi ile ilgili olarak yukarıda sorduğumuz üç temel soruya II-26.1 sayılı Tebliğ'in nasıl cevap vermiş olduğunu kısaca tekrarlamak gerekirse, kontrol eşiği oy haklarının %50'sidir. Bu orana ulaşılmasına rağmen fiilen yönetim kontrolünün elde edilememiş olması hâlinde, bu olgu yönetimde temsil kabiliyetinin imtiyazlı paylar nedeniyle elde edilememiş olmasından kaynaklanmadıkça, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğacağını söyleyebiliriz.

Buna karşılık, bu oranın altında kalınmasına rağmen fiilen yönetim kontrolünün elde edildiği hâllerde ise, fiili kontrol yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazına dayanmadığı takdirde, sahip olunan oy gücü ile fiilen o ortaklığı yönetme olanağı elde edilmiş olsa bile pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü doğmayacaktır. Dolayısıyla örneğin oyda tanınan imtiyazlarla sermayenin %49'unu iktisap eden bir kimse, kontrol eşiğini aşmadığı ve bu orana bağlı kalmaksızın pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu hâller, yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya aday gösterme imtiyazlarıyla sınırlandırıldığı için, pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğüne muhatap olmayacaktır.

## ii. Yönetim Kurulunda Temsil Kabiliyeti

### (aa) Genel Olarak

Genel kurulda sermaye veya oy hakları ile stratejik konularda temsil kabiliyetinin elde edilmesi, kural olarak yönetim kurulunda da temsil kabiliyetini beraberinde getirir. Dolayısıyla, genel kurulda sahip olunan oy gücünün kontrol eşiğinde öncelikle dikkate alınması, kontrol olgusunun doğasının bir gereğidir. Hattâ, bunun yanında ayrıca yönetim kurulunda temsil kabiliyetinin elde edilmiş olmasını aramaya gerek olup olmadığı sorusu dahi akla gelebilir. Ancak, yönetim kurulunda temsil hakkı sağlayan imtiyazlı payların mevcudiyeti, genel kurulda sahip olunan oy gücünü işlevsiz hâle getirebilir. Böyle durumlarda şu iki sorunun çözülmesi gereklidir: “*Genel kurulda sahip olunan oy gücünü yönetimde temsil kabiliyetini sağlaması şartına bağlamak gerekir mi?*”, “*Böyle bir şarta bağladığımızda, kontrolün varlığını kabul etmek için bunlardan hangisine üstünlük tanımak gerekir?*”

Karşılaştırmalı hukuk incelendiğinde, İspanya hukukunda da genel kurulda sahip olunan oy gücünün yanında ayrıca yönetimde temsil hakkı sağlayan imtiyazlı payları elde etmek de pay alım teklifi yükümlülüğüne yol açmaktadır<sup>98</sup>. Buna karşılık, İngiliz, Alman, İsviçre ve Avusturya hukukunda genel kurulda sağlanan temsil gücü ile yetinilmiş, bunun dışında bir pay alım teklifi yükümlülüğü öngörülmemiştir.

Türk hukukunda ise, ilk defa mülga Seri:IV, No:44 sayılı Tebliğ ile bu yönde bir düzenleme yapılmış ve yönetim kurulunun salt çoğunluğunu belirleme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olmak da bu paylar toplam oy haklarının %50'sine tekabül etmese bile yönetim kontrolü eşiğinin aşılması olarak kabul edilmiştir. Aynı hüküm, 6362 sayılı SPKn.'na alınmış ve buna bağlı olarak ilgili Tebliğlerde de ayrıca düzenlenmiştir. Bunun sebebi, hiç şüphesiz yönetim kurulunda temsil hakkı sağlayan imtiyazlı payların yaygınlığıdır. Buna karşılık, İngiliz, Alman, Avusturya ve İsviçre hukuklarında bu konuda ayrı bir düzenlemenin mevcut olmadığı görülmektedir.

<sup>98</sup> Türkyılmaz, İ.: Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, İstanbul 2015, s. 57, dn. 195.

**(bb) II-26.1 sayılı Tebliğ'de Düzenlenişi**

6362 sayılı SPKn. md. 26/2'de de, II-26.1 sayılı Tebliğ'de de oy haklarındaki temsil gücünü elde etmekten bağımsız olarak yalnızca yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı payların iktisap edilmesi halinde de oy haklarının %50'sine ulaşmış olmadığına bakılmaksızın, pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü doğar.

Burada söz konusu imtiyazlı payların tamamının mı, yoksa bu imtiyazlı payların da %50'sinin mi dikkate alınacağı açık değildir. Ancak genel kurulda temsil gücünde oy haklarının %50'sinin arandığı bir düzenlemede, yönetsel imtiyazlara sahip payların toplamının yalnızca %50'sini elde etmekle de bu güce ulaşabildiğini söylemek mümkündür. Nitekim, II-27.2 sayılı Tebliğ'de yer alan tanımda açıkça “veya genel kurulda yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğuna karşılık gelen sayıda üyelikler için aday gösterme hakkı veren imtiyazlı payların çoğunluğuna sahip olunması” ifadesine yer verildiği gibi, doktrinde de bu görüş haklı olarak kabul edilmiştir.<sup>99</sup>

**c. Kontrol Oranının Aşılma Yöntemleri****i. Pay İktisabı ile Kontrol Oranının Aşılması**

SPKn. md. 26/1'de pay alım teklifi zorunluluğu, “Halka açık ortaklıklarda yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisap edilmesi hâlinde diğer ortakların paylarını satın almak üzere teklif yapılması zorunludur.” denilmek suretiyle açık bir biçimde payların veya oy haklarının iktisap edilmesine bağlanmıştır.

Pay iktisabını payın mülkiyetinin aslen veya devren iktisap yoluyla kazanılması olarak değerlendirmek gerekir. Payın devri, borsada işlem gören ortaklıklarda borsada veya borsa dışında gerçekleşebilir<sup>100</sup>. Payın mülkiyetinin birleşme, bölünme, hisse değişimi gibi yapısal değişiklik işlemlerine bağlı olarak; cebri icra yoluyla veya miras, bağışlama gibi ivazsız yollarla ya da Türk

Borçlar Kanunu'nun md. 509/3 hükmü uyarınca vekâlet sözleşmelerinde vekile tanınan ayırma hakkının kullanılması sonucunda kazanılması mümkündür<sup>101</sup>.

Bunlara, hakkında yatırımcı tazmin kararı verilmiş olan bir aracı kurum nezdindeki sermaye piyasası araçlarının Yatırımcı Tazmin Merkezi tarafından hak sahiplerine iadesi kapsamında Yatırımcıların Tazmini ile Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik<sup>102</sup> md. 9/1 uyarınca belirli bir yatırımcıya ait olduğu tespit edilen payların ilgisine iadesini de ekleyebiliriz.

Nihayet, SPKn. md. 47/1 uyarınca teminat konusu sermaye piyasası araçlarının mülkiyetinin teminat verende kalabileceği öngörülmüş olup, teminat sözleşmesinde teminat konusu payın mülkiyetinin teminat alana bırakılmasının kararlaştırılması durumunu da burada zikretmek gerekir<sup>103</sup>.

<sup>101</sup> Aynı yönde bkz. ve karşı. Schenker, s. 472-473. Ayrıca bkz. Tschäni, R./Iffland, J./Diem, H.-J.: Öffentliche Kaufangebote, Zürich 2010, s. 22-23, N. 43. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, iktisapların ivazsız olması veya miras gibi irade dışı hâllerde gerçekleşmesi pek çok düzenlemede pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyet hâli olarak ayrıca düzenlemeye konu olmuştur. Örneğin, Alman hukukunda, bkz. *Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlagen, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung) § 9/1-2* no'lu bent (Metnin Almancası şu şekildedir: “Die Bundesanstalt kann insbesondere eine Befreiung von den in § 8 Satz 1 genannten Pflichten erteilen bei Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft... (2) durch Schenkung, sofern Schenker und Bieter nicht verwandt im Sinne des § 36 Nr. 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes sind.”). İsviçre hukukunda ise, aynı husus *FinfraG § 136/2* hükmünde düzenlenmiştir (Metnin Almancası şu şekildedir: “Die Angebotspflicht entfällt, wenn die Stimmrechte durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben werden.”). Dikkat edileceği üzere, Alman hukukunda payları bağış yoluyla iktisap eden kimse ile bağışı gerçekleştiren kimse arasında bir akrabalık bağının olması durumunda muafiyet verilmesi söz konusu olmamaktadır. İsviçre hukukunda ise, böyle bir fark gözetilmemiştir.

<sup>102</sup> 29/3/2014 tarih ve 28956 sayılı RG'de yayımlanmıştır.

<sup>103</sup> Nitekim, payların alacağın teminatı olarak üçüncü kişiye verilmesi, Alman hukukunda, pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyet hâli olarak açık bir biçimde düzenlenmiştir. Başka bir deyişle, bu hukuk sisteminde payların bir alacağın teminatı olarak elde edilmesi hâlinde, pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyet tanınması mümkün-

<sup>99</sup> Bkz. yukarıda dn. 66.

<sup>100</sup> Schenker, U.: Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, s. 472.



## ii. Pay İktisabı Dışındaki Yöntemlerle Kontrol Oranının Aşılması

### (aa) Pay İktisabı Olmaksızın Oy Hakkını Kullanma İmkânı Etmek Suretiyle Kontrol Oranının Aşılması

Pay iktisabı olmaksızın yalnızca oy hakkının kullanımının elde edilmesi suretiyle de yönetim kontrolü elde edilebilir. Pay üzerinde intifa hakkı tanınması, vekaleten oy kullanılması, hattâ çağrı yoluyla vekalet toplanması ve oy sözleşmeleri bunlara örnek gösterilebilir. Mülga Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğin md. 17'nin yürürlükte olduğu dönemde Sermaye Piyasası Kurulu, pay üzerinde intifa hakkı elde edilmesini pay alım teklifi yükümlülüğünün doğumu için yeterli saymıştır<sup>104</sup>. Benzer şekilde vekalet toplanması suretiyle genel kurul toplantısında yönetim kurulunun tümüyle değiştirilmesine ilişkin bir olayda Kurul ilgili hakkında pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmuş olduğu yönünde karar vermiştir<sup>105</sup>. Ancak, bu kararın verildiği sırada yürürlükte olan Seri: IV, No: 8

sayılı Tebliğ'de pay alım teklifi yükümlülüğü için pay iktisabı şartının aranmadığını da belirtelim.

Doktrinde bir görüş, bu gibi durumlarda pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmayacağı yönündedir. *Kolcuoğlu*, bu görüşünü SPKn'da pay alım teklifi yükümlülüğü için pay iktisabı şartının aranmasına dayandırırken; *Paslı* ve *Manavgat*, Tebliğde yer alan sahip olma ifadesinden hareketle oy hakkına paydan ayrı olarak sahip olunamayacağı için oy sözleşmeleri veya pay üzerinde intifa hakkı tanınarak bu yükümlülüğün doğmayacağı sonucuna ulaşmışlardır<sup>106</sup>. Alman hukukunda *Faden* da bu görüştedir<sup>107</sup>. *Dinç* ve *Karacan/Karacan* ise, pay üzerinde intifa hakkı tanınması hâlinde, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğacağı görüşündedir<sup>108</sup>. Kanaatimizce, yukarıda yapmış olduğumuz kontrol eşliğinin belirlenmesinde esas alınan ölçü ile kontrol oranının hangi işlemlerle aşılması durumunda pay alım teklifi yükümlülüğünün doğacağına ilişkin hükümlerin birbirinden farklı olduğuna ilişkin açıklamalarımız bu sorunun çözümünde de kullanılacak niteliktedir. "*Sahip olma*" ifadesi kontrol oranının belirlenmesinde esas alınan ölçüyü ifade etmek üzere kullanılmakta olup, bu ifadeden hareketle kontrol oranının aşılmasında hangi işlemlerin esas alınacağına ilişkin sorunun çözümünde dikkate almamak gerekir. Buna göre, kontrol oranının hangi işlemlerle aşılacağını düzenleyen hükümde pay iktisabı ile ilgili bir sınırlama yapılmadıkça, kanaatimizce oy sözleşmeleri veya pay üzerinde intifa hakkı tanınması suretiyle de pay alım teklifi yükümlülüğün doğması söz konusu olacaktır.

Bu konuda açık düzenleme yapan ülkeler de bulunmaktadır. Örneğin İsviçre hukukunda *FinfraV-FINMA* § 34/3 fıkrasında, temsilci aracılığıyla kullanılan oy hakkının hesaplamada dikkate alın-

dür. Bkz. *WpÜG-Angebotsverordnung* § 9/1-4 no'lu bent (Metnin Almancası şu şekildedir: "*Die Bundesanstalt kann insbesondere eine Befreiung von den in § 8 Satz 1 genannten Pflichten erteilen bei Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft... (4) zum Zwecke der Forderungssicherung,*" Aynı muafiyet sebebinin İngiliz hukukunda da bulunduğu yönünde bkz. *Manavgat*, Ateni, s. 125). Buna benzer bir düzenleme, 5/6/2018 tarihli ve 30442 sayılı RG'de yayımlanan II-26.1b sayılı Tebliğ ile yapılarak II-26.1 sayılı Tebliğ'e eklenmiştir. Anılan Tebliğin md. 18/1'e eklenen (e) bendi "*Banka kredilerinin geri ödenmemesi durumunda bankaya kredinin teminatı olarak verilmiş payların Kanununun 47 nci maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca bankanın mülkiyetine geçmesi, bu payların bankanın da kurucu olduğu özel amaçlı işletmeye devredilmesi ile bu payların mülkiyetinin bankaya veya özel amaçlı işletmeye geçmesinden sonra üçüncü kişilere bankadan veya özel amaçlı işletmeden satın alınması*"nı bir muafiyet hâli olarak öngörmüştür.

<sup>104</sup> Bu hususta bkz. 2004/27 sayılı Haftalık Bülten'de yayımlanan karar. Kararda taraflarca intifa hakkına konu hisse senetlerinin oy hakkının malik tarafından kullanılacağına beyan edilmiş olması nedeniyle, bu aşamada Seri: IV, No: 8 Tebliği md. 17 kapsamında bir değerlendirmede bulunmanın gerekli olmadığına, ancak sözleşmenin taraflarından birine sözleşmenin diğer tarafına da bildirilmek üzere ve pay devrinin gerçekleştiği hedef şirkette; intifa hakkı sahibi tarafından oy hakkının kullanılması veya şirket yönetimine bu kişinin katılması halinde, durumun Seri: IV, No: 8 Tebliği kapsamında yeniden değerlendirilmesi gerektiğine karar verilmiştir.

<sup>105</sup> 2006/43 sayılı Haftalık Bülten'de yer alan Kurul kararı.

<sup>106</sup> *Paslı*, Devralma. s. 442, 460 ve 458; *Manavgat*, Yönetim Kontrolü, s. 1459, 1469; *Kolcuoğlu*, s. 72-73.

<sup>107</sup> *Faden*, s. 28-29.

<sup>108</sup> *Dinç*; İ.: Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, İstanbul 2006, s. 243; *Karacan/Karacan*, s. 286. Ancak son yazarlar, olması gereken hukuk bakımından intifa hakkı tesisi nedeniyle doğan pay alım teklifi yükümlülüğünün muafiyet hâlleri arasında düzenlenmesi gerektiği görüşündedir (s. 287).

mayacağı hükme bağlanmıştır<sup>109</sup>. Ancak bu hükmü aynı maddenin ikinci fıkrası ile birlikte değerlendirmek gerekir. Buna göre, başkasına temsil yetkisi verilmiş ise, bu kişinin sahip olduğu oy haklarının hesaplanmasında, temsilci aracılığıyla kullandığı oyları dikkate alınmaz. Yoksa *FinfraV-FINMA* § 34/2'nin son cümlesi uyarınca kontrol oranının aşılmasında yalnızca iktisap edilen payların hesaplanmadığı, sahip olunan oy haklarının da hesaplama dâhil edileceği açıkça vurgulanmıştır. Aynı şekilde, Alman hukukunda Pay Alım Teklifi Kanunu (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-WpÜG*) § 30/1-6'da temsilci sıfatıyla kullanılan oyların da hesaba katılacağı öngörülmüştür<sup>110</sup>.

Pay iktisabı olmaksızın oy hakkının elde edildiği bir başka durum ise, teminat konusu payın mülkiyetinin teminat verende kaldığı teminat sözleşmelerinde taraflarca söz konusu payların kullanım hakkının teminat alana bırakılıp bırakılmıyış olmasına ilişkindir. Zira, teminata konu payların kullanım hakkının teminat alana bırakılması, bu paylara ilişkin oy haklarının da teminat alan tarafından kullanılması sonucunu doğuracaktır.

#### **(bb) Yönetim Kontrolü Oranının Üçüncü Kişilerin İşlemleri Sonucunda Aşılmış Hâle Gelmesi**

Yönetim kontrolü değişikliğinin pay iktisabı dışında gerçekleştiği ikinci bir kategori ise, kontrolün tümüyle üçüncü kişilerin işlemleri neticesinde el değiştirmesidir. Örneğin, anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi, sermaye azaltımı neticesinde payların itfa edilmesi nedeniyle yeni bir kontrol yapısının oluşması vb.<sup>111</sup> durumlarda, pay iktisabı olmaksızın mevcut payları ile oy haklarının kontrol oranının üstüne çıkması söz konusu

olduğu için pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğunu kabul etmek gerekir.

Yönetim kontrolünün tümüyle üçüncü kişilerin işlemleri neticesinde el değiştirmesi kapsamında değerlendirilebilecek bir başka hâl ise, SPKn. md. 28/2'nin uygulanması sonucu ortaya çıkabilir. Anılan fıkraya göre, “*Kurulun belirlediği esaslar çerçevesinde, faaliyetlerinin makul ve zorunlu kıldığı hâller saklı kalmak kaydıyla, mevzuata uygun olarak hazırlanmış finansal tablolarına göre üst üste beş yıl dönem zararı eden halka açık ortaklıklarda, oy hakkına ve yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazlar Kurul kararı ile kalkar. Söz konusu imtiyazlı payların kamu kurum ve kuruluşlarına ait olması hâlinde bu hüküm uygulanmaz.*” Dolayısıyla, Sermaye Piyasası Kurulu kararı ile anılan fıkra uyarınca yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazları sona eren bir ortaklıkta, oy haklarının çoğunluğunu elinde bulunduran, ancak yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazlı payların çoğunluğu başka bir kişide bulunduğu için yönetim kontrolüne sahip olmadığı SPKn. md. 26/2 son cümlesi uyarınca kanunen kabul edilmiş olan kişinin, imtiyazlar ortadan kalktığı için, yönetim kontrolüne sahip hâle gelmesi söz konusu olacaktır.

Bu duruma ilişkin karşılaştırmalı hukukta istisnâî nitelikte bazı düzenlemelerin olduğunu da belirtelim. Örneğin Avusturya hukukunda yönetim kontrolünün kendi işlemleri ile değil de tümüyle üçüncü kişilerin işlem ve eylemleri sonucu elde edilir hâle gelmesi, “*yönetim kontrolünün pasif olarak elde edilmesi*” (*passive Kontrollerrlangung*) adıyla özel olarak düzenlenmiştir. Avusturya Pay Alım Teklifi Kanunu (*Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote-Übernahmegesetz-ÜbG*) § 22b/1 uyarınca<sup>112</sup> böyle bir durumda pay alım

<sup>109</sup> Anılan fıkranın Almanca metni şu şekildedir: “*Von der Berechnung ausgenommen sind Stimmrechte, deren Ausübung ausschliesslich auf einer Vollmacht zur Vertretung an einer Generalversammlung beruht.*”.

<sup>110</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: “*die dem Bieter anvertraut sind oder aus denen er die Stimmrechte als Bevollmächtigter ausüben kann, sofern er die Stimmrechte aus diesen Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann, wenn keine besonderen Weisungen des Aktionärs vorliegen.*”.

<sup>111</sup> Örnekler için bkz. *Paslı*, Devralma, s. 470 vd. Sermaye azaltımının kontrol eşliğinin pasif olarak aşılmasına örnek olarak gösterilmesi hakkında bkz. *Tschäni/Iffland/Diem*, s. 23, N. 43.

<sup>112</sup> Anılan fıkranın Almanca metni şu şekildedir: “*Wer eine kontrollierende Beteiligung erlangt, ohne dies durch zeitnahe Handlungen, wie insbesondere durch Anteilserwerb bewirkt zu haben, muss kein Angebot legen, wenn er beim Erwerb der Anteile nicht mit der Kontrollerrlangung rechnen musste. Die Kontrollerrlangung ist der Übernahmekommission unverzüglich, spätestens aber innerhalb von 20 Börsetagen ab Erlangen der kontrollierenden Beteiligung mitzuteilen.*” *ÜbG*'ye § 22b hükmünün eklenmesi, anılan kanunda yapılan 2006 değişikliği ile gerçekleştirilmiştir. Bu maddenin eklenmesine dayanak oluşturan olay Avusturya Pay Alım

teklifi yükümlülüğü doğmaz. Ancak, bu sonuç birtakım şartların mevcudiyetine bağlanmıştır. Buna göre, iki temel şarttan söz edilebilir<sup>113</sup>. İlk olarak kontrolü bu yolla elde edenin bu süre zarfında aktif bir eyleminin bulunmaması gerekir<sup>114</sup>. İkinci şart ise, olarak kontrolün el değiştirmesine yol açan iktisap ilişkisinde taraflardan biriyle birlikte hareket eden olarak kabul edilmemesine ilişkindir.

Alman hukukunda ise, *WpÜG-Angebotsverordnung*'da öngörülen iki muafiyet hâli yönetim kontrolünün pasif olarak elde edilmiş olmasına özgüdür<sup>115</sup>. Buradan hareketle, bu sis-

temde yönetim kontrolünün pasif olarak elde edilmesi ile de pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmasının kabul edildiğini, ancak böyle durumlara özgü muafiyet sebebi öngörülme suretiyle menfaat dengesinin tesis edildiğini söylemek mümkündür.

Hemen belirtmek gerekir ki, bu konuda SPKn. md. 28/2'deki istisnai ve belirli bir somut duruma ilişkin hüküm dışında açık bir hüküm olmayan Türk hukuku bakımından yönetim kontrolünün pasif şekilde elde edilmesine farklı bir sonuç bağlamaya imkân bulunmamaktadır<sup>116</sup>. Başka bir deyişle, kontrolün pasif şekilde el değiştirmesi de, somut olayda başkaca bir istisna veya muafiyet hâli bulunmadıkça, pay alım teklifi yükümlülüğü sonucunu doğurur. Vardığımız bu sonucu birden fazla şekilde gerekçelendirmek mümkündür. Her şeyden önce istisnai hükümlerin kıyas yoluyla türetilmemesi ilkesi aksi bir yoruma engel oluşturur<sup>117</sup>. Ayrıca, kanaatimizce, kontrol eşliğinin, fiili kontrol oranından daha düşük belirlendiği hukuk sistemlerinde, kontrolün, kontrolü elde eden kimsenin hiçbir dahilinin olmadığı olaylar sonucunda tümüyle şeklen elde edilmiş olmasının hakkaniyetle bağdaşmadığı durumlarda böyle bir istisna öngörülmesi makul olarak değerlendirilebilirse de, kontrol oranının mutlak çoğunluğun ölçü olarak alındığı Türk hukukunda böyle bir hüküm öngörmeye gerek bulunmamaktadır. Zira, kontrol oranının yüksek belirlenmesi, bu tür hakkaniyet değerlendirmelerinin yapılmasına engel oluşturur. Aksi durumda, azınlık pay sahiplerinin korunması daha da güçleştirilmiş olur. Ancak, kontrol değişikliğinin üçüncü kişilerin işlemleri ile gerçekleştiği durumlarda, kontrol oranının istenmeden aşılmasına muafiyet sonucunu bağlayan II-26.1 sayılı Tebliğ'in md. 18/1-b hükmünün uygulanmasını gündeme getirebileceği de belirtilmelidir<sup>118</sup>.

Teklifi Komisyonu'nun 24/2/2004 tarihli ve GZ 2004/1-9-112 sayılı *Böhler-Uddeholm* kararını (karar için bkz. [http://www.takeover.at/uploads/u/pxe/A2\\_Entscheidungen/Bescheide/GZ\\_2004-1-9-112\\_Boehler-Udde-holm\\_AG\\_-24.02.2005.pdf](http://www.takeover.at/uploads/u/pxe/A2_Entscheidungen/Bescheide/GZ_2004-1-9-112_Boehler-Udde-holm_AG_-24.02.2005.pdf)). Zira olayda söz konusu ortaklıkta ikinci en büyük ortak konumunda olan kişi, büyük ve hâkim ortağın paylarını satması sonucu kendi iradesi dışında hâkim ortak hâline gelmiştir (Olay ve maddenin kanuna eklenişine ilişkin bilgi için bkz. *Koschier*, V.: Die Kontrollerrangung im Übernahmerecht unter besonderer Berücksichtigung der passiven Kontrollerrangung, Dissertation, Universität Wien 2012, [http://othes.univie.ac.at/24918/1/2012-08-22\\_0104610.pdf](http://othes.univie.ac.at/24918/1/2012-08-22_0104610.pdf) s. 21; *Seilern-Aspang*, s. 41)

<sup>113</sup> Bu hususta bkz. *Seilern-Aspang*, s. 41-42. *Koschier* ise, yönetim kontrolünün pasif olarak elde edilmesi ile ilgili şart olarak değil de, ölçüt olarak şu hususların bir arada olması gerektiğini belirtmektedir: Pasif olma (*Passivität*), zamansal yakınlık (*Zeitnähe*), öngörülebilirlik (*Vorhersehbarkeit*). Zamansal yakınlık, yönetim kontrolünün kazanılmasının bir sonucu olan son aktif eylem ile kontrolün gerçekten kazanıldığı zaman aralığının arasındaki ilişki hakkındadır. Her ne kadar maddede bu konuda bir açıklık bulunmasa da, aynı Kanunun md. 26'daki 12 aylık süreden hareketle bu ikisi arasında 12 aylık sürenin olması gerektiği belirtilmektedir. Burada amaç, kontrolü başkasının eylem, sonucu elde etmiş olan kişinin yaptığı son alım ile kontrolün bu şekilde kendisine intikal ettiği olay arasında bir illiyet bağı olmasını engellemektir. Öngörülebilirlik ise, kontrolü bu suretle elde eden pay sahibinin, pay iktisabı sırasında kontrolü elde etmeyi beklemiyor olması, bu hususun kendisi için öngörülebilir olmamasıdır. Bu hususta geniş bilgi için bkz. *Koschier*, s. 190 vd.

<sup>114</sup> Bu hususta geniş bilgi için bkz. *Koschier*, s. 190-191.

<sup>115</sup> Bunlar *WpÜG-Angebotsverordnung* § 9/1-5 ve 6'da öngörülmüştür. Anılan maddenin birinci fıkrasının beşinci bendi hedef ortaklıktaki yönetim kontrolünün elde edilmesinin oy haklarının toplam sayısında yapılan indirimden kaynaklanmaktadır (*auf Grund einer Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte an der Zielgesellschaft*). Buna ilişkin ikinci durum ise, aynı fıkranın altıncı bendinde yer almakta olup, kontrol değişikliğinin istenmeden gerçekleşmesine ilişkindir (*ohne dass dies vom Bieter beabsichtigt war, soweit die Schwelle des § 29 Abs. 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes nach der Antragstellung unverzüglich wieder unterschritten wird*).

<sup>116</sup> Aksi görüş için bkz. *Paslı*, Devralma, s. 471. Yazar, yönetim kontrolünün pasif bir biçimde değiştiğinde, gerçekten yönetim kurulu ile bağlantılı değilse, bu olgunun çağrı zorunluluğuna (pay alım teklifi yükümlülüğü) tâbi olması gerektiğini ileri sürmektedir.

<sup>117</sup> Bu yorum ilkesi hakkında bilgi için pek çokları yerine bkz. *Gözler*, K.: Hukuka Giriş, 13. B., Bursa 2016, s. 305.

<sup>118</sup> Anılan bent uyarınca halka açık ortaklık paylarının herhangi bir genel kurul toplantısında kullanılmamış olması veya ortaklık yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmaması şartıyla, halka açık ortaklık sermayesinde sa-

**(cc) Pay Sahipleri Arasındaki Özel Anlaşmalar Yapılması Suretiyle Kontrol Eşiğinin Aşılması**

6362 sayılı SPKn. md. 26/3'te, aynı Kanunun md. 23/1 ile 29/6'daki usul ve esaslara uymaksızın ortakların kendi aralarında yaptıkları özel anlaşmalarla yönetim kontrolünün elde edilmesi "pay iktisabı" dışında bu madde kapsamında değerlendirilecek tek hâl olarak düzenlenmiştir<sup>119</sup>. Başka bir deyişle, pay iktisabına bağlı olmaksızın pay alım teklifi zorunluluğu münhasıran md. 26/3'te belirtilen istisnai durumda söz konusu olabilecektir. Bu halde de, anılan hükümler uyarınca genel kurul onayının alınması (md. 26/3) durumunda yine pay alım teklifi yükümlülüğü doğmayacaktır.

hip olunan paylardan pay alım teklifi yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın elden çıkarılması veya Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygun görülecek bir sürede elden çıkarılacağı yazılı olarak taahhüt edilmesi durumunda pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyet verilebilir. Dolayısıyla yönetim kontrolünün pasif bir biçimde elde edilmesi durumunda, kontrol oranını istemeden aşmış duruma gelen kişi, bu hükümden yararlanarak, kontrol oranını aşan kısmı elden çıkarmayı taahhüt etmek suretiyle muafiyetten yararlanabilir.

<sup>119</sup> Esasen böyle bir hüküm sevk edilmeden önce de Sermaye Piyasası Kurulu uygulamasında, özellikle mülga Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ döneminde, bu konuda pay alım teklifi yükümlülüğü getirilmesi anlayışı benimsenmiştir. Gerçekten de, birbirinden habersiz olarak Tebliğde belirtilen eşiğin altında kalan miktarda pay iktisap eden kişilerin daha sonra ortaklığın kontrolünü ele geçirmek ya da oylarını birleştirmek amacıyla işbirliğine gitmeleri ve bu suretle Tebliğde belirlenen eşiğin üzerine çıkmaları halinde, bir görüşe göre, bu gruba ait payların birlikte hareket eden kavramı içinde değerlendirilmesi ve ilgililer hakkında pay alım teklifi yükümlülüğünün getirilmesi gerekeceği görüşü savunulduğu gibi, bunun tam tersine yeni pay almak amacıyla birlikte hareket etme unsuru olmadıkça mevcut payların toplam oranı mevzuatta öngörülen sınırı geçen münferit kişilerin grup oluşturmayacağı yönünde görüşler de ileri sürülüyordu. Nitekim, benzer bir olayda, mülga Tebliğ döneminde Sermaye Piyasası Kurulu bir ortaklıkta iki ayrı pay sahibinin ayrı ayrı pay alımları yapıp, daha sonra birlikte hareket etmek suretiyle yönetim kontrolünü paylaşmalarına pay alım teklifi yükümlülüğü getirilmiştir. Zira, söz konusu kararın alındığı tarihte yürürlükte olan mülga Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ'in md. 17/1'de "Çağrı yoluyla hisse senedi toplanması, blok veya münferit alımlar, ya da herhangi bir yöntemle... yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olanlar" ifadesine yer verilmişti. Bu nedenle, Sermaye Piyasası Kurulu paylara sahip olmak kavramının pay iktisap etmekten daha geniş bir kavram olduğu şeklinde yorumlamıştı.

Diğer yandan, SPKn. md. 26/3'te yer alan anlaşma yapmak suretiyle yönetim kontrolünün elde edilmesinde, yönetim kontrolünü şekli anlamda yönetim kontrolü ile sınırlamanın gerekip gerekmediğini de belirlemek yararlı olacaktır. Örneğin TMS 10 Standardı'nın Eki'nde B18 ve 19 no'lu paragraflarda<sup>120</sup> yer alan fiili olguların varlığı halinde, başka bir deyişle, yalnızca orada belirtilen hususlarda yapılmış bir anlaşmanın, yönetim kontrolü kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceğinin ortaya konulması gerekmektedir. Bu hususta kesin bir yargıya varmadan önce çeşitli ihtimalleri göz önünde bulundurmak yararlı olabilir.

Buna göre, işbirliği yapanların sahip oldukları oy toplamı toplam oy haklarının %50'sinden fazlasına tekabül ediyorsa, yapılan anlaşmanın içeriğinden bağımsız olarak yönetim kontrolünün elde edilmiş olduğunu kabul etmek gerekir.

İkinci ihtimal, işbirliği yapanların yaptığı anlaşmanın yönetim kurulunda salt çoğunluğu elde etmeye yönelik olmasıdır. Yönetimde temsil imtiyazı olan iki grup, aralarında yaptıkları bir anlaşma ile yönetim kurulunda salt çoğunluğa ulaşır hale gelmişse, başka bir deyişle bu anlaşma yönetim kurulunun salt çoğunluğunu temsil etmeye yönelmişse, yine yönetim kontrolünün anlaşma sonucu elde edilmiş olduğunu kabul etmek mümkündür.

Üçüncü ihtimal, taraflar arasındaki anlaşma ile elde edilen oy gücünün toplam oy haklarının %50'sinin altında olması; ancak buna rağmen, hedef ortaklığın sermaye, oy yapısı, genel kurula katılımın düşük olması gibi kendine özgü durumlar sebebiyle fiilen o ortaklığın yönetim kontrolünün sağlanmış olmasıdır. Böyle bir ihtimalde taraflar arasında o ortaklığın yönetimi konusunda yapılmış olan anlaşmayı gerekçe göstererek, SPKn. md. 26/3 hükmünün uygulanması kanaatimizce maddenin birinci fıkrası ile çelişkili sonuçlara yol açar. Zira, pay iktisabı ile %50'nin altında bir oy gücü elde edilmiş, ancak o ortaklığın fiili kontrolü elde edilmiş olduğunda dahi pay alım teklifi doğmamış iken, aynı sonuca pay iktisabı ile değil de

<sup>120</sup> Bu hususta bkz. yukarıda dn. 55-56.

yalnızca pay sahipliği sözleşmesi yapılarak ulaşılmış olmasına farklı sonuçlar bağlamak, maddenin sistematik bütünlüğüne, mantığına ve düzenleniş amacına aykırı olur. Bunun dışında, yukarıda yaptığımız kontrol oranının ne olduğu ile bu oranın hangi işlemler ile aşıldığı kavramlarının birbirinden farklı olduğuna ilişkin ayırım gözetilerek de aynı sonuca ulaşmak mümkündür. Zira, bu ayırımın doğal sonucu, SPKn. md. 26/3'ün ayrı bir pay alım teklifi yükümlülüğü sebebi olmadığı, yalnızca aynı maddenin ikinci fıkrasında düzenlenen kontrol oranının aşılması yöntemlerinden biri olduğu hususudur.

Dördüncü ihtimal, taraflar arasındaki anlaşmanın münhasıran TMS 10 Standard Eki'nin B18 ve 19 no'lu paragraflarında<sup>121</sup> yer alan hususlardan biri veya birkaçına ilişkin olmasıdır. Örneğin iki taraf yalnızca ortaklığın kilit yöneticilerinin belirlenmesi hususunda anlaşmış ve kilit yöneticiler iki kişinin oyu ile seçilir durum gelmiş ise, kanaatimizce yine bu kişilerin haiz oldukları oy hakları veya yönetim kurulundaki temsil kabiliyetlerinin salt çoğunluğu sağlayıp sağlamadığına bakılması gerekir. Aksi takdirde, pay iktisabı durumunda pay alım teklifi doğmayan fiilî birtakım olgulara yalnızca pay sahipliği sözleşmesi yapıldığı için pay alım teklifi yapılması sonucu bağlanmış olur. Aynı sonuca, yukarıda değinildiği gibi, SPKn. md. 26/3'ün kontrol oranından bağımsız bir pay alım teklifi yükümlülüğü sebebi oluşturmadığına ilişkin argümanın kullanılmasıyla da ulaşılmaması mümkündür.

### 3. Kontrol Eşiğinin Aşılmasında Özellikli Durumlar

#### a. Kontrol Eşiğinin Birlikte Hareket Etme Suretiyle Aşılması

##### i. Birlikte Hareket Etme Kavramı ve Düzenleniş Amacı

Birlikte hareket etme kavramı, pay alım teklifi yükümlülüğünün yanında kamuyu aydınlatma, piyasa bozucu eylemler gibi sermaye piyasası hukukunda çeşitli alanlarda karşımıza çıkan son derece önemli bir konudur. Pay alım teklifi yükümlülüğü alanında konunun nasıl ele alındığını,

kapsamının sınırlarını anlayabilmek için, bu kavramın sermaye piyasası hukukunun diğer alanlarında nasıl düzenlendiğini de dikkate almak ve kapsamı yorumlarken bu bütünlük içinde değerlendirmek gerekir.

Gerçekten de, pay sahiplerinin yatırım yaptıkları anonim ortaklığın sermaye, oy dağılımı veya imtiyazlı paylar ya da pay sahiplerinin yönetime olan ilgisizliği sebebiyle yönetime katılma haklarını kullanmaları konusunda daha etkili olabilmek için çeşitli şekillerde işbirliği içine girmeleri mümkündür. Yönetime katılma haklarının kullanılması konusunda işbirliğine gidilmesi başlıca iki amaca yönelik olabilir. Bunlardan ilki, ilgili ortaklığın yönetsel yapısında herhangi bir değişikliğini amaçlamaksızın yönetimin işleyişinde özellikle denetimin, gözetimin sağlanmasını hedefler<sup>122</sup>. Buna “denetim amaçlı işbirliği” (*monitoring cooperation*) da denilmektedir<sup>123</sup>.

İkinci yöntem ise, pay sahiplerinin ortaklık üzerindeki etkileri, daha doğrusu ortaklığın karar ve işlemleri üzerindeki etkilerini sağlamak amacıyla işbirliği yapmalarıdır. Buna da “yönetim amaçlı işbirliği” adını verebiliriz. Esasen birlikte hareket etme veya uyumlu eylemlerde bulunma (*acting in concert*) kavramı bu ikinci yöntemi ifade eden işbirliğini kapsamaktadır<sup>124</sup>. Buna göre, birlikte hareket etme, ortaklığın paylarını devralarak veya diğer başka yollarla<sup>125</sup> ortaklığın kontrolünü ele geçirme ya da kontrolün el değiştirmesini engelleme konusunda birden fazla kişinin aktif olarak işbirliği yapmasını ifade eder.

Dikkat edileceği üzere, ikinci yöntemle tek başına hareket ettiklerinde istedikleri sonucu alamayacak olan pay sahiplerinin bir araya gelerek, bir yandan ortaklık işleyişinde söz sahibi olmalarına imkân sağlanmış olur, diğer yandan da hukuk düzeninin yüklediği başta kamuyu aydınlatma ve pay alım teklifi yükümlülüğü gibi yükümlülükler-

<sup>121</sup> Bkz. yukarıda dn. 55-56.

<sup>122</sup> Ghetti, R.: Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights, *European Company and Financial Law Review*, 4/2014, s. 595.

<sup>123</sup> Ghetti, s. 596.

<sup>124</sup> Ghetti, s. 597.

<sup>125</sup> Bu husustaki tartışmalar için bkz. aşağıda II.A.3.a.ii.(bb).(aaa).

den de kaçınmak mümkün olabilir<sup>126</sup>. Zira, tek tek değerlendirildiğinde hiçbir pay sahibi söz konusu yükümlülüklerin kendileri için uygulanmasına yol açacak ölçüde oy hakkına sahip değildir.

Birlikte hareket etme hâlinin pay alım teklifi yükümlülüğü bakımından düzenlenme amacı, esas itibarıyla, tarafların bir arada ve ortak irade sergileyerek yönetim kontrolünü sağlamalarına rağmen, her birinin ayrı ayrı kontrol oranının altında kalarak pay alım teklifi yükümlülüğünü bertaraf etmelerini önlemektir<sup>127</sup>. Ancak, denetim amaçlı işbirliği ile yönetme amaçlı işbirliği arasında bu iki işbirliğinin icrası kapsamında yürütülen faaliyetlerin çoğu zaman kesişmesi nedeniyle yapılacak düzenlemelerde hassas bir dengenin gözetilmesi gerektiği de açıktır. Gerçekten de, bu hususta yapılacak aşırı düzenlemeler, pay sahipleri arasında yönetime ilgisizliğin artmasına yol açabilir, mevcut yönetim yapılarının pay sahiplerince gözetimi, denetimi ve izlenmesi imkânı ortadan kaldırılabilir. Dolayısıyla, bir ortaklığın işleyişinin gözetimini sağlamak üzere ya da mevcut bir yolsuzluğu ortaya çıkarmak amacıyla yönetime katılma haklarını ortaklaşa kullanan kişileri, aralarındaki ilişki düzeyi akrabalık, iş veya istihdam gibi olgular ile desteklenmiş olsa dahi, her zaman birlikte hareket eden olarak değerlendirmek amacını aşan sonuçlara da yol açabilir.

Diğer yandan, birlikte hareket kavramının sermaye piyasası hukukunda pay alım teklifi yükümlülüğü dışında da düzenlemeye konu edildiğini belirtmiştik. Dolayısıyla, birlikte hareket etme kavramından söz edildiğinde, hangi konu bağlamında bu kavramın düzenlendiğine de bakmak gerekir<sup>128</sup>. Makale konumuz itibarıyla, burada

birlikte hareket etmenin yalnızca pay alım teklifi yükümlülüğünde düzenlenişi üzerinde durulacaktır.

Birlikte hareket etme kavramının, pay alım teklifi yükümlülüğünde de çeşitli bakımlardan düzenlendiğini görüyoruz. İlk olarak bu kavram, yukarıda da belirtildiği üzere, yönetim kontrolünün ele geçirilip geçirilemediğinin tespitinde önem arz eder. Bunun dışında, birlikte hareket etme kavramına pay alım teklifi fiyatının belirlenmesinde de ihtiyaç duyulabilir. Birlikte hareket eden kişiler arasında gerçekleşen pay devirlerine muafiyet verilip verilmemesinde de bu kavramın düzenlemeye konu edilebileceğini söyleyebiliriz. Ancak, biz makale konumuzun sınırları içinde bu kavramın yalnızca yönetim kontrolünün tespiti üzerindeki işlevine değineceğiz.

Bunun dışında, birlikte hareket etmenin, yalnızca yönetim kontrolünü ele geçirmeye çalışan kişiler arasında olmadığını; bunu engellemeye çalışanların da oluşturacağı irade birliğinin birlikte hareket olarak değerlendirildiğini belirtmiştik. Nitekim, II-26.1 sayılı Tebliğ md. 4/1-c'de yer alan tanımda birlikte hareketin bu ikinci yönüne de işaret edilmiştir.

## ii. Unsurları

### (aa) Şekli Unsur

Birlikte hareket etmenin şekli ve maddi olmak üzere iki unsuru bulunmaktadır<sup>129</sup>. Şekli

leceği üzere, özel durumların açıklanması yükümlülüğü bağlamında, konu ele alınırken, birlikte hareket etmenin maddi yönünü oluşturan taraflar arasındaki işbirliğinin yöneldiği alan hedef ortaklığın yönetim kontrolünü değiştirmek veya bunu engellemek değil, ilgili ortaklığın sermaye veya yönetim yapısında her türlü değişikliği meydana getirmektir. İşbirliğinin yöneldiği alanın ya da hedefin daha farklı ve geniş olması, hiç şüphesiz işbirliğinin içeriğine dâhil edilebilecek eylemlerin kapsamını ve işbirliğinin geçici veya sürekli olup olmamasını da etkileyecek bir husustur. VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin md. 3/1-a bendinde ise, birlikte hareket eden kişiler, tümüyle piyasa bozucu eylemleri iştirak hâlinde gerçekleştirebilecek kişi gruplarını sayılması suretiyle düzenlenmiştir.

<sup>129</sup> Hoffmann, J.H./von der Crone, H.C.: Das Handeln in gemeinsamer Absprache und die organisierte Gruppe im Offenflegungsrecht, SZW, 8/2011, s. 315. Şekli ve maddi unsur ayrımı yapmaksızın, birlikte hareket etmenin anlaşma (Absprache) ve birlikte-ortaklaşa davranışlarda bulunmak (Zusammenarbeit) olmak üzere iki unsurunun bulunduğu

<sup>126</sup> Bu yönde bkz. ve karşı. Ghetti, s. 598, özellikle dn. 15.

<sup>127</sup> Kolcuoğlu, s. 162.

<sup>128</sup> Örneğin, Birlikte hareket eden kişiler, II-26.1 sayılı Tebliğin md. 4/1-c bendinde, "Hedef ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmek amacıyla teklifte bulunanla ya da bir teklifin başarılı bir şekilde sonuçlandırılmasını engellemek amacıyla hedef ortaklıkla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ya da tüzel kişiler" olarak tanımlanmıştır. Buna karşılık, II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'nde, birlikte hareket eden kişiler, "bir ihracının sermaye yapısında veya yönetim kontrolünde değişiklik oluşturmak amacıyla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ve/veya tüzel kişiler" şeklinde tanımlandığını görüyoruz. Dikkat edi-

unsur, yönetim kontrolünü ele geçirme ya da bunu engelleme hususunda tarafların anlaşmış olmasıdır.<sup>130</sup> Bu anlaşmanın konusu, esas itibarıyla, kontrolün elde edilmesine ve icrasına yönelik faaliyetlerde bulunmaktır.<sup>131</sup> Doktrinde *Paslı* tarafından

ve bunların kümülatif olduğu yönünde bkz. *Koschier*, s. 91, 93. İsviçre Federal Mahkemesi ise, *Quadrant* kararında (BGE 130 II 530, E. 6.4.2.) birlikte hareket etmenin asgari seviyede içsel bir amaç (*eine minimale innere Finalität*) ve dışa dönük organizasyon (*äussere Organisiertheit*) olmak üzere iki unsuru olduğunu belirtmiştir. Doktrinde, mahkemenin bu tasnifinin birlikte hareket etmenin bu husustaki belirsizliği gidermediği belirtilmektedir (*Weber, P./Zimmermann, H.: The Price Effects of the Disclosure of Significant Holdings in Listed Companies: The Case of Groups Acting in Concert*, SZW/RSDA, 3/2012, s. 200-201). İsviçre Federal İdare Mahkemesi (*Bundesverwaltungsgericht*)'nin *Sulzer* kararında (BVG 2010/63, E.9.1) ise, ortak araç ve güç kullanılarak ortak bir hedefe yönelme hususunda örtülü de olsa bir anlaşma yapılmış olması ve grubun gruba dâhil olan kimselerin bireysel çıkarlarının grubun ortak çıkarlarının gerisinde kalmış olması hususlarına vurgu yapılmıştır (kararın değerlendirmesi için bkz. *Hoffmann/von der Crone*, s. 313 vd.). Belirtmek gerekir ki, *Hoffmann/von der Crone*, kararda geçen "ortak hedefe yönelme ve bunun için ortak araç ve güç kullanılmasını" maddî unsur olarak; "örtülü de olsa anlaşmayı" ise, şekli unsur olarak değerlendirmiş ve bu şekilde incelemiştir. Bu hususta bkz *Hoffmann/von der Crone*, s. 315-316-317. Karara konu olan hakkında bilgi için ayrıca bkz. *Weber/Zimmermann*, s. 200, dn. 23).

<sup>130</sup> Doktrinde anlaşma kavramının geniş yorumlanması gerektiği kabul edilmektedir. Buna göre anlaşma sözleşmesel temele dayalı olabileceği gibi, hukuki bağlayıcılık içermeyen centilmenlik anlaşması şeklinde de olabilir. Bu hususta, bkz. *Koschier*, s. 91-92. Öte yandan Türk hukukunda *Türkyılmaz*, birlikte hareket etme için anlaşmanın aranmasının isabetsiz olduğunu, rekabet hukukunda uygulaması olan uyumlu eylemlerin de kapsama dâhil edilmesi gerektiğini ileri sürmektedir (s. 45). Ancak, bu görüşe katılmaya imkân bulunmamaktadır. Zira, birlikte hareket etme için gerekli olan anlaşma unsuru, her türlü anlaşmayı içerecek genişlikte bir kavram olup, bu müessesenin niteliği icabı birlikte hareket edenler arasında yönetim kontrolünün elde edilmesi hususunda bir anlaşmanın var olması gereklidir. Bu bakımdan, *Paslı*'nın birlikte hareket için herhangi bir açık veya zımnî anlaşmaya dayalı olmaksızın beraber hareket etme güdüsü/anlayışının da birlikte hareket anlamına geleceğine ilişkin görüşüne (bkz. *Paslı*, Devralma, s. 466-467) ihtiyatla yaklaşmak gerekir. Bu tür anlayışlar da anlaşma kavramına dâhildir. Tekrar etmek gerekirse, birlikte hareket etme olgusunun unsurlarından biri olan anlaşma, bir tarafın iradesini sınırlandıran her türlü irade uyumasını içeren, geniş bir kümeyi ifade etmektedir. Bu nedenle, anlaşmaya dayalı olmayan ortak hareketler için ayrı bir kategori oluşturmaya gerek bulunmamaktadır.

<sup>131</sup> Bu faaliyetlerin kapsamı, maddî unsurun nasıl düzenlenmiş olduğuna göre değişecektir.

belirtildiği üzere, birlikte hareket kontrolün elde edilmesinde olabileceği gibi, yönetime ilişkin hakların kullanılmasında da olabilir.<sup>132</sup> *Kolcuoğlu* da, yönetim kontrolüne sahip olmak amacıyla payların iktisabı konusunda birlikte hareket ile mevcut ortakların yönetim kontrolüne sahip olmaları konusunda işbirliği yapmaları suretiyle birlikte hareket olmak üzere, birlikte hareket etmenin iki temel konuda ortaya çıkabileceğini belirtmektedir.<sup>133</sup> Avusturya hukukunda *Koschier* ise, birlikte hareket etmenin her iki unsurunun da yöneldiği hedefler olarak bu hususa işaret etmekte ve birlikte hareket etmenin, hedef ortaklıkta kontrolü elde etmeye çalışmak, hedef ortaklıkta kontrolü kullanmaya birlikte çalışmak ve hedef ortaklık ile işbirliği yaparak mevcut bir pay alım teklifinin başarılı olmasını engellemek üzere üç hedefi gerçekleştirmeyi amaçlayabileceğini ileri sürmektedir.<sup>134</sup>

Bu anlaşma herhangi bir şekle tâbi değildir.<sup>135</sup> Hattâ, bu anlaşmanın yazılı, sözlü; açık ya da zımnî olması mümkündür. Anlaşmanın tarafların yönetsel haklarını kullanma konusunda iradelerini sınırlandırmış olması yeterlidir.<sup>136</sup> Taraflar arasında bir anlaşma olmaksızın birlikte hareketten söz edilemez, aksi durumlar yalnızca tesadüfi hareketler olarak değerlendirilebilir.<sup>137</sup> Anlaşmanın taraflarının mevcut pay sahipleri olmasına da gerek yoktur. Müstakbel pay sahipleri arasında da anlaşma yapılmış olabilir.<sup>138</sup>

Taraflar arasında anlaşmanın bulunması zorunluluğu, birlikte hareket etme iradesinin devamlı olmasını gerektirmez.<sup>139</sup> Zira, anlaşma yöne-

<sup>132</sup> *Paslı*, Devralma, s. 467.

<sup>133</sup> *Kolcuoğlu*, s. 164-165.

<sup>134</sup> *Koschier*, s. 95.

<sup>135</sup> *Hoffmann/von der Crone*, s. 316.

<sup>136</sup> *Hoffmann/von der Crone*, s. 316.

<sup>137</sup> *Hoffmann/von der Crone*, s. 317.

<sup>138</sup> *Koschier*, s. 90.

<sup>139</sup> Bu nedenle, birlikte hareket eden kişilerden bahsedebilmek için bu kişiler arasındaki ilişkinin sürekli uyumlu bir davranış içerisinde olmasını gerektirecek bir yapıya sahip olması gerektiğine ilişkin doktrinde ileri sürülen görüşlere katılmıyoruz (Doktrinde bu yöndeki görüşler için bkz. *Okutan Nilsson*, s. 149; *Yeşiltepe*, Çıkarma, s.66). Pay sahiplerinin aynı aday üzerinde mutabık kalmalarının tesadüfi nitelikte olması mümkündür. Bu bakımdan, bu tür ortak hareketlerin tesadüfi nitelik taşıyıp taşımadığının belir-

tim kontrolünün ele geçirilmesini sağlamak amacıyla belirli bir genel kurul toplantısında örneğin yönetim kurulu üyelerini değiştirmek ve başka bir kişinin seçilmesini sağlamak amacıyla yapılmış olabilir. Bu hususta açık bir düzenlemenin yapıldığı hukuk sistemleri de bulunmaktadır. Örneğin, Alman hukukunda *WpÜG* § 30/2'de 2008 yılında yapılan değişiklik ile geçici ya da bir defalık ortak hareketlerin bu kapsama girmeyeceği açık bir biçimde düzenlenmiştir<sup>140</sup>. Buna karşılık, İsviçre hukukunda birlikte hareket edenlerin iradeleri üzerinde taraflar arasında yapılan anlaşmanın bir sonucu olarak sınırlandırma getirilmiş ise, bu irade sınırlaması geçici ya da bir defalık olsa dahi, birlikte hareketin unsurlarının tamamlandığı kabul edilmektedir<sup>141</sup>.

Öte yandan, şekli unsur ile aşağıda detaylarına değinmeye çalışacağımız maddi unsurun birbirinden bağımsız iki ayrı unsur olarak da değerlendirilmem gerekir. Zira, maddi unsur, esas itibarıyla şekli unsur olan anlaşmanın konusunun içeriğini ifade etmektedir. Dolayısıyla, taraflar arasında açık, yazılı bir sözleşmenin bulunmadığı durumlarda maddi unsura dâhil edilecek olguların varlığı, aynı zamanda şekli unsurun da tekemmül

etmiş olduğuna, taraflar arasında zımnî bir anlaşmanın varlığına karine teşkil edecektir. Hatta bunun bir adım daha ötesinde, tarafların bu hususta anlaşmış olmaları, bu anlaşma doğrultusunda icraî hareketlere başlamadıkları sürece pay alım teklifi yükümlülüğü ile ilgili hukukî sonuçları da doğurmayacaktır.

### (bb) Maddî Unsur

#### (aaa) Maddî Unsurun İçeriğine İlişkin Yaklaşımlar

Birlikte hareketin maddî unsurunu, genel hatları ile yukarıda belirtilen anlaşma gereğince yönetim kontrolünün elde edilmesi hususunda icraî hareketlerde bulunulması, ortak anlaşma veya karar doğrultusunda işlemler gerçekleştirilmesi olarak tanımlamak mümkündür<sup>142</sup>.

Bu faaliyetlerin kapsamı ve sınırlarını tayin etmek, yukarıda ifade ettiğimiz gerekçelerle oldukça zor ve tartışmalı bir husustur. Gerçekten de, birlikte hareket eden kişilerin belirlenmesinde hassas bir denge söz konusudur: Bir tarafta, bu hususta çok sıkı şartlar aranırsa birden fazla kişinin birlikte hareket ederek yönetim kontrolünü değiştirmesine rağmen, bu kişilerin, münferit değerlendirildikleri için pay alım teklifi yükümlülüğüne, kamuyu aydınlatma gibi yükümlülüklerine tâbi olmaması tehlikesi doğabilir. Diğer taraftan, bu hususta çok esnek ve geniş bir yorum tarzı benimsenecek olursa, bu defa, yalnızca tesadüfi şekilde bir araya gelen veya yönetimi değiştirme kastı ve amacı olmaksızın mevcut yönetimin işleyişini denetimi ve bazı hususlarda söz sahibi olmak amacıyla birlik oluşturan kişileri veya taraflar arasında-

lenmesinde aradaki ilişkinin süreklilik arz ediyor olmasının da bir ölçüt işlevi gördüğü ilk bakışta söylenebilir. Ancak bu durum, sürekliliğin birlikte hareket etme kavramının kurucu bir unsuru olduğunu göstermez. Bir defalık bir anlaşma ile yönetim kurulunda salt çoğunluğu temsil etme kabiliyetinin elde edilmiş olması da, bu ilişkinin birlikte hareket etme olarak değerlendirilmesi için, bu hususta aksi yönde açık bir düzenleme yapılmış olmadıkça, yeterlidir. Zira, birden fazla kişinin geçici de olsa işbirliği yaparak içlerinden birinin, örneğin yönetim kurulunda salt çoğunluğu elde etmesine imkân sağlaması, bu kişiler arasındaki işbirliği daha sonra devam etmese dahi, yönetim kontrolü üzerinde sürekli ve kalıcı bir etki doğurabilir.

<sup>140</sup> Metnin Almancası şu şekildedir: "Dem Bieter werden auch Stimmrechte eines Dritten aus Aktien der Zielgesellschaft in voller Höhe zugerechnet, mit dem der Bieter oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt; ausgenommen sind Vereinbarungen in Einzelfällen. Ein abgestimmtes Verhalten setzt voraus, dass der Bieter oder sein Tochterunternehmen und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft in sonstiger Weise zusammenwirken. Für die Berechnung des Stimmrechtsanteils des Dritten gilt Absatz 1 entsprechend."

<sup>141</sup> Hoffmann/von der Crone, s. 316.

<sup>142</sup> Hoffmann/von der Crone, s. 315-316. Öte yandan, yönetim kontrolünde değişikliğin oluşmasını engellemek için birlikte hareket etmenin maddî unsurunun kapsamı esasen savunma önlemleri almak için icraî faaliyette bulunmayı içerdiğinden, bu kapsamdaki faaliyetler ile diğer birlikte hareket etme türü olan yönetim kontrolünü ele geçirmek amaçlı birlikte hareket etmenin maddî unsuru arasında önemli farklar bulunmaktadır. Ancak, birlikte hareketin savunma amaçlı olan türüne bağlanan başkaca bir hukukî sonuç olmadığından, bu tür faaliyetlerin sonunda yeni bir yönetim kontrol yapısı oluşmadığı sürece maddî unsurun kapsamını tayin etmenin pratik bir önemi bulunmamaktadır. Dolayısıyla, aşağıda maddî unsur ile ilgili yapacağımız açıklamalar, aksi belirtilmedikçe, yalnızca yönetim kontrolünü elde etmek amaçlı birlikte hareket etme kavramına özgü olacaktır.



ki bağın birbirlerinin iradelerini sınırlandırmayacak ölçüde gevşek bir anlaşmaya dayandığı, hattâ böyle bir anlaşmanın dahi olmadığı, yani tarafların tümüyle ortak ekonomik çıkarları nedeniyle bir arada hareket ediyor gibi görüldüğü durumları da pay alım teklifi yükümlülüğüne tâbi tutmak söz konusu olacaktır.

İşte bu iki menfaatin dengelenmesi büyük ölçüde birlikte hareketin maddî unsurunun sınırlarının çizilmesi ve bu hususta hukukî belirliliğin sağlanması ile mümkün olabilir. Bu konuda hukukî belirlilik, maddî unsura dâhil edilecek olgular ile ilgili sınırlayıcı tarzda düzenleme yapılması ile sağlanabilir. Bu ise, iki şekilde gerçekleştirilebilir. İlk olarak, bazı olgulara ya da ilişki türlerine kesin karine sonucu bağlanabilir. Böylelikle, öngörülen ilişki biçimin mevcut olduğu durumlarda, başkaca bir değerlendirme yapılmaksızın birlikte hareket iradesinin oluştuğu kabul edilir. Konunun önemi gereği, bu düzenleme tarzı ile ilgili açıklamaları aşağıda ayrı bir başlık altında değerlendirmeye çalışacağız. İkinci düzenleme yöntemi ise, maddî unsura dâhil edilebilecek olguları belirlemek, hangi faaliyet ve işlemlerin birlikte hareket etme kapsamında değerlendirileceğini tahdidî veya tadadî bir şekilde öngörmektir.

Bu genel açıklamaların ardından birlikte hareket etmenin maddî unsuru ile ilgili yaklaşımlara geçebiliriz. Bu konuda iki farklı yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan ilki, pay iktisabının maddî unsur olarak kabul edilmesidir. İngiliz hukukunda<sup>143</sup> ve onun etkisindeki AB'nin 2004/25/EC sayılı

Direktifi'nde birlikte hareket etmenin var olabilmesi için pay iktisabının gerçekleşmiş olması gerekmektedir<sup>144</sup>. Pay iktisabının maddî unsur olarak aranmasına bağlanan en önemli sonuç, iktisap olgusu olmaksızın, daha önce kontrol eşliğinin altında pay edinmiş kimselerin daha sonra bir araya gelip, aralarında anlaşma yaparak belirli yönde oy kullanmak suretiyle birlikte kontrol eşliğinin üstünde oy kullanma gücü elde etmelerini birlikte hareket etme kavramı içinde değerlendirilmemesidir. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, maddî unsur olarak pay iktisabının gösterilmiş olması, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde, azlinde oy haklarının birlikte kullanılması gibi olguların bu hususta hiçbir öneminin olmadığı anlamına gelmemektedir. Zira, bu sistemde, söz konusu olgular, birlikte hareket etme iradesinin mevcut olup olmadığını tespit etmek için değerlendirmeye alınmak durumundadır. Başka bir deyişle, bu sistemde birlikte hareket etmenin şekli unsurunun oluşup oluşmadığını değerlendirmek bakımından bu tür olguların mevcut olup olmadığını değerlendirmek gerekmektedir. Böyle bir değerlendirmede, pay iktisabının bu tür işbirliklerinden önce ya da sonra gerçekleşmesinin bir önemi bulunmamaktadır. İki olgu arasında makul bir sürenin bulunmasını yeterli olarak saymak gerekir. İtalyan hukukunda bu hususta açık bir düzenleme olduğunu da belirtelim. Buna göre, tarafların bir araya gelmesinden önceki on iki aylık sürede pay iktisabının bulunması durumunda

*person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases.*

*An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights."*

<sup>143</sup> İngiliz Pay Alım Teklifi Düzenleyici Kurumu (*The Takeover Panel-Panel*) tarafından çıkarılan Pay Alım Teklifi Kanunu (*The Takeover Code- Code*)'nun 9.1 maddesinde bu husus belirtilmiştir. Söz konusu maddenin İngilizce metni şu şekildedir: "Except with the consent of the Panel, when:

- any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or*
- any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested, such*

<sup>144</sup> Nitekim, AB'nin 2005/24/EC Direktifi md. (2)(d) maddesinde yer alan birlikte hareket eden tanımına göre pay iktisabına ek olarak anlaşma temelinde aktif bir işbirliği gerektiği hususunda bkz. ve karşı. *Ghetti*, s. 608. İngiltere dışında Belçika, Kıbrıs Rum Cumhuriyeti, Danimarka, Macaristan, İzlanda, İrlanda, Lüksemburg ve Norveç'te de bu sistemin benimsendiği hususunda bkz. *ESMA Report*, s. 14.

birlikte hareketin maddî unsuru gerçekleşmiş olur. Buna karşılık bir anlaşma yapılmışsa pay iktisabının bu anlaşmadan ne kadar sonra gerçekleştirileceğinin bir önemi bulunmamaktadır<sup>145</sup>.

Diğer yandan, belirtmek gerekir ki, pay iktisabının maddî unsur olarak düzenlenmesi, bu tür aktif işbirliği olmaksızın akrabalık, iş ilişkisi gibi yakınlıkları bulunan kimselerin birlikte hareket eden kategorisine dâhil edilebileceği anlamına gelmemektedir. Başka bir deyişle, aralarında akrabalık ilişkisi olan kimselerden bir kısmının pay iktisabında bulunması, bu kişilerin birlikte hareket ettiği kabul edilerek, oy haklarının toplanmasını ve buna göre pay alım teklifi yükümlülüğü öngörülmesini gerektirmez. Bu kişilerin yönetim kontrolünü elde etmek veya kontrolü kullanmak konusunda aktif bir işbirliği içinde oldukları, geçmişte de yönetim işleyişi ile ilgili hususlarda aynı yönde hareket ettikleri, başka ortaklıklarda da benzer girişimlerde bulunmuş oldukları tespit edildiği takdirde, birlikte hareket etme iradesinin oluştuğu veya zaten mevcut olduğu kanaatine ulaşmak mümkün olabilir. İşbirliğini gösteren faaliyetlerin pay iktisabından önce veya sonra olmasının bir önemi bulunmamaktadır. Pay iktisabından önce oluşmuş (veya mevcut) ise, pay iktisabı ile teklif yükümlülüğü doğar. Aynı şekilde, pay iktisabından makul bir süre içinde bu olguların oluşması hâlinde yine yükümlülüğün pay iktisabı ile doğacağı kabul edilmelidir. Buna karşılık, pay iktisabından en az bir genel kurul toplantısı geçtikten sonra böyle bir işbirliği yapılmaya başlanmış, pay iktisabını takip eden süreçte bu kişilerin birlikte hareket ettiklerine ilişkin somut bir tespit yapılamamış ise, artık birlikte hareket etmeden söz edilemez. Türk hukuku bakımından böyle bir durumda, ancak SPKn. md. 26/3 kapsamında bir değerlendirme yapılması söz konusu olabilir.

Birlikte hareket etme kavramının maddî unsuru ile ilgili ikinci düzenleme yaklaşımı ise, hedef ortaklıkta pay iktisabı dışında veya pay iktisabının yanı sıra birlikte oy kullanmayı veya daha farklı yöntemlerle yönetim kontrolünü sağlayacak şekilde ortaklaşa yönetsel hakları kullanmayı

esas almaktadır<sup>146</sup>. Örneğin, Alman hukukunda, *WpÜG* § 30/2'nin ikinci cümlesinde, birlikte hareket etmenin maddî unsuru, teklif sahibi ile yavru ortaklığının ve üçüncü bir kişinin birlikte oy kullanmaları konusunda anlaşmaları veya hedef ortaklığın işletme politikaları üzerinde sürekli ve önemli değişiklikler yapmak amacıyla diğer yöntemler kullanmaları olarak açıklanmıştır<sup>147</sup>. Üstelik, *WpÜG* § 35 hükmünde pay alım teklifi yükümlülüğünün doğması, pay iktisabından bağımsız olarak yönetim kontrolünün elde edilmesine bağlanmıştır<sup>148</sup>. Başka bir deyişle, bu sistemde birlikte hareket etmenin maddî unsuru, birlikte yönetim kontrolünün elde edilmesi amacıyla pay iktisap edilmesi değil, oy hakkı kullanımı ya da diğer yöntemlerle yönetimde kontrolün sağlanmasıdır. Görüldüğü gibi, bu sistemde, icraî hareketlerin genel kurulda yönetsel hakların kullanılması ile ilgili olmasına da gerek yoktur. Genel kurul dışındaki davranış ve tutumlar da bu konuda belirleyici olabilir<sup>149</sup>.

<sup>146</sup> Almanya, Fransa, Avusturya, Çek Cumhuriyeti, İspanya, İsveç, Yunanistan, Litvanya, Polonya, Portekiz, Romanya, Slovakya, Slovenya ve Finlandiya'da bu sistemin benimsenmiş olduğu hususunda bkz. *ESMA Report*, s. 14.

<sup>147</sup> Metnin Almancası şu şekildedir: "Dem Bieter werden auch Stimmrechte eines Dritten aus Aktien der Zielgesellschaft in voller Höhe zugerechnet, mit dem der Bieter oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt; ausgenommen sind Vereinbarungen in Einzelfällen. Ein abgestimmtes Verhalten setzt voraus, dass der Bieter oder sein Tochterunternehmen und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft in sonstiger Weise zusammenwirken. Für die Berechnung des Stimmrechtsanteils des Dritten gilt Absatz 1 entsprechend."

<sup>148</sup> Metnin Almancası şu şekildedir: "Wer unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, hat dies unter Angabe der Höhe seines Stimmrechtsanteils unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen, gemäß § 10 Abs. 3 Satz 1 und 2 zu veröffentlichen. Die Frist beginnt mit dem Zeitpunkt, zu dem der Bieter Kenntnis davon hat oder nach den Umständen haben musste, dass er die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt hat. In der Veröffentlichung sind die nach § 30 zuzurechnenden Stimmrechte für jeden Zurechnungsbestand getrennt anzugeben. § 10 Abs. 2, 3 Satz 3 und Abs. 4 bis 6 gilt entsprechend."

<sup>149</sup> *WpÜG* § 30/2 hükmü, 12/8/2008 tarihli *Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz)* ile değiştirilmiş ve yürürlükteki hâlini almıştır. Bu değişikliğin gerisinde, özellikle Alman

<sup>145</sup> *ESMA Report*, s. 14.

Benzer şekilde İsviçre hukukunda, *FinfraV-FINMA* md. 12'de birlikte hareket etmenin maddî unsurları arasında bir anlaşma çerçevesinde pay iktisabı, satışı ya da bir sözleşme veya kanun gereği üçüncü kişiler ile birlikte oy haklarının kullanılması sayılmıştır<sup>150</sup>. Dolayısıyla bu sistemde de pay iktisabı dışında, özellikle birlikte oy kullanma yoluyla da birlikte hareketin oluştuğu kabul edilmektedir.

Avusturya hukukunda da *ÜbG* § 1/6 fıkrasında yer alan birlikte hareket etme tanımından hareketle, bu kavramın maddî unsurunun, yönetim kontrolünü elde etmek veya kontrolü kullanmak için birlikte çalışmak olarak ele alındığını söylemek mümkündür<sup>151</sup>.

Menkul Kıymetler Borsası (*Deutsche Börse A.G.-Deutsche Börse*)'nin 2005 yılında Londra Borsası Grup Ortaklığı (*London Stock Exchange Group*) payları için pay alım teklifinde bulunmak amacıyla yaptığı başvuruyu, yine kendi ortaklarının bir kısmının bu işlemin yapılmasına yönelik itirazları nedeniyle geri çekmesi üzerine, Alman Sermaye Piyasası Kurulu (*Bafin*)'nin bu ortakların *Deutsche Börse*'nin yönetiminde belirleyici etkiyi kullanıp kullanmadığı ile ilgili yapmış olduğu değerlendirmenin ve aldığı kararın da etkili olduğu belirtilmektedir. Zira, bu olayda *Bafin* birlikte hareket etme kavramının maddî unsuruna dâhil edilebilecek ortaklaşa fiillerin genel kurulda icra edilebileceğine, genel kurul toplantısı dışında belirli bir kararın alınması hususunda aktif işbirliğine gidilmiş olmasının bu kapsama dâhil edilemeyeceğine karar vermiştir (Bu hususta bilgi için bkz. The Takeover Bids Directive Assessment Report, s. 132-133). Bu düzenlemenin AB 2004/25/EC sayılı Direktifi'nin birlikte hareket tanımına uygun olmadığı, sermayenin serbest dolaşımı ilkesini zedelediği ve belirsizliğe yol açtığı eleştirileri için bkz. *Schmidtbleicher, R.: Das "Neue" Acting in Concert- ein Fall für den EuGH, Institute for Law and Finance, Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt am Main, Working Paper Series No: 74, 1/2008, s. 5 vd.*

<sup>150</sup> Metnin Almancası şu şekildedir: *"In gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelt, wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten mit Dritten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen abstimmt."*

<sup>151</sup> Anılan fıkranın Almanca metni şu şekildedir: *"natürliche oder juristische Personen, die mit dem Bieter auf der Grundlage einer Absprache zusammenarbeiten, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen oder auszuüben, insbesondere durch Koordination der Stimmrechte, oder die aufgrund einer Absprache mit der Zielgesellschaft zusammenarbeiten, um den Erfolg des Übernahmeangebots zu verhindern. Hält ein Rechtsträger eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende Beteiligung (§ 22 Abs. 2 und 3) an einem oder mehreren anderen Rechtsträgern, so wird vermutet, dass alle diese Rechtsträger gemeinsam vorgehen; dasselbe gilt, wenn mehrere Rechtsträger eine Absprache über die*

Bu açıklamanın ardından maddî unsurun içeriği ile ilgili hususlara tekrar dönecek olursak, ilk önce, maddî unsurun kapsamına ilişkin olguların pay iktisabı olması ile bunun dışındaki olguların olması arasındaki en önemli farkın pay iktisabı ile sınırlandırılması durumunda, iktisap olmaksızın bir araya gelen ve birlikte oy kullanan kimselerin birlikte hareket eden sayılmaması olduğunu, yoksa birlikte oy kullanma veya diğer olguların bu durumda da taraflar arasında bir anlaşmanın olup olmadığını belirleme işlevinin sürdüğünü tekrar vurgulamak gerekir. İkinci düzenleniş tarzında ise, bu olgular bizatihi maddî unsurun kendisi olarak dikkate alınacaktır. Öyleyse, bu olguların, yani maddî unsur olarak pay iktisabının öngörüldüğü durumlarda, şekli unsurun oluşup oluşmadığını belirlemeye yarayan; diğer düzenleme yaklaşımında ise maddî unsurun içeriğini belirlememizi sağlayan olguların neler olabileceği üzerinde durmak, bu hususta yapılan düzenlemelerin detaylarını ortaya koymak son derece büyük bir önemi haizdir.

Buraya kadar incelediğimiz kısmı ile birlikte hareket edilip edilmediğinin belirlenmesinde temel ölçüt, iki veya daha fazla tarafın kontrolün ele geçirilmesi hususunda aktif bir işbirliği iradesini taşımaları ve bu işbirliğini gerçekleştirmiş olmalarıdır. Başka bir deyişle, birlikte çalışmak, aktif bir işbirliği içinde olmak gerekmektedir<sup>152</sup>. Bunları, ikiye ayırarak değerlendirmenin uygun olacağı

*Ausübung ihrer Stimmrechte bei der Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats getroffen haben."*

<sup>152</sup> Bu gerekliliğin iki istisnasının olduğu söylenebilir. Yönetim kontrolün pasif bir şekilde el değiştirmesi durumunda, bu değişiklik gerçekleşmeden önce birlikte hareket ettiği iş, akrabalık nedeniyle olması muhtemel kişilerin mevcut yapı nedeniyle zaten bir şey elde edemeyeceklerini düşündükleri için aktif bir işbirliği gerçekleştirmemiş oldukları da dikkate alınarak birlikte hareket ettikleri kabul edilip, pay alım teklifi yükümlülüğü öngörülebilir. İkincisi ise, pay alım teklifi yükümlüsü ile aralarında iş, akrabalık ilişkisi olup da pay alım teklifi fiyatını anlamsız kılmak için borsada hedef ortaklık paylarını almak suretiyle borsa fiyatını yükseltmeye çalışan kişileri de birlikte hareket eden olarak değerlendirmek için, bu kişilerin yönetim kontrolünü elde etmek veya kullanmak için aktif bir işbirliği içinde olup olmadığını ayrıca değerlendirmeye, pay alım teklifi fiyatı düzenlemelerinin amacı da göz önünde bulundurularak, gerek olmadığı söylenebilir. Bu iki istisnai durum dışında birlikte hareket etmenin oluşabilmesi için tarafların aktif bir işbirliği içinde olmaları gerekmektedir.

kanaatindeyiz. İlk olarak, “ *tarafların birlikte hareket ettiğini açık bir biçimde gösteren faaliyet ve davranışlar nelerdir?*”; diğer bir deyişle, “ *Hangi davranışlar bunu ortaya koymamız için yeterli sayılmalıdır?*” sorularına cevap aranmalıdır. İkinci olarak öyle bazı davranışlar ve eylemler olabilir ki, bunlar da taraflar arasında bir işbirliğinin bulunmadığını çok açık bir biçimde ortaya koyabilir. Bu iki durumu bir arada değerlendirerek de bir sonuca ulaşmak mümkün olabilir.

Şöyle ki, öyle somut olaylar yaşanabilir ki, taraflar arasında aktif bir işbirliğini gösteren olgular yoktur; hattâ, bunun tam tersine böyle bir işbirliği iradesinin bulunmadığını gösteren emareler bulunabilir. Bu takdirde, birlikte hareket etmenin koşullarının oluşmadığı sonucuna varmak gerekir. Örneğin iki kardeşin bir ortaklıkta paya sahip olduğunu ve bunların bir arada değerlendirildiğinde %50’den fazla paya sahip olduğunu ve bunlardan birinin cüz’i miktarda pay iktisap ettiğini düşünelim. Ancak yapılan genel kurul toplantısında diğer kardeşin tümüyle başka bir kişinin yönetim kurulunda seçilmesi için oy kullandığını görmüş olalım. Bu durumda, söz konusu iki kişi arasında, yakın akrabalık bağı olmasına rağmen birlikte hareket etmenin maddî ve buna bağlı olarak şekli unsurlarının oluşmadığını söylemek mümkün olacaktır.

Bazen de öyle bir somut olayla karşılaşılabilir ki, aktif işbirliğini gösteren davranış ve eylemlerle birlikte bazı hususlarda da farklı oy kullanımları söz konusu olabilir. Böyle durumlarda farklı yönde oy kullanımı veya farklı yönde yönetsel hakların kullanıldığı durumları değerlendirmek ve hangisinin yönetim kontrolünün kullanılması için daha elzem olduğu ortaya koymak gerekir.

O hâlde, temel soruya tekrar dönebiliriz: “*Tarafların birlikte hareket ettiğini açık bir biçimde gösteren faaliyet ve davranışlar nelerdir?*”, başka bir deyişle, “ *Hangi davranışlar bunu ortaya koymamız için yeterli sayılmalıdır?*” Bu hususta karşılaştırmalı hukukta çeşitli çözümler geliştirilmiştir. Zira, konunun başından itibaren özellikle vurgulamaya çalıştığımız ve gerekçelerine yukarıda değindiğimiz üzere, taraflar arasındaki her uyumlu davranışın bu kapsamda değerlendirilmemesi gerekir. Bu

nedenle, bazı ülkelerde pay alım teklifi yükümlülüğüne yol açan birlikte hareket kavramının kapsamı daraltılmakta veya sınırları belirgin hale getirilmeye çalışılmaktadır. Bunlardan bir kısmı, birlikte oy kullanılan konuları yönetim kurulunu seçimi ile sınırlandırmak yönündedir.

Örneğin, İngiliz hukukunda, 2009 yılında çıkarılan 26 no’lu Uygulama Bildirisi (*The Takeover Panel Practice Statement No.b26*)’nde birlikte hareket yönetim kurulu yapısında kontrolü elde etmeye yöneltilmiştir. Ayrıca, Panel’in pay alım teklifi yükümlülüğünü düzenleyen md. 9’a ilişkin açıklama notunda da bu hususta kapsamlı açıklamalar bulunmaktadır. Buna göre, yönetim kurulu üyelerinden birinin belirlenmesi hususunda aynı yönde oy kullanmış olmak birlikte hareket edildiğini göstermez. İşbirliğinin yönetim kurulu üyelerinin tamamı veya salt çoğunluğunun seçimine yönelik olması gerekir<sup>153</sup>. Panel tarafından çıkarılan Pay Alım Teklifi Kanunu (*The Takeover Code Code*) md. 9.1 hükmüne yönelik açıklama notunda da herhangi bir kararın alınması için aynı yönde oy kullanılmasının bu kapsama girmediği özellikle vurgulanmıştır<sup>154</sup>.

Buna benzer bir yaklaşımı, *European Securities and Markets Authority (ESMA)* tarafından yayımlanan 12/11/2013 tarihli ve *ESMA/2013/1642* sayılı Bilgi Notu’nda da (*Public Statement Information on Shareholder Cooperation and Acting in Concert under the Takeover Bids Directive-Bilgi Notu*) görmek mümkündür<sup>155</sup>. Anılan Bilgi Notu’nda birlikte hareket olarak değerlendirilmesi

<sup>153</sup> Bkz Panel’in F Bölümü’nde yer alan “*The Mandatory Offer and Its Terms*” başlıklı 9 no’lu kuralının altında “*Notes on Rule 9.1 Persons Acting in Concert*” alt başlıklı kısmın içinde bulunan “ (2) no’lu “*Collective shareholder action*” başlığı altındaki açıklamalar, [www.thetakeoverpanel.org.uk/up\\_content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018](http://www.thetakeoverpanel.org.uk/up_content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018) s. F3.

<sup>154</sup> Bkz Panel’in F Bölümü’nde yer alan “*The Mandatory Offer and Its Terms*” başlıklı (9) no’lu kuralının altında “*Notes on Rule 9.1 Persons Acting in Concert*” alt başlıklı kısmın içinde bulunan (2) no’lu “*Collective shareholder action*” başlığı altındaki açıklamalar, [www.thetakeoverpanel.org.uk/up\\_content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018](http://www.thetakeoverpanel.org.uk/up_content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018), s. F2.

<sup>155</sup> Bilgi Notu’nun tam metni için bkz. [http://www.hcmc.gr/aweb/filesEK2015/esma/ESMA%202013\\_1642.pdf](http://www.hcmc.gr/aweb/filesEK2015/esma/ESMA%202013_1642.pdf).

gereken durumlar ortaya konulmuştur. Örneğin, ortakların yönetim kontrolü elde etme amacı taşımaksızın şirketin iyi yönetimini sağlamak amacı ile çeşitli konularda uyumlu hareket edebilecekleri belirtilmiştir. Bu şekildeki işbirliği kapsamında finansal yapılandırma ya da kâr payı politikası gibi ticari konular, yönetim kurulu kompozisyonu ya da yönetici sayısının belirlenmesi ya da sosyal sorumluluğa ilişkin konuların yer alabileceği ifade edilmiştir. Bilgi Notu'nda ayrıca, Ulusal otoritelerin bu tip işbirliği söz konusu olduğunda yönetim kontrolünü ele geçirme kurallarının uygulanmaması gerektiği konusunda fikir birliği içerisinde oldukları belirtilmiş ve üye ülkelerin mevzuatı dikkate alınarak *White List* (Beyaz Liste)'e yer verilmiştir.

İşte, bu Beyaz Liste'de yer alan işbirliği örneklerinin tek başlarına yönetim kontrolünün elde edilmesine yönelik birlikte hareket olarak değerlendirilemeyeceği açık bir biçimde ifade edilmiştir. Buna göre, yönetim kuruluna şirket politikaları ile ilgili öneride bulunmak; yönetim kurulu üyesi ataması hariç olarak genel kurul gündemine madde eklemek; genel kurulu olağanüstü toplantıya çağırarak; malvarlığı alımı veya satımı konusunda karar almak, sermaye azaltımı/artırımı ya da pay geri alımı hakkında karar almak, kâr payı dağıtımı konusunda karar almak, denetçi atamak, özel denetçi atamak, ilişkili taraf işlemi reddetmek, tek başına yönetim kontrolünü elde etmeye yönelik işbirliği kapsamında değerlendirilmemelidir. Bununla birlikte, ulusal otoritelerin her somut olaya göre karar vermesi gerektiği de söz konusu Beyaz Liste'de ayrıca vurgulanmıştır. Diğer bir ifade ile Beyaz Listede yer alan bu örneklerin yanında, birlikte hareketi gösterebilecek başka olgular da varsa, yetkili otorite bunu göz önüne alarak karar vermemelidir. Bu çerçevede ortaklar arası ilişki, birlikte hareketin amaçları, eylemleri ve bu eylemlerin sonuçları göz önünde bulundurulmalıdır.

Avusturya hukukunda da, birlikte hareket etme tanımının düzenlendiği *ÜbG* § 1/6 fıkrasının son cümlesinde yönetim kurulu seçiminde birlikte/aynı yönde oy kullanmak birlikte hareket etme iradesinin oluştuğu yönünde emare olarak kabul

edilmiştir<sup>156</sup>. Buna karşılık, Alman ve İsviçre hukuku ile Fransız hukukunda böyle bir sınırlama yapılmamış, birlikte hareket hareket etmenin maddi unsurları arasında gösterilmiştir<sup>157</sup>.

(bbb) *Türk Hukukunda Benimsenen Maddi Unsurun İçeriğine İlişkin Yaklaşım*

II-26.1 sayılı Tebliğde ise, birlikte hareket etmenin maddi unsuru “*pay iktisabı*” olarak düzenlenmiştir. Bu bakımdan, II-26.1 sayılı Tebliğ'in md. 4/c'de yer alan birlikte hareket etme kavramına ilişkin tanımın, AB'nin 2004/25/EC sayılı Direktifinden alınmış olduğunu ve bu yönüyle, pay alım teklifine ilişkin düzenlemeler bağlamında, esas itibarıyla, İngiliz hukuku kökenli yaklaşımın tercih edildiğini söyleyebiliriz. Gerçekten de, birlikte hareket II-26.1 sayılı Tebliğ'in md. 4/c'de tanımlanmış, Tebliğ'in md. 5, 11 ve 12'de herhangi bir kişi veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından, yönetim kontrolünü sağlayan payların veya oy haklarının iktisabı halinde pay alım teklifi zorunluluğunun doğacağı hükme bağlanmış ve Tebliğ'in diğer hükümlerinde de birlikte hareket pay iktisabı ile ilişkilendirilmiştir. Başka bir deyişle, Tebliğ uyarınca birlikte hareket etmenin var olabilmesi için bir ya da birden fazla kişinin öncelikle kontrol eşliğinin altında pay iktisabı gerçekleştirilmesi zorunludur. Dolayısıyla, iş, akrabalık vb. ilişkileri nedeniyle birlikte hareket ettiği kabul edilebilecek kişilerin ayrı ayrı değerlendirildiğinde kontrol eşliğinin altında olup da birlikte değerlendirildiğinde bu eşğin üstüne çıkan pay iktisapları olduğunda bu kişilerin birlikte hareket ettiği kabul edilebilir.

II-26.1 sayılı Tebliğ'de ise, Alman hukukunda *WpÜG* § 30/2 ya da İngiliz hukukunda Panel'in yapmış olduğu gibi bir sınırlama ya da belirleme bulunmamaktadır. Bununla birlikte, anılan ülkelerin benimsediği yaklaşımlar ile geçmiş uygulamalardan hareketle, yönetim kurulu seçiminde işbirliği yapılmış olması, bu hususta vekalet

<sup>156</sup> Anılan cümlenin Almanca metni için bkz. yukarıda dn. 151.

<sup>157</sup> *Ghetti*, Fransız Ticaret Kanunu (*Code de Commerce*) Art. L. 233-10 (I) hükmünde konunun bu şekilde düzenlendiğini belirtmekte ve söz konusu maddenin İngilizce çevirisini de vermektedir (s. 615).

toplanması ya da oy anlaşması yapılması, pay sahipleri arasında ortak karar alınması ya da özellikle yönetim kontrolü gücünün kullanımı ile ilgili konularda işbirliği yapılmasına yönelik esas sözleşme hükümlerinin veya pay sahipliği anlaşmalarının varlığının birlikte hareket iradesini ortaya koyan olgular olarak kabul edilmesinin yerinde olacaktır. Bu kapsamda örneğin, yönetim kurulu üyelerini birlikte belirleme konusunda taraflar arasında bir anlaşma ya da pay sahipliği sözleşmesinin bulunmaması veya kontrol gücünün birlikte kullanıldığını gösteren genel kurul toplantı tutanaklarındaki açıklama, sürekli aynı kişiye vekalet verilmesi, aynı aileye mensup olunması, aralarında iş ortaklığı ya da başka bir sosyal birlikteliğin olması gibi olgulardan hareketle böyle bir tespit yapılabilir. Yine yapılacak değerlendirmede; hangi tür karar ve işlemlerde aynı görüşte olunduğu, aynı yönde oy kullanılan kararların ortaklığın yönetimine etkisi, bu tarz işlemlerin hangi sıklıkta yapıldığı hususlarının da, ortaklıkların yapısı, faaliyet alanı ve benzeri durumlar da göz önünde bulundurulurken değerlendirilmesi gerekir. Benzer şekilde, birlikte hareket eden kişilerden yalnızca birinin pay iktisap etmesi ve zaten hedef ortaklıkta mevcut pay sahibi bir ya da birkaç kişi ile birlikte hareket iradesi oluşturması durumunda ya da kontrolü elinde bulunduran bir kişiden %50'nin altında bir pay iktisap ettiği halde bu kişi ile yapacağı anlaşma ile yönetim kontrolünün tümüyle kendisi tarafından kullanılacağı yönünde irade birliği oluşturmaları durumlarında da birlikte hareket etme iradesinin varlığı nedeniyle SPKn md. 26/1 ve II-26.1 sayılı Tebliğ md. 11/1 hükümleri çerçevesinde pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu kabul edilebilir. Aynı şekilde, birden fazla kişinin özellikle yönetimde temsil gücü elde etmek amacıyla aralarından bir veya birkaç kişinin yönetim kuruluna seçimi konusunda karşılıklı oy vermeleri birlikte hareket etmenin maddî unsuru olarak değil, şekli unsuru olan anlaşmanın varlığını gösteren deliller olarak dikkate alınabilir.

Diğer yandan, ESMA tarafından yayımlanan Beyaz listede yer alan ve tek başına birlikte hareketi göstermeyeceği belirlenen işbirliği örneklerinden olan yönetim kuruluna ortaklık politikala-

rı ile ilgili öneride bulunmak; yönetim kurulu üyesi seçiminde aday göstermekle ilgili olmamak kaydıyla genel kurul gündemine madde eklemek gibi hususların da maddî unsurun varlığı olarak değil de şekli unsurun oluştuğuna karine olarak dikkate alınmasının yararlı olacağı düşünülmektedir.

#### **(cc) Birlikte Hareket Etme Karinesi**

Birlikte hareket etme kavramı ile ilgili belirliliği sağlamak amacıyla bazı ilişkilerin varlığı birlikte hareket etme iradesinin oluşması bakımından kesin karine olarak düzenlenmiştir. Kesin karinenin olumlu ve olumsuz olmak üzere iki işlevi olduğu söylenebilir. Olumlu işlev, kesin karine olarak öngörülen olguya birlikte hareket etmenin tüm hukukî sonuçlarının bağlanmasıdır. Buna göre, kesin karine olarak öngörülen olgunun varlığı hâlinde başkaca bir değerlendirme yapılmasına ve bu kişiler arasında birlikte hareket etmenin şekli ve maddî unsurlarının oluşup oluşmadığının ayrıca değerlendirilmesine bakılmaksızın birlikte hareket etmenin oluştuğu kabul edilir. Olumsuz işlev ise, kesin karine olarak öngörülme yakınlik veya bağlantıların birlikte hareket etme iradesinin varlığı için yeterli görülmemesi; böyle bir değerlendirmenin ancak somut olayda birlikte hareket etmenin, şekli ve maddî unsurların gerçekleşip gerçekleşmediğinin tespit edilmesine bağlı olmasıdır.

Kesin karine olarak taraflar arasındaki yakınlik ve bağlantının ekonomik ve hukukî bağlılığın çok güçlü olduğu ve objektif olarak değerlendirildiğinde başka bir ihtimalin söz konusu olamayacağı ilişki ve bağlantılar kabul edilebilir. Karşılaştırmalı hukuk incelendiğinde kesin karineyi düzenleyen ülkelerde genellikle taraflar arasında hâkim-bağlı ortaklık ilişkisinin varlığı bu kapsamda değerlendirilmektedir. Örneğin Alman hukukunda *WpÜG* § 30/1 fıkrasının (1) no'lu bendinde teklif sahibinin yavru ortaklığı birlikte hareket eden olarak kabul edilmiştir<sup>158</sup>. Aynı fıkranın (2) no'lu bendinde ise, üçüncü kişinin teklif sahibi

<sup>158</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "Stimmrechten des Bieters stehen Stimmrechte aus Aktien der Zielgesellschaft gleich,  
1. die einem Tochterunternehmen des Bieters gehören,"

hesabına oy hakkını kullanması bu çerçevede ele alınmıştır<sup>159</sup>.

AB'nin 2004/25/EC sayılı Direktifi'nin 2/2 fıkrasında, kontrol edilen işletme ile onu kontrol eden arasında birlikte hareket etme iradesinin varlığı aksi çürütülemez bir karine olarak öngörülmüştür. Birlikte hareket etme karinesinin varlığı için gerekli olan kontrol ilişkisinin niteliği konusunda aynı maddede AB'nin 2001/34/EC Direktifi'nin 87/1 fıkrasına atıf yapılmıştır<sup>160</sup>. Atıf yapılan Direktif maddesinde kontrol, geniş kapsamlı ve maddi anlamıyla düzenlenmiştir. Dolayısıyla, bir kişi ile onun iştirakinin birlikte hareket etme karinesine dâhil olması için bu kişi ile iştiraki arasındaki kontrolün varlığı şekli anlamda yönetim kontrolü değil; maddi anlamda yönetim kontrolü kavramının ölçütlerine göre belirlenir<sup>161</sup>.

Karşılaştırmalı hukukta aksi ispatlanabilir bir karine olarak öngörülen diğer durum ise, hedef ortaklıkta pay sahibi olan ortaklığın yanı sıra bu ortaklığın yönetim kurulu üyelerinin de hedef ortaklıkta pay sahibi olmasıdır. Örneğin İngiliz hukukunda Panel'in Açıklayıcı Notu 9.3'te bu durum ele alınmış ve ortaklığın yönetim kurulu üyelerinin de bu ortaklık ile birlikte hareket eden olarak kabul edilebileceği belirtilmiştir<sup>162</sup>.

İtalyan hukukunda ise, bu hususta üç farklı karine öngörülmüştür. Buna göre, ilk olarak ortaklığın yavru ortaklığı ile arasında birlikte hareket

etme iradesinin olduğu kesin karine olarak kabul edilmiştir (Art. 101-II.4.II *Consolidated Law on Finance- TUF*)<sup>163</sup>. İkinci olarak borsa düzenlemelelerinde eş, yakın akraba ve finansal danışmanı olmak aksi kanıtlanabilir nitelikte birlikte hareket etme karinesi olarak düzenlenmiştir (Art.44-IV *Italian Stock Exchange Regulations-Issuer's Regulation*)<sup>164</sup>. Üçüncü olarak, karşıt karine öngörmek suretiyle düzenleme yapılmıştır. Böylelikle, karşılaştırmalı hukukta başka bir örneği olmayan bir biçimde, birlikte hareket etme kapsamına dâhil edilemeyecek olgu ve durumlar kesin karine olarak hükme bağlanmıştır. Bu düzenlemenin bir kısmı İtalyan Medeni Kanunu'nda, bir kısmı ise *TUF*'ta yer almaktadır<sup>165</sup>.

AB'nin 2004/25/EC sayılı Direktifi'nin md. 2/2'ye paralel bir şekilde konuyu ele alan II-26.1 sayılı Tebliğ'in "Yönetim kontrolü" başlıklı md. 12/3 hükmünde birlikte hareket karinesini öngören bir düzenleme yer almaktadır.

Söz konusu hükmün (a) bendi uyarınca, halka açık ortaklığın gerçek ve/veya tüzel kişi ortaklarının, yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar; (b) bendi uyarınca ise, halka açık ortaklığın tüzel kişi ortaklarının, yönetim kontrolünü elinde bulunduran gerçek ve/veya tüzel kişiler ile bu kişilerin yönetim kontrolüne sahip olduğu ortaklıklar "birlikte hareket eden" olarak kabul edilmektedir. Anılan hüküm uyarınca, bir gerçek kişinin halka açık bir ortaklıkta yönetim kontrolüne sahip olup olmadığının tespitinde, bu kişinin oy oranları ile bu kişinin yönetim hâkimiyetine sahip olduğu tüzel kişi ortağın oy oranlarının birlikte değerlendirilmesi söz konusudur. Bu durumu bir örnekle açıklamak gerekirse, hedef ortaklıkta %20

<sup>159</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "Stimmrechten des Bieters stehen Stimmrechte aus Aktien der Zielgesellschaft gleich, 2. die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Bieters gehalten werden,".

<sup>160</sup> Ghetti, s. 609, dn. 70.

<sup>161</sup> Bununla birlikte, bazı AB üyesi ülkelerde örneğin Güney Kıbrıs Rum Cumhuriyeti'nde teklif sahibinin %20 ve üzerinde paya sahip olduğu ortaklıklar ile kendisi arasında birlikte hareket etme karinesi öngörülmüştür (Bu hususta bkz. The Takeover Bids Directive Assessment Report, s. 134).

<sup>162</sup> Bkz Panel'in F Bölümü'nde yer alan "The Mandatory Offer and Its Terms" başlıklı (9) no'lu kuralının altında "Notes on Rule 9.1 Persons Acting in Concert" alt başlıklı kısmın içinde bulunan (3) no'lu "Directors of a company" başlığı altındaki açıklamalar, [www.thetakeoverpanel.org.uk/up\\_content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018](http://www.thetakeoverpanel.org.uk/up_content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018) s. F4. Ancak bu ortaklıkla ilişkili olan ortaklığın yönetim kurulu üyeleri bu kapsamda değildir.

<sup>163</sup> Ghetti, s. 619.

<sup>164</sup> Ghetti, s. 619.

<sup>165</sup> Buna göre, şu dört durum birlikte hareket etme kavramından istisnâ tutulmuştur. İlk durum, genel kurul toplantıya davet etmek, genel kurul toplantılarında muhalif yönde oy kullanmak, yönetim kurulu üyeleri aleyhinde sorumluluk davası açmak vb. azınlık haklarının kullanılmasıdır. İkinci durum, yönetim kurulu üyesi veya denetçi seçiminde azlığın göstereceği aday konusunda uzlaşmak; üçüncüsü yöneticilerin ücretlendirmesi hususunda genel kurulda yapılan oylamada olumsuz oy kullanmak; dördüncüsü ise, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna ilişkin genel kurul kararında birlikte hareket etmek ve aynı yönde oy kullanmaktır. Bu hususta bkz. Ghetti, s. 619-620.

oy hakkı sahibi olan A ile, A kişinin %60 payına sahip olmak suretiyle hâkim olduğu B tüzel kişisinin de hedef ortaklıkta %40 oy hakkı sahibi olması durumunda, Tebliğ md. 12/3-a hükmü gereğince, A (%20) ile B (%40) birlikte hareket eden kişiler olarak hedef ortaklığın oy haklarının %60'ına sahip olarak yönetim kontrolünü elde etmiş olacaklardır.

**(çç) Birlikte Hareket Etme Kavramının Benzer Kavramlarla İlişkisi**

**(aaa) Ortak Kontrol ile Birlikte Hareket Etme Arasındaki İlişki**

Ortak kontrol ile birlikte hareket arasında yakın bir ilişki olduğuna şüphe yoktur. Ancak, bu iki kavram arasında birinin diğerinin üst kavram olması veya birinin diğerini içermesi gibi bir durum söz konusu değildir. Diğer bir deyişle, ortak kontrolün olduğu her durumda birlikte hareket etme kavramının unsurlarının oluştuğunu söyleyemeyiz. Birlikte hareket etme kavramının maddî unsurları arasında pay iktisabının bulunduğu düzenlemelerde, pay iktisabı söz konusu olmaksızın bir ortaklığın yönetiminde ortaklaşa hareket etme iradesi, ortak kontrol sayılırken, birlikte hareket etmeye bağlanan özellikle pay alım teklifi yükümlülüğü ile ilgili düzenlemeler uygulama alanı bulamayacaktır.

Aynı şekilde, birlikte hareket etme kavramının geçici ilişkilere cevaz verdiği düzenleme anlayışında, yine ortak kontrolde olduğunun aksine ortaklığı bir arada yönetme iradesinin en azından sürekli olması unsurunun aranmadığını da buna ekleyebiliriz. Başka bir deyişle, birlikte hareket etme iradesinin belirlenmesinde Alman hukukunda olduğu gibi birlikteliğin geçici ve arazi olmaması gerektiğine ilişkin açık bir düzenleme bulunmayan hukuk sistemlerinde birlikte hareket etme yönetim kontrolünün elde edilmesi için yapılan her türlü işbirliğini ifade eder. Bu işbirliğinin ortak yönetimde olduğu gibi yönetimin paylaşılması boyutunda olmasına gerek bulunmamaktadır.

**(bbb) Birlikte Hareket Etme Kavramı ile Kontrol Eşiğinin Pay Sahipleri Arasındaki Anlaşmalar ile Aşılması Kavramının Birbiriyle İlişkisi**

Yukarıda da belirtildiği üzere SPKn md. 26/3'te yönetim kontrolünün elde edilmesinin "pay iktisabı" dışında pay alım teklifi yükümlülüğüne

yol açtığı tek istisnâî hal düzenlenmiş ve "ortaklığın pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olmasa bile, Kurulca önemli nitelikte işlemler bakımından belirlenmesi öngörülen usul ve esaslara uyulmadan, bazı ortakların kendi aralarında yapacakları özel anlaşmalarla yönetim kontrolünü ele geçirmeleri" halinde bu anlaşmanın genel kurula sunulması ve anlaşmaya muhalif kalan pay sahiplerine ayrılma hakkı tanınması esası benimsenmiştir. Bu suretle, anılan maddede bu gereklerin yerine getirilmemesi durumuna özgü olarak pay alım teklifi yükümlülüğü öngörülmüştür. II-26.1 sayılı Tebliğ md. 11/2'de ise, bu anlaşmanın yazılı olması koşulu getirilmiştir. Dolayısıyla, birlikte hareket etme bakımından yazılı ya da sözlü herhangi bir anlaşmanın varlığı yeterli iken, burada anlaşmanın yazılı olarak yapılmış olmasının aranması iki müessese arasında bir farklılık olduğunu ortaya koymaktadır. Hemen belirtmek gerekir ki, iki müessese arasındaki en önemli fark, SPKn md. 26/3'te düzenlenen anlaşmanın maddî unsuru arasında pay iktisabını bulunmasına yer verilmemiş olmasıdır. Dolayısıyla, pay sahiplerinin kendi aralarında yaptıkları yönetim anlaşması çerçevesinde örneğin bir ortaklıkta sermayenin %10 ve %25'ine sahip olan iki pay sahibi pay sahipliği sözleşmesi ile işbirliğine gidip, birinin %5, diğerinin %10 pay iktisap ederek, o ortaklığın oy haklarının %50'sinden fazlasına sahip olmaları durumunda, pay iktisabı gerçekleştiğinden SPKn. md. 26/3 değil, aynı maddenin birinci fıkrası hükmü uygulama alanı bulacaktır.

Bir anlaşmanın birlikte hareket etme olarak değerlendirilmesi ile SPKn md. 26/3 kapsamında değerlendirilmesi arasında son derece önemli farklar bulunmaktadır. Zira, birlikte hareket etmenin söz konusu olduğu durumda SPKn md. 26/1 kapsamında bir pay alım teklifi söz konusu olup, pay alım teklifi fiyatının muafiyet hallerinin varlığına kadar pek çok müessesenin uygulanması bu maddeye göre belirlenecektir.

Buna karşılık, SPKn. md. 26/3 kapsamında pay alım teklifi yükümlülüğünün doğması için ise, pay iktisabı olmaksızın yalnızca birden fazla kişinin %50'nin üzerinde bir oy gücünü oluşturacak şekilde yazılı bir anlaşma yapmış olmaları ve bu anlaşmayı genel kurul onayına sunmamış olmaları gerekmektedir. SPKn. md. 26/3 uyarınca pay alım teklifinin doğduğu durumlarda pay iktisabı gerçek-



leşmediğinden pay alım teklifi fiyatı da ancak II-26.1 sayılı Tebliğ md. 15/4 uyarınca belirlenebilecektir. Aynı şekilde, yazılı anlaşmanın genel kurul onayına sunulmamasına md. 26/3'te mutlak bir biçimde pay alım teklifi yükümlülüğü sonucu bağlanmış olduğundan, böyle bir anlaşmanın muafiyet halleri arasında değerlendirilmesi de söz konusu olmayacaktır.

*(ccc) Birlikte Hareket Etme ile Kontrolün Paylaşılması Arasındaki İlişki*

Yönetim kontrolünün paylaşılması, II-26.1 sayılı Tebliğ'in md. 14/1-d bendinde özel olarak düzenlenmiş olup, son derece sınırlı bir durumu kapsamaktadır. Yönetim kontrolünün paylaşılması, daima daha önce yönetim kontrolünü tek başına elinde bulunduran bir kişinin varlığını gerekli kılar. İkinci olarak bir başka kişi veya kişiler ile bu kişi arasında bir pay devri gerçekleşmeli, yani kontrolü elinde bulunduran kişi, mevcut paylarının bir kısmını (devre konu payların toplam oy haklarının %50'sini geçmemesi kaydıyla) bu kimselere devretmektedir. Üçüncü olarak pay devrini gerçekleştiren taraflar arasında yazılı bir sözleşme ile yönetim kontrolünün bu kişiler arasında paylaşılması gerekir.

Buna karşılık, birlikte hareket eden kavramının kapsamına dâhil olan kişiler arasında bir pay devri yapılması zorunluluğu bulunmadığı gibi, yönetim kontrolünün daha sonra paylaşılması hususunda bir anlaşmanın yapılmasına da gerek bulunmamaktadır.

**b. Kontrol Eşiğinin Dolaylı Olarak Aşılması- Dolaylı Kontrol**

**i. Kavram ve Görünüm Biçimleri**

Dolaylı kontrol ya da daha doğru bir deyişle yönetim kontrolünün dolaylı olarak elde edilmesi, kontrolü sağlayan hukukî araçlardan yararlanma biçimi ile ilgili bir tasnife dayanmaktadır. Bu kontrol türünü, bir kimsenin hedef ortaklıktaki yönetim kontrolünü sağlayan hukukî araçlara bizzat kendisi tarafından değil de kendisinin kontrolündeki bir tüzel kişi aracılığıyla sahip olunması şeklinde tanımlayabiliriz.

Dolaylı kontrolde her zaman bir ortaklıkta yönetim kontrolüne nihaî olarak sahip olan bir kişi ile aynı ortaklıkta nihaî kontrole sahip olan kişi ile aralarındaki ikinci bir kontrol ilişkisi nedeniyle

görünürde sahip olan bir başka kişi daha bulunmaktadır. Nihaî kontrol, başka bir tüzel kişinin hedef ortaklıktaki yönetim kontrolünü elinde bulundurması veya elde etmesi ile gerçekleşir. Nihaî kontrol sahibinin ortaklıktaki yönetim kontrolünü elde etmesini veya kontrol eden ile kontrol edilen arasındaki bağlantıyı sağlayan kişinin bir tüzel kişi olması gerektiğini ayıca belirtelim.

Dolaylı kontrol ilişkisinin esas itibarıyla iki şekilde gerçekleşmesinin mümkün olduğu kabul edilmektedir<sup>166</sup>. İlk olarak, hedef ortaklığı kontrol eden tüzel kişinin yönetim kontrolünün elde edilmesi suretiyle hedef ortaklıkta yönetim kontrolünün sağlanması söz konusu olabilir. İkinci olarak, hedef ortaklıktaki yönetim kontrolünün nihaî kontrol sahibinin iştiraki veya yavru ortaklığı aracılığıyla elde edilmesi suretiyle hedef ortaklıkta yönetim kontrolü sağlanabilir.

**ii. Düzenlenişi**

**(aa) Düzenleme Anlayışları**

Dolaylı pay sahipliği yoluyla yönetimde kontrol değişikliğinin pay alım teklifi zorunluluğuna yol açması iki bakımdan pay alım teklifi düzenlemelerine konu edilebilir. İlk olarak, hedef ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan payları devralan başka bir ortaklığın kendisine mi, yoksa bu ortaklığın, varsa kontrolünü elinde bulunduran kişiye mi pay alım teklifi zorunluluğu öngörülmesi ile ilgili düzenleme yapılabilir. Nitekim, Alman hukukunda *WpÜG* § 30/1-1'de bu durum ele alınmakta ve hâkim ortaklığın bir iştirakinin hedef ortaklıkta yönetim kontrolünü elde etmesi durumunda iştirakin değil, hâkim ortaklığın pay alım teklifi yükümlüsü olacağı öngörülmektedir. SPKn ve II-26.1 sayılı Tebliğde bu yönde bir düzenleme olmamakla birlikte, Sermaye Piyasası Kurulu uygulamasında benzer bir yorum yapıldığı görülmektedir<sup>167</sup>.

İkinci olarak, bir ortaklıktaki yönetim kontrol değişikliğinin bizzat o ortaklık paylarının iktisabı ile değil de, söz konusu ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran bir başka ortaklığın

<sup>166</sup> *Cahn*, s. 9.

<sup>167</sup> 2007/15 sayılı HB'de yayımlanan Gem Global Equities S.A-Deva Holding A.Ş.-Eastpharma S.a.r.l ile 2013/37 sayılı HB'de yayımlanan Latek A.Ş. olaylarında, pay alım teklifi yükümlülüğü, iştirake değil, bu iştirakin hakim ortağı konumundaki şirkete getirilmiştir.

paylarını iktisap ederek veya söz konusu ortaklıkta kendisi değil de yavru ortaklığının pay iktisap etmesini sağlayarak o ortaklığın yönetim kontrolünün ele geçirilmesi durumunda da pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün doğması ve yine bu gibi durumlarda ana ortaklık ile yavru ortaklık arasındaki ilişkinin ekonomik büyüklüğü ve önemine göre muafiyet tanınması bakımından, konunun düzenlendiği söylenebilir.

Öte yandan, karşılaştırmalı hukukta, yönetim kontrolünün dolaylı olarak el değiştirmesi ile ilgili düzenlemelere baktığımızda, bu konuda en detaylı hükümlerin Avusturya hukukunda olduğunu görüyoruz. Avusturya hukukunda *ÜbG* § 22/3'te<sup>168</sup> iki bent halinde dolaylı kontrol ilişkisinin nasıl vuku bulacağı ele alınmıştır. Nihai kontrol sahibi ile hedef ortaklık arasındaki bağlantıyı sağlayan tüzel kişinin payları borsada işlem gören bir ortaklık olup olmamasına göre ikili bir ayırım yapılmış ve bunlara farklı sonuçlar bağlanmıştır<sup>169</sup>.

İsviçre hukukunda ise, *FinfraV-FINMA*'nın md. 11'de<sup>170</sup> dolaylı kontrol değişikliği şu üç durumda öngörülmüştür: İlk olarak kendi namına başkası hesabına işlem yapan kişi kullanılmak suretiyle hesabına işlem yapılan kimsenin hedef ortaklıkta dolaylı kontrolü söz konusu olabilir. İkinci durum, hâkim ortaklığın doğrudan veya

dolaylı olarak paylarının iktisap edilmesi suretiyle hâkim ortaklığın yönetim kontrolüne sahip olduğu hedef ortaklığın yönetim kontrolünün dolaylı olarak ele geçirilmesi gerçekleştirilmektedir. Üçüncü durum ise, hedef ortaklıktaki pay iktisabının nihai kontrolü elde eden kimsenin kendisi değil, hâkimi olduğu tüzel kişi tarafından gerçekleştirilmesi söz konusu olmaktadır.

Buna karşılık Alman hukukunda, dolaylı kontrol ilişkisinin hangi durumlarda söz konusu olacağı ile ilgili açık bir hüküm bulunmamaktadır. Yalnızca *WpÜG* § 30/1'de yavru ortaklığın hedef ortaklıktaki payının da hâkim ortaklığın hedef ortaklıktaki payı ile birlikte hesaplanacağı hükme bağlanmıştır.

İngiliz hukukunda ise, *Panel* tarafından dolaylı kontrol zincir ilkesi (*chain principle*) adı altında düzenlenmiştir<sup>171</sup>. Buna göre dolaylı kontrolün pay alım teklifi yükümlülüğüne yol açması için iki şart öngörülmüştür. İlk şart, ikinci ortaklıktaki pay sahipliğinin birinci ortaklık (ara kademedeki ortaklık) bakımından önemli olmasıdır (önemlilik ölçütü). İkincisi ise, nihai amaç ölçütü olarak da adlandırılabilir. Buna göre, birinci ortaklığın ele geçirilmesinin en önemli amacının ikinci ortaklığın (hedef ortaklık) yönetim kontrolünün elde edilmesi olması gerekir<sup>172</sup>.

### (bb) Türk Hukukunda Dolaylı Kontrol

SPKn md. 26/2'de "Ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması ... yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir." hükmü yer almaktadır. Görüldüğü gibi, pay iktisabının doğrudan veya dolaylı olmasına aynı sonuç bağlanmıştır: Pay alım teklifi yükümlülüğünün doğması. Ancak hangi hallerin pay iktisabının dolaylı yoldan yapılması olarak kabul edildiğine ilişkin ayrı bir belirleme veya tanıma yer verilmemiştir.

<sup>168</sup> Anılan maddenin Almanca metni şu şekildedir: "Eine mittelbare kontrollierende Beteiligung liegt vor, wenn eine Beteiligung an einer Zielgesellschaft gemäß Abs. 2

1. durch eine börsennotierte Aktiengesellschaft im Sinn des § 2 gehalten wird, an der ebenfalls eine Beteiligung im Sinn von Abs. 2 besteht;
2. durch eine nicht im Sinn des § 2 börsennotierte Aktiengesellschaft oder durch einen Rechtsträger anderer Rechtsform gehalten wird und es Anteilsrechte oder sonstige Rechte ermöglichen, einen beherrschenden Einfluss auf diesen Rechtsträger auszuüben."

<sup>169</sup> Bu hususta geniş bilgi için bkz. *Koschier*, s. 62 vd.

<sup>170</sup> Anılan maddenin Almanca metni şu şekildedir: "Als indirekter Erwerb oder indirekte Veräußerung einer Beteiligung gelten namentlich:

- a. der Erwerb und die Veräußerung über eine rechtlich im eigenen Namen auftretende Drittperson, die auf Rechnung der wirtschaftlich berechtigten Person handelt;
- b. der Erwerb und die Veräußerung durch direkt oder indirekt beherrschte juristische Personen;
- c. der Erwerb und die Veräußerung einer Beteiligung, die direkt oder indirekt die Beherrschung einer juristischen Person vermittelt, die ihrerseits direkt oder indirekt Beteiligungspapiere hält."

<sup>171</sup> Bkz *Panel*'in F Bölümü'nde yer alan "The Mandatory Offer and Its Terms" başlıklı 9 no'lu kuralının altında "Notes on Rule 9.1 Other General Interpretations" alt başlıklı kısmın içinde bulunan " (8) no'lu "The chain principles" başlığı altındaki açıklamalar, [www.thetakeoverpanel.org.uk/up\\_content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018](http://www.thetakeoverpanel.org.uk/up_content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018) s. F8.

<sup>172</sup> Bu hususta ayrıca bkz. *Manavgat*, Aleni, s. 124.

II-26.1 sayılı Tebliğ'de yer alan konuya ilişkin hükümler (md. 11/1, 12/1, 15/2 ve 18/1-c), dolaylı kontrol değişikliğine pay alım teklifi yükümlülüğü sonucunun bağlanması, bu durumda pay alım teklifi fiyatının nasıl belirleneceğine ve dolaylı kontrol ilişkilerine özgü muafiyet hâllerinin öngörülmesine ilişkin hususlar hakkındadır. Bu çerçevede, dolaylı yoldan yönetim kontrolünün değişiminde, hedef ortaklığın yönetim kontrolüne sahip hâkim tüzel kişiliğin (ana ortaklık) (ve varsa hâkim tüzel kişiliğin yönetim kontrolüne sahip diğer tüzel kişilerin) yönetim kontrolünün değişip değişmediği hususunun dikkate alındığı, değişmesi halinde durumun dolaylı yoldan yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak değerlendirildiği görülmektedir.

Bunların dışında, dolaylı kontrolde yönetim kontrolü eşinin aşıp aşılmadığının ne şekilde hesaplanacağına, bu kapsamda örneğin; hedef ortaklıkta pay sahibi olan ana ortaklığa hâkim olan kişinin, hedef ortaklık bizzat pay sahibi olması halinde, ana ortaklık vasıtası ile sahip olduğu payların ne şekilde hesaplanacağına, diğer bir ifade ile hedef ortaklıktaki yönetsel hakların tespiti yöntemine ilişkin açık bir düzenleme bulunmamaktadır.

### iii. Dolaylı Kontrol İlişkisinin Tarafları

#### (aa) Genel Olarak

Yukarıda da belirtildiği üzere, dolaylı kontrolde her zaman bir ortaklıkta yönetim kontrolüne nihaî olarak sahip olan bir kişi onun hedef ortaklık üzerinde nihaî olarak kontrol sahibi olmasını sağlayan, yani nihaî kontrol sahibi ile hedef ortaklık arasındaki bağlantıyı kuran üçüncü bir kişi bulunmaktadır. Üçüncü kişi, hedef ortaklığın yönetim kontrolüne görünürde sahip olan kişidir. Ancak, üçüncü kişi ile nihaî kontrol sahibi arasındaki ayrı bir kontrol ilişkisi, nihaî kontrol sahibinin hedef ortaklık üzerinde işte bu üçüncü kişi aracılığıyla kontrolü elde etmesini sağlamaktadır. Bu bakımdan, her dolaylı kontrol ilişkisinde mutlaka üç taraf bulunduğunu söyleyebiliriz: Hedef ortaklık; hedef ortaklığın yönetim kontrolüne nihaî olarak sahip olan kişi (nihaî kontrol sahibi) ve hedef ortaklık ile nihaî kontrol sahibi arasındaki

yönetim kontrolü ilişkisi kurulmasını sağlayan tüzel kişi (aracı-vasıta tüzel kişi).

Ayrıca, her dolaylı kontrol ilişkisinde bu üç taraf arasında iki kademeli ilişki bulunmaktadır<sup>173</sup>. İlk kademe, bağlantıyı sağlayan tüzel kişi ile hedef ortaklık arasındadır. Bu kademe aradaki tüzel kişinin hedef ortaklıkta yönetim kontrolünü elde etmesi söz konusudur<sup>174</sup>.

İkinci kademe ise, nihaî kontrol sahibi ile bağlantıyı sağlayan tüzel kişi arasındadır. Dolaylı kontrol olgusunu oluşturan hedef ortak ile onu nihaî olarak kontrol eden arasında kontrol ilişkisinin dolaylı olarak kurulmasını sağlayan aracı-vasıta tüzel kişi üzerinde hedef ortaklığı nihaî olarak kontrol eden kişinin sahip olduğu etki gücünün tayin edilmesinde de şekli anlamda yönetim kontrolünün uygulanıp uygulanamayacağıın belirlenmesi büyük önemi haizdir.

#### (bb) Bağlantıyı Sağlayan (Aracı-Vasıta) Tüzel Kişi ile Hedef Ortaklık İlişkisinde Yönetim Kontrolünün Tespiti

Yönetim kontrolünün dolaylı olarak elde edilmesini sağlayan husus, yukarıda da belirtildiği üzere, iki şekilde ortaya çıkabilir. İlk olarak, mevcut bir kontrol ilişkisinde hedef ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran tüzel kişinin yönetim kontrolü elde edilmek suretiyle hedef ortaklık üzerinde dolaylı olarak yönetim kontrolü sağlanmış olur. Bu durumda, hedef ortaklığın yönetim kontrolüne sahip olan tüzel kişi vasıta tüzel kişi hâline getirilmiştir.

İkinci olarak, hedef ortaklığın yönetim kontrolü bizzat o ortaklığın yönetim kontrolünü elde etmek isteyen kişi tarafından doğrudan pay iktisabı suretiyle değil de, o kişinin yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu bir başka tüzel kişi aracılığıyla, yani bir yavru ortaklığının hedef ortaklıkta pay iktisap etmesi suretiyle o ortaklığın yönetim kontrolü yine dolaylı olarak sağlanabilir. Her iki durumda da pay alım teklifi yükümlülüğünün doğup doğmadığı değerlendirilirken şekli anlamda yönetim kontrolü ölçütü esas alınır. Başka bir deyişle aradaki tüzel kişinin hedef ortaklıkta kont-

<sup>173</sup> Koschier, s. 62-63.

<sup>174</sup> Koschier, s. 63.

rol eşliğini aşması (veya aralarında zaten bir pay sahipliği ilişkisi varsa, aradaki tüzel kişinin hedef ortaklıkta halihazırda kontrol eşliğinin üzerinde paya sahip olması) durumunda pay alım teklifi doğar<sup>175</sup>.

Burada tartışılması gereken temel konu, kontrol eşliğinin aşıp aşılmadığının belirlenmesinde nihaî kontrol sahibi ile aracı-vasıta tüzel kişinin birbiri ile olan kontrol ilişkisinin niteliğinin nihaî kontrol sahibinin hedef ortaklıkta elde ettiği toplam kontrol gücü üzerindeki etkisinin nasıl hesaplanması gerektiği ile ilgilidir. Bu konuya, önemi gereği ayrı bir başlık altında değinmek yararlı olacağından, konu bu boyutuyla aşağıda ayrıca incelenecektir.

**(cc) Nihaî Kontrol Sahibi ile Bağlantıyı Sağlayan (Aracı-Vasıta) Tüzel Kişi Arasındaki İlişkide Yönetim Kontrolünün Tespiti**

Dolaylı kontrol ilişkilerinde nihaî kontrol sahibi ile hedef ortaklık arasında bağlantıyı sağlayan (aracı-vasıta) tüzel kişinin yönetim kontrolünün nihaî kontrol sahibinde olması gerekir. Aksi halde, dolaylı kontrol ilişkisinden söz edilemez. Ancak, nihaî kontrol sahibi ile aracı-vasıta tüzel kişi arasındaki kontrolün tespiti, vasıta tüzel kişi ile hedef ortaklık arasındaki yönetim kontrolü ilişkisinin tespitinden çok daha farklı bir özellik arz eder. Zira, her şeyden önce vasıta tüzel kişi anonim ortaklık olabileceği gibi başka bir tüzel kişi de olabilir. Örneğin vakıf, dernek, anonim ortaklık dışındaki bir ticaret ortaklığı aracılığıyla hedef ortaklıkta yönetim kontrolünün elde edilmesi mümkündür. Dolayısıyla, nihaî kontrol sahibi ile aracı-vasıta tüzel kişi arasındaki kontrol ilişkisinin varlığı, bazı durumlarda niteliği gereği yalnızca maddî anlamda yönetim kontrolünün oluşup oluşmadığı açısından değerlendirilebilir. Böyle durumlarda, şekli anlamda yönetim kontrolünün ölçütlerine bakılmasına dahi gerek bulunmamaktadır.

Aracı-vasıta tüzel kişinin anonim ortaklık olduğu durumlarda nasıl hareket edilmesi gerektiği, Türk hukukunda bu hususta açık bir düzenleme olmadığı için bir yorum sorunudur. Alman huku-

kunda hâkim görüş, bu durumda maddî anlamda yönetim kontrolü ölçütlerine göre değerlendirme yapılması gerektiği yönündedir<sup>176</sup>. Avusturya hukukunda ise, bu husus açık bir biçimde düzenlemeye kavuşturulmuştur. Şöyle ki, aradaki tüzel kişi payları borsada işlem gören bir ortaklık ise, nihaî kontrol sahibi ile aracı-vasıta tüzel kişi arasındaki kontrol ilişkisi, tümüyle şekli ölçüte göre belirlenir. Bu ise, oy haklarının %30'una tekabül etmektedir<sup>177</sup>. Buna karşılık, aracı-vasıta tüzel kişi, payları borsada işlem gören bir ortaklık değil de; diğer türde bir tüzel kişi ise, nihaî kontrol sahibi ile bu tüzel kişi arasındaki kontrol ilişkisi maddî anlamda yönetim kontrolü ölçütlerine göre belirlenir<sup>178</sup>.

Türk hukuku bakımından, aracı-vasıta tüzel kişinin anonim ortaklık olmadığı, bunun dışındaki bir tüzel kişilik olduğu durumlarda yukarıda da belirtildiği gibi, maddî anlamda yönetim kontrolü ölçütlerinin uygulanması gerektiğine şüphe yoktur. Ancak, aracı-vasıta tüzel kişinin anonim ortaklık olduğu durumlarda nasıl hareket edilmesi gerektiği konusunda düzenleme boşluğu bulunmaktadır. Bu durumda, hedef ortaklıktaki yönetim kontrolünün tespitine ilişkin hükmün (SPKn. md. 26/2, II-26.1 sayılı Tebliğ md. 12/1) kıyasen uygulanarak nihaî kontrol sahibinin aracı vasıta tüzel kişi üzerindeki yönetim kontrolünü elinde bulundurup bulundurmadığının tespitinde de şekli kontrol ölçütünün uygulanması gerektiği ileri sürülebilir. Bu görüş kabul edilecek olursa, nihaî kontrol sahibinin aracı-vasıta tüzel kişinin oy haklarının %50'sinden fazlasını iktisap etmiş olması veya bu tüzel kişinin yönetim kurulu üyelerinin salt çoğunluğunu belirleme hakkı veren imtiyazlı paylarının çoğunluğunu elde etmiş olması gerekir.

Kanaatimizce burada dolaylı kontrol ilişkisinin nasıl sağlanmış olduğuna göre bir ayırım yapmak daha isabetli olacaktır. Nihaî kontrol sahibi hedef ortaklıkta yönetim kontrolünü elde etmek için hedef ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran aracı-vasıta tüzel kişinin payla-

<sup>175</sup> Koschier, s. 63.

<sup>176</sup> Cahn, s. 9; Hasenauer, C.: Zum Kontrollbegriff beim mittelbaren Beteiligungserwerb nach dem ÜbG, RdW 2007/402 s. 392; Seilern Aspang, s. 25.

<sup>177</sup> Koschier, s. 63; Hasenauer, s. 392; Seilern Aspang, s. 24.

<sup>178</sup> Koschier, s. 63; Hasenauer, s. 392; Seilern Aspang, s. 24.

rını iktisap ediyor ise, yani dolaylı kontrol ilişkisinin kurulma biçimlerinden ilk durum söz konusu olmuş ise, yukarıdaki yorumu yapmak mümkün olabilir. Başka bir deyişle doğrudan yönetim kontrolünü sağlamaya ilişkin hükmün kıyasen uygulanması yerinde olur. Zira, nihaî kontrol sahibinin aracı-vasıta tüzel kişi üzerinde maddî anlamda yönetim kontrolüne sahip olup olmadığına incelenmesi ve bu kapsamda nihaî kontrol sahibinin, kontrol oranına ulaşılmadan da fiilen aracı-vasıta tüzel kişinin yönetim kontrolüne sahip olduğu yönünde bir değerlendirme yapılması, pay alım teklifi yükümlülüğünün öngörülme amacı ile de bağdaşmaz. Ayrıca, bu hususta yapılacak aksine bir yorum, düzenlemenin sistematik bütünlüğüne uygun olmayan sonuçlara da yol açabilir. Daha da önemlisi, nihaî kontrol sahibi bakımından hukukî belirsizlik yaratılmış olur. Oysa, pay alım teklifi yükümlülüğünde şekli anlamda yönetim kontrolünün tercih edilmesinin en önemli sebebi, hiç şüphesiz bu işlemlerin sağlıklı bir biçimde yürütülmesinin piyasa için gerekli olması, bu hususta hukukî belirliliğin mümkün olduğu ölçüde sağlanmasındaki menfaatin daha üstün tutulmuş olmasıdır.

Buna karşılık, nihaî kontrol sahibi ile hedef ortaklık arasındaki dolaylı kontrol ilişkisinin, hedef ortaklık paylarının aracı-vasıta tüzel kişi tarafından iktisap edilmesiyle kurulması hâlinde, yapılacak değerlendirme farklılık gösterir. Zira, böyle durumlarda, nihaî kontrol sahibi ile aracı-vasıta tüzel kişi arasında pay iktisabından önce kontrol ilişkisi olup olmadığına tespitinde yalnızca şekli ölçütün kullanılması pay alım teklifi yükümlülüğüne ilişkin hükümlerin dolanılmasına yol açabilir. Özellikle nihaî kontrol sahibinin bir tüzel kişi olup da nihaî kontrol sahibi ile aracı-vasıta tüzel kişinin yönetim organlarının aynı kişilerden oluştuğu veya her iki tüzel kişinin aynı gerçek kişi tarafından kontrol edildiği veya nihaî kontrol sahibi ile tedarik ilişkisi içinde olduğu için onun talimatı uyarınca veya onun hesabına aracı-vasıta tüzel kişi tarafından hedef ortaklıkta pay iktisap edildiği durumları buna örnek gösterebiliriz. Bu örneklerin dolaylı kontrol ilişkisinin kurulma biçimlerinden ilk durum ile aynı mahiyette görülemeyeceği, bu tür durumların pay alım teklifi yükümlülüğünün

düzenleniş amacı doğrultusunda daha farklı çözüme kavuşturulmasının gerekli olduğu kanaatindeyiz. Zira, bu durumun kendine özgü özellikleri hedef ortaklıktaki yönetim kontrolünün tespitine ilişkin SPKn. md. 26/2 ve II-26.1 sayılı Tebliğ md. 12/2'de yer alan hükmün burada kıyasen uygulanmasına engel oluşturmaktadır. Kanaatimizce hedef ortaklıkta yönetim kontrolü değişikliğine yol açan payların doğrudan nihaî kontrol sahibi tarafından değil de, nihaî kontrol sahibi tarafından kontrol edilen bir başka tüzel kişi (aracı-vasıta tüzel kişi) tarafından gerçekleştirilmesi durumunda, nihaî kontrol sahibi ile aracı-vasıta tüzel kişi arasında mevcut bulunan kontrol ilişkisinin maddî anlamda yönetim kontrolü çerçevesinde değerlendirilmesi pay alım teklifi yükümlülüğü düzenlemesinin amacına daha uygun düşmektedir.

#### **(çç) Nihaî Kontrol Sahibi ile Hedef Ortaklık İlişkisinde Kontrol Eşliğinin Tespiti Sorunu**

Dolaylı yoldan bir ortaklıkta pay sahibi olunması durumunda, nihaî kontrol sahibinin hedef ortaklıkta dolaylı yoldan elde etmiş olduğu pay sahipliği oranını hesaplamak için pay sahipliğinin sağladığı “malvarlıksal hakların kullanım oranı” ile “oy haklarının oranı” olmak üzere iki yöntem bulunmaktadır.

Hedef ortaklıkta pay sahibi olan bir ortaklıkta (aracı-vasıta tüzel kişi) pay sahibi olan bir kişinin, aracı-vasıta tüzel kişi üzerinden elde etmiş olduğu pay sahipliği oranı, hedef ortaklıktaki “malvarlıksal haklarının oranı” (*cash-flow rights*), bu kişinin doğrudan pay sahibi olduğu ortaklıktaki (aracı-vasıta tüzel kişi) pay oranı ile bu ortaklığın (aracı-vasıta tüzel kişi) hedef ortaklıkta sahip olduğu pay oranının çarpımı suretiyle bulunmaktadır<sup>179</sup>. Bu yöntem, nihaî kontrol sahibinin aracı-

<sup>179</sup> Edwards, J./Weichenrieder, A., J.: How Weak is the Weakest-Link Principle? On the Measurement of Firm Owners' Control Rights, CESifo Working Paper No. 1255, August 2004, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=591902](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=591902) s. 3. Ayrıca, konuya ilişkin olarak Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından çıkarılan ve 1/11/2006 tarihli 26333 sayılı RG'de yayımlanan Bankaların İzne Tabi İşlemleri ile Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Yönetmelik'in md. 13 hükmünde ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun internet sitesinde yayımlanan İzahname Formatı ve Hazırlanmasına İlişkin Kılavuzun'da düzenleme bulunduğu görülmektedir (bkz. anılan Kılavuz, s. 39-40).

vasıta tüzel kişilikte sahip olduğu malvarlıksal haklar ile aracı-vasıta tüzel kişinin hedef ortaklıkta sahip olduğu malvarlıksal hakları dikkate almaktadır. Konuyu bir örnekle açıklayacak olursak, X A.Ş.'nin Y A.Ş.'nin paylarının %51'ini elinde bulundurduğunu varsayalım. X A.Ş.'nin sermayesinin %90'ının Z tarafından iktisap edildiğini düşünelim. Bu durumda Z, X A.Ş.'ndeki kontrolü sebebiyle Y A.Ş.'nin yönetim kontrolünü dolaylı olarak elde etmiş durumdadır. Z'nin X A.Ş. üzerinden Y A.Ş.'nde dolaylı olarak elde ettiği pay oranı %51 olmakla birlikte konuya malvarlıksal haklar açısından bakarsak, Z A.Ş. esasen Y A.Ş.'nin paylarının %51'ini doğrudan iktisap etmemiştir. X A.Ş.'nde Z'nin %90 oranındaki kontrolü sebebiyle Y A.Ş.'nin kâr dağıtımından X A.Ş.'nin elde edeceği tutarın %90'ına sahip olacaktır. Bu nedenle Z'nin Y A.Ş.'ndeki malvarlıksal haklarının oranı %51 değil, %51'in %90'ı ( $51 \times 90 = 45,9$ ) kadardır.

Bir ortaklığın başka bir ortaklığın etkisi altında olup olmadığının, dolayısıyla "oy haklarının oranı"nın (*voting rights/control rights*) tespiti bakımından yapılan amprik çalışmalarda farklı yöntemlerin uygulandığı görülmektedir. Bunlardan başlıcaları; dolaylı kontrol ilişkilerinde, kontrol zinciri içindeki düşük olan oranının esas alınmasını öngören "*weakest link principle*" (*WLP*) ve hedef ortaklıkta pay sahibi olan aracı-vasıta tüzel kişiye hâkim olunması durumunda esas alınan "*last link principle*" (*LLP*)<sup>180</sup> olarak adlandırılan yöntemlerdir<sup>181</sup>. Hâkim olunan aracı -vasıta tüzel kişinin

hâkim olduğu başka aracı-vasıta tüzel kişilerin hedef ortaklıkta pay sahibi olması durumunda, yönetim kontrolü oranı belirlenirken, "*weakest link principle*"ın uygulanması hâlinde, kontrol zinciri içindeki düşük olan oran esas alınacakken, "*last link principle*"ın uygulanması halinde ise, son aracı-vasıta tüzel kişinin hedef ortaklıkta sahip olduğu pay oranı esas alınmaktadır<sup>182</sup>. Konuyu yukarıdaki örnek ile açıklayacak olursak; Z A.Ş.'nin X A.Ş.'nin %90'ına; X A.Ş.'nin de, Y A.Ş.'nin %51'ine sahip olduğu durumda, *WLP* uyarınca kontrol zincirindeki düşük olan oran esas alınacağından, Z A.Ş., Y A.Ş. üzerinde %51 oranında oy hakkına sahiptir. Diğer taraftan, *LLP* uyarınca Z A.Ş.'nin Y A.Ş. üzerindeki oy hakkı oranı, son aracı-vasıta tüzel kişi olan X A.Ş.'nin hedef ortaklık Y A.Ş.'nde sahip olduğu payların oranı olan %51'dir. Bu durumda iki yöntem de, farklı gerekçelerle aynı sonucu vermektedir. Bununla birlikte, Z A.Ş.'nin X A.Ş.'de %51, X A.Ş.'nin de Y A.Ş.'de %90 pay sahibi olduğu durumda Z A.Ş.'nin Y A.Ş. üzerindeki etkisi *WLP* uyarınca %51 iken, *LLP* uyarınca %90 olacaktır. Görüldüğü üzere, anılan iki yöntem bazı durumlarda aynı sonuca götürecektir. Bununla birlikte, farklı oranların bulunması halinde birbirinden çok farklı sonuçlara yol açabilmekte olup, her iki yöntemin de eleştiriye açık yanları bulunduğu görülmektedir.

Dolaylı kontrol ilişkinin tespitinde oy haklarının hangi oranda elde edildiği olgusu, böyle bir durumda nihai kontrol sahibinin hedef ortaklıktaki malvarlıksal haklardan ne ölçüde yararlanılacağına nazaran çok daha önemli bir göstergedir. Zira, herşeyden önce pay alım teklifi yükümlülüğü hedef ortaklıkta elde edilen malvarlıksal hakların değil, yönetsel hakların yönetim kontrolünü sağlama-sına bağlanan bir sonuçtur. Bu bakımdan, malvarlıksal haklardan yararlanma ölçüsünü tespit etmek için kullanılan çarpım yönteminin pay alım teklifi yükümlülüğünün doğup doğmadığına ilişkin bir değerlendirmede uygulanmasının isabetli olmadığı kanaatindeyiz<sup>183</sup>.

<sup>180</sup> Lepetit, L./ Tarazi, A./Zedek, N., Ultimate Ownership Structure and Bank Regulatory Capital Adjustment: Evidence from European Commercial Banks, December 2013, s. 9.

<sup>181</sup> Anılan yöntemler esas itibarıyla, zincir şeklindeki pay sahipliği yapılarında, ortaklık üzerinde etkiye sahip nihai bir pay sahibinin mevcut olup olmadığına ilişkin belirleme yapılması için kullanılmakta olup, zorunlu pay alım teklifinde yönetim kontrolü hesabında kullanılmak amacıyla geliştirilmemiştir. Bu belirleme yapılırken önce varsayımsal bir eşik öngörülerek, bu eşik üstünde pay sahibi olunması halinde kontrol gücüne sahip bulunduğu (hâkim olduğu) varsayılmakta ve örneğin *WLP*'de zincirdeki en zayıf halka dikkate alınarak, bir ortaklığın nihai bir pay sahibi tarafından mı etki altında tutulduğu yoksa dağınık bir pay sahipliğine mi sahip olduğu tespit edilmektedir. Örneğin *La Porta*'nın çalışmalarında %10 ve %20'yi varsayımsal eşik olarak esas aldığı görülmektedir (*Edwards/Weichenrieder* s. 7).

<sup>182</sup> *Edwards/Weichenrieder* s. 9.

<sup>183</sup> Aksi görüş için bkz. *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 368. Yazar, dolaylı pay sahipliğinin hesaplanmasında çarpım yöntemini düzenleyen Bankaların İzne Tabi

Kaldı ki, II-26.1 sayılı Tebliğ md. 12/3-a hükmünde, halka açık ortaklıkta pay sahibi kişi ile yine bu ortaklıkta pay sahibi olan ve bu kişinin pay sahibi olduğu diğer bir tüzel kişinin (anılan kişinin pay sahibi olduğu tüzel kişi ortağın yönetim kontrolüne sahip olması kaydıyla) birlikte hareket ettikleri kabul edilmektedir. Buna göre, nihaî kontrol sahibinin hedef ortaklıktaki pay hesaplanırken, kendisinin hedef ortaklıkta doğrudan sahip olduğu paylar ile iştirakinin hedef ortaklıkta sahip olduğu paylar yalnızca toplanmaktadır. Yoksa nihaî kontrol sahibinin ayrıca aracı-vasıta tüzel kişide elinde bulundurduğu paylar ile bu tüzel kişinin hedef ortaklıkta sahip olduğu payların çarpımını ayrıca dikkate alınmamaktadır. Nitekim, Sermaye Piyasası Kurulu'nun anılan Tebliğ yürürlüğe girmeden önceki uygulaması da II-26.1 sayılı Tebliğ'i md. 12/3-a bendinde belirtilen esasa paralel şekilde olmuştur<sup>184</sup>. Bununla birlikte, oy hakları oranının tespitinde *LLP*'nin esas alınmasının ile ilgili uygulamada ise, iki yöntemin de uygulandığı kararları da görmek mümkündür<sup>185</sup>.

İşlemleri İle Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Yönetmeliği'nin md. 13'te öngörülen yöntemin burada da ölçü oluşturabileceği görüşündedir. Söz konusu hüküm, banka sermayesinde tüzel kişiler aracılığıyla oluşan pay sahipliği oranı iştirak oranları ile çarpılmak suretiyle bulunacak aynı kişinin ara kademedeki tüzel kişiye doğrudan iştirakinin bulunması hâlinde, bu iştirak oranı da sonraki çarpım işleminden önce o kademeye kadar ulaşılan orana eklenmesine ilişkindir.

<sup>184</sup> 2012/32 sayılı HB'de yayımlanan Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı (Mustafa Yılmaz) – Güler Yatırım Holding A.Ş. (Güler Yatırım) olayında, Mustafa Yılmaz'da %29,5 pay sahibi olan Güler Yatırım ile iştiraki Güler İlaç Bilişim İnşaat A.Ş.'nin (Güler İlaç) Mustafa Yılmaz'da sahip olduğu %46,37 payı birlikte değerlendirilerek Güler Yatırım'ın Mustafa Yılmaz sermayesinde toplam %75,87 oranında paya sahip olması nedeniyle pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün doğduğuna karar verilmiştir. Benzer şekilde, 2011/7 sayılı HB'de yayımlanan OMV Enerji Holding A.Ş. (OMV) – Petrol Ofisi A.Ş. olayında, OMV'nin Petrol Ofisi A.Ş.'de sahip olduğu %54,14 payı ile OMV Aktiengesellschaft'ın Petrol Ofisi A.Ş.'de sahip olduğu paylar birlikte değerlendirilerek Petrol Ofisi A.Ş.'nin OMV Holding sermayesinde toplam %95,72 oranında paya sahip olması nedeniyle pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün doğduğuna karar verilmiştir. Aynı şekilde 2007/15 sayılı HB'de yayımlanan GEM – Eastpharma – Deva Holding olayında da payların birlikte değerlendirilerek pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün doğduğuna karar verilmiştir.

<sup>185</sup> 1999/40 sayılı HB'de yayımlanan Federal – Mogul Dereli Holding A.Ş., 2006/11 sayılı HB'de yayımlanan Garanti

## B. PAY ALIM TEKLİFİ YÜKÜMLÜLÜĞÜNE YOL AÇMAYAN VEYA BU YÜKÜMLÜLÜKTEN MUAFİYET TANINMASINA NEDEN OLAN DURUMLARIN TESPİTİNDE YÖNETİM KONTROLÜ KAVRAMININ İŞLEVLERİ

### 1. Pay Alım Teklifi Yükümlülüğüne Yol Açmayan veya Bu Yükümlülüğün Tanınmasına Neden Olan Durumların Düzenlenişi

Pay alım teklifi yükümlülüğüne yol açmayan veya bu yükümlülüğün muafiyet tanınmasına neden olan durumların tespitinde yönetim kontrolü kavramına önemli işlevler tanınmıştır. Bu konuya geçmeden önce kısaca pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmadığı hâllerin öngörülmesi ve muafiyet tanınması kavramlarının ne anlama geldiğini, bu makalenin sınırları çerçevesinde olabildiğince ortaya koymakta fayda vardır.

Bankası, 2010/13 sayılı HB'de yayımlanan Kent Gıda – Cadbury, 2012/12 HB'de yayımlanan Integrated Healthcare Hastaneler Turkey Sdn Bhd - Acibadem Sağlık Yatırımları Holding A.Ş. olaylarında çarpım yöntemine göre hesaplama yapılmıştır. Buna karşılık, 2006/7 HB'de yayımlanan Spohn Cement GmbH - Heidelberg Cement AG, 2009/49 sayılı HB'de yayımlanan Şekerbank T.A.Ş.-BTA Securities JSC, 2011/7 sayılı HB'de yayımlanan OMV Enerji Holding, Petrol Ofisi A.Ş. olaylarında 2007/15 sayılı HB'de yayımlanan Deva Holding – Eastpharma, 2012/32 sayılı HB'de yayımlanan Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı A.Ş. – Güler Yatırım A.Ş. kararlarında ise, çarpım yönetimi kullanılmamış, aksine hedef ortaklıktaki oy hakları oranını (yönetimsel haklar) dikkate alınmış, başka bir deyişle *LLP* yöntemi uygulanmıştır. Diğer taraftan, 2006/11 sayılı HB'de yayımlanan Garanti Bankası – GE Limited, 2009/44 sayılı HB'de yayımlanan Fortis Bank A.Ş. - Société Fédérale de Participations et d'Investissement/ Federale Participatie- en Investeringsmaatschappij, 2012/12 sayılı HB'de yayımlanan Integrated Healthcare Hastaneler Turkey Sdn Bhd - Acibadem Sağlık Yatırımları Holding A.Ş., 2012/41 sayılı HB'de yayımlanan Yibitaz Yozgat İşçi Birliği İnşaat Malzemeleri Ticaret ve Sanayi A.Ş. - Austria Holding GmbH, yine 2012/41 sayılı HB'de yayımlanan State Oil Company of Azerbaijan - Petkim Petrokimya Holding A.Ş., 2013/34 sayılı HB'de yayımlanan Alternatif Yatırım Ortaklığı A.Ş.- Alternatifbank A.Ş. olaylarında ise, hangi yöntemle belirleneceği açıkça gösterilmeden pay alım teklifi ile ilgili değerlendirme yapılmıştır. Yöntem farklılığının kontrol oranının yüksek olduğu bir sistemde daha farklı sonuçlar çıkmasına yol açtığını da belirtmek gerekir. Söz gelimi, kontrol oranının %25 olduğu döneme ilişkin kararlara konu olaylar incelendiğinde her iki yöntemde uygulansa aynı sonuçlar çıkmaktadır. Ancak o yıllarda da kontrol oranı bugünkü gibi %50 olmuş olsaydı, özellikle 2006/11 tarihli HB'de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu kararına konu olayda çarpım yöntemine göre pay alım teklifi yükümlülüğü doğmaz iken, *LLP* yönteminde bu yükümlülüğün doğduğu görülmektedir.

Yönetim kontrolünün el değiştirmesine yönelik işlemler, ticarî hayatın olağan işlemleri olduğu kadar, ortaklıkların değerinin yükseltilmesine de katkı sağlar. Pay alım teklifi yükümlülüğü, pay sahiplerine fırsat eşitliği sağlamakla birlikte, yükümlülük getirilen kişi veya gruba ağır bir mali külfet yüklediğinden yönetim kontrolünde değişikliğe yol açacak nitelikteki işlemlerin gerçekleştirilmesinde caydırıcı bir rol de oynayabilir. Bu ise, ortaklığın ihtiyacı olan yönetim değişikliğinin gerçekleşmemesi veya yabancı sermaye girişinin önlenmesi gibi olumsuz birtakım sonuçların doğmasına da yol açabilir. Bu müessesenin, hem pay sahibi kontrol değişikliklerine karşı korunabilmesi, hem de kontrol değişikliğine ilişkin işlemlerin sağlıklı bir biçimde yapılabilmesini temin edecek şekilde düzenlenmesi gerekmektedir. İşte, muafiyet hâlleri, bu menfaat dengelenmesi yaklaşımının bir ürünüdür.

Bu nedenle, pay alım teklifi yükümlülüğünün düzenleyen bütün ülkelerde olduğu gibi<sup>186</sup>, II-26.1 sayılı Tebliğ md. 18'de de, belirli bazı olgular, söz konusu yükümlülükten muafiyet getirilme sebebi olarak öngörülerek menfaat dengesi tesis edilmiştir<sup>187</sup>.

II-26.1 sayılı Tebliğ md. 14'te ise, aşağıda üzerinde durulacağı üzere, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmadığı hâller düzenlenmiştir<sup>188</sup>. Bu maddede düzenlenen hususlar, esas itibarıyla,

<sup>186</sup> AB üyesi ülkelerde pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyete ilişkin düzenleme yaklaşımları hakkında toplu ve genel bir bilgi için bkz. The Takeover Bids Directive Assessment Report, s. 139 vd. Öte yandan, 2004/25/EC Direktifi'nde muafiyet ile ilgili detaylı bir düzenlemeye yer verilmemiş olup, pay alım teklifine ilişkin genel ilkelere hareketle muafiyet verilmesi imkânı tanınmıştır (Bu hususta bkz. *Seilern Aspang*, s. 69-70).

<sup>187</sup> Muafiyet hâlleri, sınırlı sayı ilkesine göre belirlenmiştir. Dolayısıyla, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından bunlar dışında bir muafiyet öngörülemediği gibi, esas sözleşme ile de yeni bir muafiyet hâli düzenlenemez veya mevcut bir muafiyet hâlinin uygulanmayacağı kararlaştırılmaz.

<sup>188</sup> Bu maddede düzenlenen hususlar, doktrinde bazı yazarlar tarafından pay alım teklifi yükümlülüğünden istisna tutulma olarak adlandırılmaktadır. *Yeşiltepe*, s. 160; *Kendigel*, Zorunlu Çağrı, s. 1186. *Kolcuoğlu* ise, bu hususun Türk hukukunda ilk defa Seri: IV, No: 44 sayılı Tebliğ ile düzenlendiği dikkate alındığında, söz konusu mülga Tebliğ daha yürürlüğe girmeden önce kaleme aldığı eserinde, karşılaştırmalı hukukta bazı ülkelerde görülen farklı terminolojiden hareketle, miras, mal paylaşımı, cebri icra gibi nedenlerle yönetim kontrolünün elde edilmesi hâlinde istisna, diğer hâllerde muafiyetin söz konusu olduğunu belirtmektedir (s. 176).

yönetim kontrolünün görünürde gerçekleştiği, ancak kontrolde gerçek anlamda bir değişikliğin bulunmadığı durumlara inhisar etmektedir. Zira, bu gibi durumlarda, söz konusu yükümlülüğün uygulanması, düzenlemenin mantığı ile bağdaşmayacak sonuçlara yol açabilir<sup>189</sup>. Bunun dışında, kontrol değişikliğinin biziatihi pay sahiplerine sunulan gönüllü bir pay alım teklifi ile gerçekleştiği durumların istisna olarak sayılması ise, esasen pay sahiplerine yönelik genel bir pay alım teklifinin çok kısa bir süre öncesinde zaten yapılmış olması nedeniyle artık tekrar bir pay alım teklifi yükümlülüğü öngörülmesinin pay sahiplerinin korunması bakımından gereksiz görülmesi ile açıklanabilir<sup>190</sup>.

İngiliz hukukunda *Panel* tarafından öngörülen pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyet hâlleri<sup>191</sup> incelendiğinde, yönetim kontrolünün fiilen elde edilememesine ilişkin bir hâl dışında tümüyle, yönetim kontrolünün el değiştirdiği, ancak pay alım teklifi yükümlülüğünün yerine getirilmesinde daha yüksek bir menfaatin bulunduğu hâllere özgülendiği görülmektedir.

Alman hukukunda, konu iki şekilde düzenlenmiştir. İlk olarak, *WpÜG* § 36 hükmü, "Oy haklarının dikkate alınmaması" başlığı altında<sup>192</sup> başvuru üzerine *Bafin* tarafından hedef ortaklıkta

<sup>189</sup> Bkz. ve karşı. *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 368.

<sup>190</sup> Bu hükmün eleştirisi için bkz. *Kendigel*, Zorunlu Çağrı, s. 1188-1189; *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 368. Ancak belirtmek gerekir ki, bu hususun pay alım teklifi yükümlülüğüne konu olmaması, AB'nin 2005/25/EC Direktifi'ne dayanmaktadır. Anılan Direktifin md. 5/2 hükmü, açık bir biçimde bu durumda pay alım teklifi yükümlülüğünün uygulanmamasını öngörmektedir. Nitekim, İngiliz hukukunda *Code*'un 9.1 maddesinin son paragrafında gönüllü pay alım teklifi ile kontrol oranının aşılması pay alım teklifinden istisna tutulmuştur. Alman hukukunda da *WpÜG* § 35/3'te de bu husus açıkça düzenlenmiş ve bu durumlarda pay alım teklifi yükümlülüğüne ilişkin ilgili hükümlerin uygulanmayacağı hükmü bağlanmıştır. Gönüllü pay alım teklifi ile kontrol oranının aşılmasına istisna öngörülmesinin isabetli olduğu görüşü için bkz. *Yeşiltepe*, s. 161; *Türkyılmaz*, s. 92.

<sup>191</sup> Bkz. *Panel*'in F Bölümü'nde yer alan "Notes On Dispensations From Rule 9" başlıklı bölümünde 5 madde hâlinde düzenlenmiştir. Bunları, İngilizcesi ile sıralayacak olursak, "Vote of independent shareholders on the issue of new securities, Enforcement of security for a loan, Rescue operations, Inadvertent mistake, Shares carrying 50% or more of the voting rights ve Enfranchisement of non-voting shares".

<sup>192</sup> Söz konusu başlığın Almancası şu şekildedir: "Nichtberücksichtigung von Stimmrechten".



iktisap edilen payların oy haklarının hesaplamada dikkate alınmamasını âmirdir<sup>193</sup>. Buna göre, miras, mal paylaşımı vb. aslen iktisap hâlleri ile tür değişikliği veya şirketler topluluğu bünyesindeki yeniden yapılandırmadan kaynaklanan iktisaplar sonucu elde edilen oy hakları, ilgilinin başvurusu üzerine kontrol oranının geçilip geçilmediğinin hesaplanmasında dikkate alınmaz. Bu hüküm ile, esas itibarıyla, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmadığı hâllerin düzenlendiğini söyleyebiliriz. Burada *BaFin* tarafından muafiyet kararı değil, oy haklarının kontrol oranının hesaplanmasında dikkate alınmaması yönünde karar verilmektedir. Bu karar, kontrol oranı aşılmadığı için, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmaması sonucunu doğurmaktadır.

*WpÜG* § 37'de ise, pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyet hâllerine ilişkin genel esaslar düzenlenmiştir. Anılan maddenin birinci fıkrasında<sup>194</sup> muafiyet verilmesini gerektiren sebepler, daha doğru bir deyişle muafiyet verilmesinin dayandığı temeller belirtilmektedir. Bunlar, kontrolün elde edilmiş biçimi ve kontrolün kullanılma imkânının elde edilip edilememesi ile ilgilidir. Buna göre, pay iktisabında kontrolü elde etme amacının bulunup bulunmadığı, kontrol elde edildikten sonra kontrol eşliğinin altına inilip inilmediği, hedef ortaklıktaki oy haklarının oranları, yönetim kontrolünün gerçek anlamda (fiili olarak) kullanılması imkânını bahşetmesi bakımından

muafiyet başvurusunda bulunan kimse ile hedef ortaklığın diğer pay sahiplerinin menfaatleri göz önünde bulundurulduğunda muafiyet verilmesinin hakkaniyete uygun olup olmadığı ölçütlerine göre muafiyet kararı tesis edilebilir.

İşte, *WpÜG* § 37'de öngörülen bu ölçütleri dikkate alan *BaFin*, *WpÜG-Angebotsverordnung* § 9'da iki fıkra olarak muafiyet hâllerini detaylı bir biçimde düzenlemiştir. Anılan maddenin ilk fıkrasında<sup>195</sup> kontrol oranının aşılması ile yönetim kontrolü değişikliğinin gerçekleştiği, ancak kontrolün elde edilmiş biçimi göz önünde bulundurulduğunda, pay alım teklifi yükümlülüğünün yerine getirilmesinden daha üstün bir menfaatin hukuk düzenince tanındığı muafiyet hâllerine yer verilmiştir.

*WpÜG-Angebotsverordnung* § 9/2'de ise<sup>196</sup>, kontrol oranının üzerine çıkılmasına, diğer bir

<sup>193</sup> Anılan maddenin Almanca metni şu şekildedir: "Die Bundesanstalt lässt auf schriftlichen Antrag zu, dass Stimmrechte aus Aktien der Zielgesellschaft bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils unberücksichtigt bleiben, wenn die Aktien erlangt wurden durch

1. Erbgang, Erbauseinandersetzung oder unentgeltliche Zuwendung unter Ehegatten, Lebenspartnern oder Verwandten in gerader Linie und bis zum dritten Grade oder durch Vermögensauseinandersetzung aus Anlass der Auflösung einer Ehe oder Lebenspartnerschaft,
2. Rechtsformwechsel oder
3. Umstrukturierungen innerhalb eines Konzerns."

<sup>194</sup> Anılan fıkranın Almanca metni şu şekildedir: "Die Bundesanstalt kann auf schriftlichen Antrag den Bieter von den Verpflichtungen nach § 35 Abs.1 Satz 1 und Abs. 2 Satz 1 befreien, sofern dies im Hinblick auf die Art der Erlangung, die mit der Erlangung der Kontrolle beabsichtigte Zielsetzung, ein nach der Erlangung der Kontrolle erfolgreiches Unterschreiten der Kontrollschwelle, die Beteiligungsverhältnisse an der Zielgesellschaft oder die tatsächliche Möglichkeit zur Ausübung der Kontrolle unter Berücksichtigung der Interessen des Antragstellers und der Inhaber der Aktien der Zielgesellschaft gerechtfertigt erscheint."

<sup>195</sup> Anılan fıkranın Almanca metni şu şekildedir: "Die Bundesanstalt kann insbesondere eine Befreiung von den in § 8 Satz 1 genannten Pflichten erteilen bei Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft

1. durch Erbschaft oder im Zusammenhang mit einer Erbauseinandersetzung, sofern Erblasser und Bieter nicht verwandt im Sinne des § 36 Nr. 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes sind,
2. durch Schenkung, sofern Schenker und Bieter nicht verwandt im Sinne des § 36 Nr. 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes sind,
3. im Zusammenhang mit der Sanierung der Zielgesellschaft,
4. zum Zwecke der Forderungssicherung,
5. auf Grund einer Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte an der Zielgesellschaft,
6. ohne dass dies vom Bieter beabsichtigt war, soweit die Schwelle des § 29 Abs. 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes nach der Antragstellung unverzüglich wieder unterschritten wird."

<sup>196</sup> Anılan fıkranın Almanca metni şu şekildedir: "Eine Befreiung kann ferner erteilt werden, wenn

1. ein Dritter über einen höheren Anteil an Stimmrechten verfügt, die weder dem Bieter noch mit diesem gemeinsam handelnden Personen gemäß § 30 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes gleichstehen oder zuzurechnen sind,
2. auf Grund des in den zurückliegenden drei ordentlichen Hauptversammlungen vertretenen stimmberechtigten Kapitals nicht zu erwarten ist, dass der Bieter in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft über mehr als 50 Prozent der vertretenen Stimmrechte verfügen wird,
3. auf Grund der Erlangung der Kontrolle über eine Gesellschaft mittelbar die Kontrolle an einer Zielgesellschaft im Sinne des § 2 Abs. 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes erlangt wurde und der Buchwert der Beteiligung der Gesellschaft an der Zielgesellschaft weniger als 20 Prozent des buchmäßigen Aktivvermögens der Gesellschaft beträgt."

deyişle şekli anlamda yönetim kontrolünün elde edilmiş olmasına rağmen maddi anlamda yönetim kontrolünün gerçekleşmediği hâller muafiyet kapsamına alınmıştır.

Aynı düzenleme anlayışı Avusturya hukukunda da görülmektedir. Avusturya hukukunda *ÜbG* § 24'te kontrol oranının aşılmasına rağmen kontrol değişikliğinin gerçekleşmediği hâller için muafiyet öngörülmüştür<sup>197</sup>. Buna karşılık *ÜbG* § 25'te<sup>198</sup> ise, yönetim kontrolü değişikliğinin gerçekleşmiş olmasına rağmen, yükümlülüğün yerine getirilmesinden daha üstün başka menfaatler göz önünde bulundurularak muafiyet hâlleri düzenlenmiştir<sup>199</sup>. Burada yer alan muafiyet hâllerinin aslen iktisap veya kontrol oranının istenmeden aşılması gibi, kontrol değişikliğinin gerçekleşme biçimine ve dolaylı kontrol değişikliklerinde nihai kontrol sahibi ile aracı-vasıta tüzel kişi arasındaki

kontrol yapısının hedef ortaklıkta kontrol değişikliğini amaçlamadığını göstermesine veya kontrol değişikliğinin kurtarma amaçlı pay iktisabından kaynaklanmasına, yani kısaca kontrolün elde ediliş amacına ilişkin olduğu görülmektedir<sup>200</sup>.

İsviçre hukukunda *FinfraG* § 136/1'de beş muafiyet hâli düzenlenmiştir<sup>201</sup>. Bunlar, esas itibarıyla, kontrol oranının aşılmasına rağmen fiilen kontrol yapısında bir değişikliğin gerçekleşmemesine (grup içi pay devirleri), kontrol değişikliğinin niteliğine (bedelsiz olması, irade dışı olması-sermaye azaltımından kaynaklanması, geçici olması) ve kontrol değişikliğinin amacına (kurtarma amaçlı) ilişkindir<sup>202</sup>.

Aynı maddenin ikinci fıkrasında ise, pay alım teklifi yükümlülüğünün düştüğü hâller düzenlenmiştir.<sup>203</sup> Bunlar ise, kontrol değişikliğinin

<sup>197</sup> Bu hususta ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda II.B.2.b.

<sup>198</sup> Anılan maddenin Almanca metni şu şekildedir: "(1) Keine Angebotspflicht, aber eine Pflicht zur Anzeige des Sachverhalts an die Übernahmekommission besteht, wenn

1. bei Erlangen einer mittelbaren kontrollierenden Beteiligung (§ 22 Abs. 3) der Buchwert der unmittelbaren Beteiligung an der Zielgesellschaft weniger als 25 vom Hundert des buchmäßigen Nettoaktivvermögens des die unmittelbare Beteiligung haltenden Rechtsträgers beträgt;
2. Aktien zu bloßen Sanierungszwecken oder zur Sicherung von Forderungen erworben werden;
3. die für das Entstehen einer kontrollierenden Beteiligung erforderliche Zahl an Stimmrechten nur vorübergehend oder unbeabsichtigt überschritten wird, sofern die Überschreitung unverzüglich rückgängig gemacht wird;
4. Aktien durch Schenkung zwischen Angehörigen (§ 32 Abs. 1 IO), Erbgang oder Teilung von Vermögen aus Anlass einer Scheidung, Aufhebung oder Nichtigklärung einer Ehe erworben werden;
5. Aktien auf einen anderen Rechtsträger übertragen werden, an dem mittelbar oder unmittelbar neben den bisherigen Gesellschaftern ausschließlich deren Angehörige (§ 32 Abs. 1 IO) beteiligt sind; dasselbe gilt für die Übertragung auf eine Privatstiftung, auf deren Geschäftsführung die Angehörigen einen beherrschenden Einfluss ausüben können;
6. der Beteiligte innerhalb von fünf Monaten ab Erlangen der kontrollierenden Beteiligung die übrigen Aktionäre nach dem GesAusG aus der Gesellschaft ausschließt, wenn die Abfindung nicht niedriger als der nach § 26 zu bietende Angebotspreis ist und auch dem höchsten Preis entspricht, der bis zur Eintragung dieses Beschlusses in das Firmenbuch vom Beteiligten für die entsprechenden Aktien bezahlt oder vereinbart wurde."

<sup>199</sup> Bkz. ve karş. Koschier, s. 162.

<sup>200</sup> Bu maddede yer alan muafiyet hâllerinin değerlendirilmesi hususunda geniş bilgi için bkz. Koschier, s. 162 vd.

<sup>201</sup> Anılan fıkranın Almanca metni şu şekildedir: "Die Übernahmekommission kann in berechtigten Fällen Ausnahmen von der Angebotspflicht gewähren, namentlich wenn:

- a. die Stimmrechte innerhalb einer vertraglich oder auf andere Weise organisierten Gruppe übertragen werden. Die Gruppe untersteht in diesem Fall der Angebotspflicht nur als Gruppe;
- b. die Überschreitung aus einer Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte der Gesellschaft resultiert;
- c. der Grenzwert nur vorübergehend überschritten wird;
- d. die Beteiligungspapiere unentgeltlich oder, im Rahmen einer Kapitalerhöhung, vorzugsweise gezeichnet werden;
- e. die Beteiligungspapiere zu Sanierungszwecken erworben werden."

<sup>202</sup> Konuya ilişkin detaylar ise, *FinfraV-FINMA* § 40 ve 41'de düzenlenmiştir. *FinfraV-FINMA* § 40 genel muafiyet hâllerini ele almaktadır. Anılan maddenin birinci fıkrasında kontrol değişikliğinin amacı ve niteliği göz önünde bulundurlarak muafiyet düzenlenmiştir. Buna göre, kurtarma amaçlı sermaye azaltımı ve takip eden sermaye artırımını sonrası kontrol değişikliğinin gerçekleşmesi ile pay ihracı kapsamında verilen satın alma taahhütleri uyarınca banka veya aracı kurumlar tarafından geçici süre ile kontrol eşliğinin aşılması genel muafiyet sebebidir. *FinfraV-FINMA* § 41'de ise, özel muafiyet hâlleri düzenlenmiştir. Anılan maddenin birinci fıkrasında haklı sebeplerle muafiyet verilebileceği düzenlenmektedir. İkinci fıkrada ise, haklı sebepler örnek kabilinden sayılmıştır. Bunlar, kontrolün elde edilememesi, kontrol değişikliğinin grup içi pay devirleri nedeniyle değişmemesi ve dolaylı kontrol ilişkilerinden kaynaklanan muafiyet hâllerine ilişkindir.

<sup>203</sup> Anılan fıkranın Almanca metni şu şekildedir: "Die Angebotspflicht entfällt, wenn die Stimmrechte durch Schenkung, Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben werden."

miras, mal paylaşımı, cebri icra vb. aslen iktisap nedeniyle gerçekleşmesine ilişkindir. Ancak, belirtmek gerekir ki, İsviçre doktrininde, söz konusu maddenin ikinci fıkrasında açıkça muafiyet verilmesinde değil de yükümlülüğün düşmesinden bahsedilmiş olmasına rağmen, bu fıkra da belirtilen aslen iktisap hâlleri de muafiyet kapsamında incelenmektedir<sup>204</sup>. Ancak, bu fıkra da “*yükümlülükten muafiyet*” yerine “*yükümlülüğün düşmesi*” ifadesinin kullanılmasının sebebi, aslen iktisap hâllerinde başvuruya ve haklı sebeplerin ayrıca gerçekleşip gerçekleşmediğine bakılmaksızın yükümlülüğün doğmamasıdır<sup>205</sup>.

## 2. Yönetim Kontrolü Oranının Aşılmasına Rağmen Yönetim Kontrolüne Fiilen Sahip Olamamanın Sonuçları

### a. Genel Olarak

Yukarıda da belirtildiği üzere, karşılaştırmalı hukukta ve Türk hukukunda pay alım teklifi yükümlülüğünün doğması için şekli kontrol ölçütü esas alınmış ve maddî anlamda yönetim kontrolüne kural olarak bir işlev tanınmamıştır. Bu düzenleme anlayışında şu iki durum ile karşı karşıya kalınması söz konusu olmaktadır: Şekli anlamda yönetim kontrolünün kabul edilmesinin doğal bir sonucu olarak, kontrol eşiğine ulaşılmadan fiili kontrol elde edilebilir. Şekli anlamda yönetim kontrolünün ölçü alınmasındaki hukukî menfaat daha üstün tutulmuş olduğundan, bu tür sonuçlar, bilinçli bir biçimde pay alım teklifi yükümlülüğünün kapsamı dışında bırakılmıştır.

Şekli anlamda yönetim kontrolünün pay alım teklifi yükümlülüğünde ölçüt olarak alınması, bunun dışında, pay iktisabı ile yönetim kontrolü için mevzuatta belirlenen kontrol oranının aşılması olmasına rağmen, fiilen yönetim kontrolünün elde edilememesi durumu ile karşılaşılmamasına yol açabi-

li. Karşılaştırmalı hukukta, yönetim kontrolünün maddî anlamda sağlanamamış olmasına bazı istisnai durumlarda özel bazı sonuçların bağlandığını görüyoruz. Şekli anlamda yönetim kontrolüne yüklediği işlevler, pay alım teklifi yükümlülüğünün düzenleniş amacı, düzenlemenin yapıldığı ülkenin sermaye ve ortaklık yapılarına göre her hukuk sistemi bu konuyu ele almaktadır<sup>206</sup>. Örneğin, İngiliz hukukunda düzenlenen muafiyet hâllerinden birisi kontrol oranının üzerinde pay iktisabına rağmen, hedef ortaklıkta %50 veya daha fazla oranda paya sahip başka bir kimsenin bulunmasıdır<sup>207</sup>. Bunun dışında, İngiliz hukukunda yönetim kontrolüne sahip bir kimsenin yapacağı pay iktisabı ile kontrol oranının üzerine çıkması, diğer bir deyişle pay iktisabının mevcut kontrol yapısında bir değişikliğe yol açmaması ayrı bir muafiyet sebebi olarak düzenlenmemiştir.

İsviçre hukukunda yönetim kontrolünün şeklen elde edildiği ancak maddî olarak elde edilemediği durumlarda muafiyet öngörülmesi, *FinfraV-FINMA* § 41/2 uyarınca yalnızca pay iktisabı-

<sup>204</sup> Schenker, s. 494 vd.

<sup>205</sup> Bu hususta bkz. *Tschäni/Iffland/Diem*, s. 46, N. 89. Anılan yazarların değerlendirmesi *FinfraG* ve *FinfraV-FINMA* 'nın yürürlüğe girmesi sonucu ilga edilen *Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel* ve *Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommision vom 25. Juni 1997 über die Börsen und den Effektenhandel*'de yer alan hükümler hakkında olmakla birlikte, bu hükümler, yeni mevzuatta da aynen muhafaza edilmiş olduğundan, söz konusu değerlendirmeler geçerliliğini korumaktadır.

<sup>206</sup> Nitekim, bu husustaki düzenlemenin “*sermaye piyasalarının, ekonomik gelişmeye olanak sağlayacak ve yatırımcılar için güven uyandıracak şekilde, düzen ve istikrar içinde işlemesi amacıyla düzenleme ve denetim yapmakla görevli olan davalı idarenin, küçük yatırımcıların korunması ve yatırımlarda artışın sağlanması amaçları arasında denge gözetmesi ve çatışan bu amaçları bağdaştırmaya çalışması gerektiği*” şeklindeki değerlendirilmesi neticesinde, mülga Seri: IV, No: 44 sayılı Tebliğ ile kontrol oranının %50'ye çıkarılmasının iptali istemiyle açılan davada Danıştay 13. Dairesi'nin davanın reddi yönündeki 19/10/2016 t. E. 2011/1015, K. 2016/3348 sayılı kararını bu çerçevede değerlendirmek gerekir (kararın metni için bkz. <https://www.lexpera.com.tr/ictihat/danistay/13-d-e-2011-1015-k-2016-3348-t-19-10-2016>). Buna karşılık, *Varrottil*, Hindistan hukukunda şekli anlamda yönetim kontrolü anlayışı benimsenmiş olmakla birlikte, yönetim kontrolü tanımındaki esneklik sebebiyle Hindistan Yargıtayı'nın kontrol oranının %15 olduğu bu hukuk sisteminde %14,45 oranında mevcut kontrol sahibinden pay iktisap eden kişi için pay alım teklifi yükümlülüğü getirilmesi gerektiğine karar verildiğini belirtmektedir (s. 223). Ancak anılan hukuk sisteminde uygulama alanı bulan bu yaklaşım tarzının Türk hukukunda benimsenmesi, kontrol tanımının kesinliği ve kanunda açıkça öngörülmüş olması karşısında mümkün değildir.

<sup>207</sup> Anılan muafiyet “*Shares carrying 50% or more of the voting rights*” başlıklı md. 5-b'de düzenlenmiş olup, sözkonusu bendin İngilizce metni şu şekildedir: “*(b) shares carrying 50% or more of the voting rights are already held by one other person;*”

na rağmen pay iktisap eden kişi veya grubun karşısında kendilerinden daha yüksek oranda bir oy blokunun olmasına özgülenmiştir<sup>208</sup>. *FinfraV-FINMA*'da öngörülen bu muafiyet hâli, pay alım teklifi yükümlülüğü öngörülmesinin hakkaniyetle bağdaşmaması ile açıklanabilir.

Benzer şekilde, Alman hukukunda da, *WpÜG-Angebotsverordnung* § 9'un ikinci paragrafının (1) ve (2) no'lu bentlerinde kontrol oranının üzerinde pay iktisabına rağmen yönetim kontrolünün fiilen elde edilememiş olmasına pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyet öngörülmüştür<sup>209</sup>. Buna göre, hedef ortaklıkta üçüncü bir kişinin kontrol oranı üzerinde pay iktisap eden kişiden daha fazla oy hakkı içeren pay üzerinde tasarruf edebilmesi ile geçmiş üç olağan genel kurul toplantısında temsil edilen oy hakları göz önünde bulundurulduğunda, pay iktisabı ile kontrol oranını geçen kimsenin hedef ortaklık genel kurulunda %50'den fazla oy hakkı kullanmasının beklenmemesi hâllerinde pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyet getirilebilir.

Avusturya hukukunda da bu yaklaşımın izlerini görmek mümkündür. Gerçekten de *ÜbG* § 24/1'de yönetim kontrolünün kontrol eşliğinin aşılmasına rağmen elde edilmemesi nedeniyle pay alım teklifi yükümlülüğünden muafiyet hâlleri düzenlenmiştir<sup>210</sup>. Bunlardan ilki, pay iktisabı ile kontrol oranının üzerine çıkılmış olmasına rağmen

kontrol imkânının elde edilememiş olmasıdır<sup>211</sup>. *ÜbG* § 24/2'de bununla ilgili üç durum öngörülmüştür: *ÜbG* § 24/2-1 uyarınca, kontrol oranının üzerinde pay iktisabın rağmen üçüncü bir kişinin çoğunluğa sahip olması<sup>212</sup> söz konusu durumun yaşanabileceği ilk ihtimal olarak düzenlenmiştir. *ÜbG* § 24/2-2'de ise, diğer pay sahiplerinin varlığı nedeniyle genel kurulda çoğunluk imkânının kontrol oranının üzerinde pay iktisabın rağmen elde edilememesi ikinci ihtimal olarak hükme bağlanmıştır<sup>213</sup>. Üçüncü ihtimal olarak ise, *ÜbG* § 24/2-3'te ortaklığın esas sözleşmesinde kimsenin %30'dan fazla oy hakkını kullanamayacağını öngörülmesi suretiyle pay iktisabına rağmen yönetim kontrolünün fiilen elde edilememesi düzenlenmiştir<sup>214</sup>.

Avusturya hukukunda *ÜbG* § 24 kapsamındaki ikinci muafiyet sebebi ise, *ÜbG* § 24/3'te düzenlenmiştir. Bu fıkrada kontrol değişikliğinin hiç gerçekleşmemesi, daha doğru bir deyişle, hukukengörünüşte kontrol oranının üzerinde bir pay iktisabı gerçekleşmiş olmasına rağmen, hedef ortaklıkta gerçek anlamda kontrol değişikliğinin olmaması, pay iktisabına rağmen mevcut kontrol ilişkilerinin iktisadi anlamda devam etmesi söz konusudur<sup>215</sup>. Bu fıkrada dört farklı durum düzenlenmiştir. Anılan fıkranın ilk bendi, payları devreden kimsenin devralan kişinin kontrolünü elinde bulundurmasına ilişkindir<sup>216</sup>. Burada devreden hâkim, devralan

<sup>208</sup> Anılan fıkranın ilk iki bendinin Almanca metni şu şekildedir: "Als weitere berechtigte Fälle nach Artikel 136 Absatz 1 FinfraG können insbesondere die Fälle gelten, in denen:

- die erwerbende Person die Zielgesellschaft nicht kontrollieren kann, weil eine andere Person oder eine Gruppe über einen höheren Stimmenanteil verfügt;
- ein Mitglied einer organisierten Gruppe nach Artikel 136 Absatz 1 Buchstabe a FinfraG auch einzeln den Grenzwert überschreitet;...".

<sup>209</sup> Anılan paragraf ile bu paragrafın ilk iki bendinin Almanca metni için bkz. yukarıda dn. 196.

<sup>210</sup> Anılan fıkranın Almanca metni şu şekildedir: "Die Angebotspflicht besteht nicht, wenn die Beteiligung an der Zielgesellschaft im Sinn von §§ 22 bis 22b keinen beherrschenden Einfluss auf diese vermitteln kann oder wenn der Rechtsträger, der diesen Einfluss bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise letztlich ausüben kann, nicht wechselt. In diesen Fällen kommt auch § 22b Abs. 2 und 3 nicht zur Anwendung. Der Sachverhalt ist der Übernahmekommission unverzüglich, spätestens aber innerhalb von 20 Börsentagen ab Erlangen der Beteiligung mitzuteilen."

<sup>211</sup> Nitekim, *Koschier*, *ÜbG* § 24/2'de düzenlenen bu muafiyet sebebini hakimiyet imkânsızlığı (*keine Beherrschungsmöglichkeit*) başlığı altında incelemektedir (bkz. s. 141 vd.).

<sup>212</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "ein anderer Aktionär zusammen mit den mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern (§ 1 Z 6) über zumindest gleich viele Stimmrechte an der Zielgesellschaft wie der Bieter verfügt;"

<sup>213</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "die Aktien aufgrund der üblichen Anwesenheit der anderen Aktionäre in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft nicht die Mehrheit der Stimmrechte vermitteln;"

<sup>214</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "die Ausübung der Stimmrechte aufgrund eines satzungsmäßigen Höchststimmrechts (§ 12 Abs. 2 AktG) auf höchstens 30 vom Hundert beschränkt ist."

<sup>215</sup> Bkz. ve karşı. *Koschier*, s. 150. Yazar bu fıkrada düzenlenen hususları kontrol değişikliğinin olmaması (*kein Kontrollwechsel*) olarak nitelendirmektedir (s. 150).

<sup>216</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "Aktien auf einen Rechtsträger übertragen werden, an dem der Übertragende eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende

ise yavru ortaklık konumundadır. Hedef ortaklıkta kontrol oranının üzerindeki pay devri yukarıdan aşağıya doğru gerçekleşmektedir.<sup>217</sup> İkinci bentte ise, ilkinin tam tersi söz konusudur. Bu defa, hedef ortaklık paylarını devreden yavru ortaklık, devralan ise payları devreden hâkim ortaklığı konumundadır.<sup>218</sup> Dikkat edileceği üzere, bu iki durumda muafiyet, esas itibarıyla aynı gruba dâhil ortaklıklar arasında gerçekleşen pay devirleri nedeniyle gerçek anlamda bir kontrol değişikliğinin olmaması nedeniyle tanınmaktadır.<sup>219</sup> Üçüncü durum ise, payları devralanın bir vakıf olması, ancak devreden vakfın yönetiminin münhasıran kontrolüne sahip olmasıdır.<sup>220</sup> Nihayet dördüncü durum ise, hedef ortaklıkta başka bir pay sahibi ya da onunla birlikte hareket edenler ile oy anlaşması yapılmamış veya sona erdirilmemiş olmasına ilişkindir.<sup>221</sup>

Görüldüğü gibi, karşılaştırmalı hukukta şekli anlamda yönetim kontrolünün olumlu işlevi kabul edilmiş, ancak olumsuz işlevi tanınmamıştır. Zira, kontrol oranının üzerinde oy hakkı elde

edilmiş olması, fiilen o ortaklığı yönetme olanağına sahip olunamamış olsa bile pay alım teklifi yükümlülüğüne yol açmamakta, sırf şekli ölçütü karşılandığı için bu yükümlülüğün uygulanmasına izin verilmemektedir. Aksine, bu durum anılan yükümlülüğün muafiyet sebebi olarak öngörülmüştür.<sup>222</sup> Ancak karşılaştırmalı hukukta bu konuda düzenleme yapılırken, dikkat edileceği üzere somut belirleme yapılmış, pay iktisabına rağmen yönetim kontrolünün elde edilememesi somut hukuki olgulara bağlanmıştır. Başka bir deyişle, fiili olgular sebebiyle pay iktisabına rağmen yönetim kontrolünün elde edilememesine önem atfedilmemiştir.

Aynı şekilde, pay iktisabı ile kontrol oranının üzerinde oy hakkı elde edilmesinin mevcut kontrol yapısında bir değişikliğe yol açmaması durumuna ilişkin düzenlemeler de nesnel ölçüt kullanılarak yapılmıştır. Buna göre, karşılaştırmalı hukukta, mevcut kontrol yapısının değişmemesi sadece grup içi veya birlikte hareket eden kişiler arası pay devirlerine özgülenmiştir.

## b. Türk Hukukunda Benimsenen Yaklaşım

### i. Genel Olarak

Kontrol oranının yüksek belirlendiği Türk hukukunda, bu konuda İsviçre, Alman veya Avusturya hukuklarına benzer bir düzenleme bulunmamaktadır. Gerçekten de, SPKn. md. 26/2 hükmü ile II-26.1 sayılı Tebliğ'de yönetim kontrolü kavramının tanımlanması ile pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğü uygulamasında son derece

*Beteiligung hält; wurden die Aktien bisher von einer Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger gehalten, so gilt dies sinngemäß, wenn die Willensbildung des Rechtsträgers, auf den die Aktien übertragen werden, nicht von einem anderen Rechtsträger oder einer anderen Gruppe von Rechtsträgern beherrscht werden kann;*"

<sup>217</sup> Koschier, s. 153.

<sup>218</sup> Koschier, s. 154; anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "Aktien auf einen Rechtsträger übertragen werden, der eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende Beteiligung am Übertragenden hält; werden die Aktien auf mehrere Rechtsträger übertragen, so gilt dies sinngemäß, wenn die Willensbildung in der Zielgesellschaft nicht von einem anderen Rechtsträger oder einer anderen Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger beherrscht werden kann;"

<sup>219</sup> Her ne kadar ÜBG § 24/3-1 ve 2 bentlerinin lafzına bakıldığında iki kardeş ortaklığın (%100'igen Schwestergesellschaft) veya paralel yapılar arasındaki pay devirlerinin muafiyet kapsamında olup olmadığı açık değildir. Ancak Seilern Aspeng, böyle durumlarda aynı maddenin birinci fıkrasındaki genel hüküm uyarınca muafiyet verilmesinin mümkün olduğu görüşündedir (s. 74-75).

<sup>220</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "Aktien auf eine Privatstiftung übertragen werden, auf deren Geschäftsführung ausschließlich bisher kontrollierend Beteiligte einen beherrschenden Einfluss ausüben können".

<sup>221</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "bei Abschluss oder Auflösung eines Stimmabstimmungsvertrags die Willensbildung in der Zielgesellschaft nicht von einem anderen Rechtsträger oder einer anderen Gruppe von Rechtsträgern beherrscht werden kann".

<sup>222</sup> Bu bakımdan, *Kendigelen*'in pay alım teklifi yükümlülüğünden istisnanın uygulanabilmesi için öncelikle bu yükümlülüğün doğmuş olması gerektiği, yönetim kontrolünde değişikliğin gerçekleşmediği durumlarda ise gerçekte istisna kılınacak bir yükümlülüğün henüz doğmamış olduğu, bu nedenle bu olasılıklara ilişkin Tebliğ düzenlemesinin istisna niteliğinde olmadığına ilişkin görüşüne (Zorunlu Çağrı, s. 1188) katılma imkânı bulamıyoruz. Zira, şekli anlamda yönetim kontrolünün değiştiği, ancak bu değişikliğin görünürde olduğu durumlarda karşılaştırmalı hukukta da muafiyet hâli öngörülmektedir. Karşılaştırmalı hukukta muafiyet hâli öngörülen bir hususun aşağıda detayları ile üzerinde durulacağı üzere, Türk hukukunda pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmadığı bir hâl olarak düzenlenmiş olması ise, kanaatimizce, muafiyet hâllerinin yükümlülüğün doğduğu, ancak daha üstün tutulan başka bir menfaatin bulunması sebebiyle bu yükümlülüğün muafiyet verilmesine ilişkin hâllere özgülenmiş olmasından ve buna bağlı pratik sonuçlardan (re'sen nazara alınma imkânı) kaynaklanmaktadır.

önemli bir bakış açısı değişikliği yapılmıştır. Bu bakış açısı değişikliğini anlayabilmek için öncelikle değiştirilen sistemin ne olduğunu hatırlamakta fayda vardır. Buna göre, pay alım teklifi yükümlülüğünün Türk hukukunda ilk defa öngörüldüğü mülga Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ<sup>223</sup> döneminde kontrol oranı aşılmadan da fiilen yönetim kontrolü elde edilmiş ise, pay alım teklifi yükümlülüğü öngörülebiliyordu. Zira, mülga Seri: IV, No: 8 sayılı Tebliğ md. 17/1 uyarınca kontrol oranının dışında “*bu orana bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü sağlayan paylarına sahip olanlar*” da pay alım teklifi yükümlülüğüne tâbi tutulmuştur. Diğer yandan, pay alım teklifi yükümlülüğü şeklen doğmuş olsa bile, pay iktisabına rağmen fiilen yönetim kontrolünün el değiştirmemiş olması muafiyet hâli olarak öngörülmüştü<sup>224</sup>. Görüldüğü gibi, mülga Tebliğ, belirli bir sermaye ve oy gücü eşğine pay iktisabıyla veya diğer herhangi bir yöntemle ulaşılmış olmasını pay alım teklifi yükümlülüğünün doğması için yeterli saymıştır. Başka bir deyişle, eski Tebliğ, pay alım teklifi yükümlülüğünün doğması için maddî anlamda yönetim kontrolü kavramını esas almıştır. Buna karşılık, söz konusu oranın aşılmasına rağmen yönetim kontrolünün elde edilememiş olmasını bu yükümlülüğün muafiyet hâlleri arasında değerlendirerek, menfaatler dengesini tesis etmiştir.

Görüldüğü gibi, yönetim kontrolü kavramının mülga Tebliğ'e göre, kontrol oranının altında pay iktisabına rağmen yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ve bu nedenle pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün doğması söz konusu olabilmekteydi. Aynı şekilde, mülga Tebliğ'de belir-

tilen sınırların aşılmasına rağmen yönetim kontrolünde bir değişiklik olmamasına da muafiyet verilmekteydi. Bu ise esasen şu iki halde söz konusu olabiliyordu:

- Pay iktisabı ile mülga Tebliğ'de belirtilen sınırların aşılmasına rağmen yönetim kontrolünün ele geçirilememesi,

- Pay iktisabının, iktisaptan önce de yönetim kontrolünü elinde bulunduran kişi veya grup tarafından gerçekleştirilmesi.

Ancak, daha sonra Seri: IV, No: 44 sayılı Tebliğ ile 2009 yılında bu yaklaşım terk edilmiş ve pay alım teklifi yükümlülüğünün doğması tümüyle kontrol eşğinin aşılmış olması ölçütüne bağlanmıştır; ayrıca, pay iktisabına rağmen yönetim kontrolünün el değiştirmemiş olmasına dayanan muafiyet uygulamasına da son verilmiştir. Yeni düzenleme anlayışı 6362 sayılı SPKn. md. 26'da ve bu maddeye dayalı olarak çıkarılan II-26.1 sayılı Tebliğ'de de aynen korunmuştur. Yeni düzenleme anlayışına göre, yukarıda da belirtildiği üzere, kontrol oranı aşılmış ise, II-26.1 sayılı Tebliğ md. 14/1-c, ç ve d bentlerinde yer alan sınırlı bazı hâller hariç, ayrıca yönetim kontrolünün fiilen el değiştirip değiştirmediğine bakılmaksızın pay alım teklifi yükümlülüğü doğar. Aşağıda detayları ile inceleneceği üzere, II-26.1 sayılı Tebliğ md. 14/1-c, ç ve d bentlerinde ise, yönetim kontrolü değişikliğinin görünüşte gerçekleşmesi, kontrol oranının aşılmasına rağmen gerçek ve fiilî anlamda yönetim kontrolünde bir değişikliğin oluşmadığı bazı istisnai durumlara özgü pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmaması sonucu bağlanmıştır.

## ii. Yönetim Kontrolünde Değişikliğin Görünüşte Gerçekleşmesi- Gerçek Durumda Değişikliğin Oluşmaması veya Yönetim Kontrolünün Değişmemiş Olması Hâlleri

### (aa) Kontrol Oranının Altına İniliş Belli Bir Sürede Tekrar Aşılması

II-26.1 sayılı Tebliğ'in 14/1-c bendinde, yönetim kontrolüne sahip olan ortağın, ortaklıktaki oy oranının aynı Tebliğ md. 12'de belirtilen kontrol oranının, yani %50'nin altına düşmesinden sonra, yönetim kontrolü henüz üçüncü kişilere geçmeden yapacağı yeni pay alımları ile ortaklık oy

<sup>223</sup> Bu Tebliğin yürürlüğü hakkında bilgi için bkz. yukarıda dn. 84.

<sup>224</sup> Anılan Tebliğin ilk hâlinde bu husus “*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.*” şeklinde ifade edilmiştir. Söz konusu düzenleme anlayışı, ve bu anlayışın doğal bir sonucu olarak öngörülmüş olan bu muafiyet hâli, 2/9/2009 tarihli ve 27337 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri: IV, No: 44 sayılı Tebliğ ile değiştirilip, kontrol oranı %50 oranına çıkarılıncaya kadar uygulanmıştır.

haklarının %50'den fazlasına tekrar sahip olması hâlinde de, pay alım teklifinin doğmayacağı hükme bağlanmıştır.

Anılan hükmün uygulanabilmesi için üç şart öngörülmüştür. İlk olarak yönetim kontrolünün oy haklarının %50'sinden fazlasına sahip olmak suretiyle mevcut olması gerekmektedir.

Bu şartın kapsamı ile ilgili iki hususun tartışılması gerekir. Anılan fıkrada yönetim kontrolüne sahip ortağın ortaklıktaki oy oranının kontrol oranının altına düşmesinden bahsedilmektedir. Buna göre, birlikte hareket edenlerin sahip olduğu toplam oy oranı ile kontrol oranının aşıldığı durumlarda, birlikte hareket eden kişilerden birinin sahip olduğu payları satıp, kontrol değişikliği olmadan bu payları tekrar iktisap etmesi durumunda da bu istisnanın uygulanıp uygulanmayacağı açıklığa kavuşturulmalıdır. Fıkrada ortağın veya birlikte hareket eden kişilerin ifadesine yer verilmediğine göre, bu hükmün kapsamının da buna göre dar bir biçimde uygulanması yerinde olacaktır.

İkinci olarak, bu hükmün yönetim kontrolünün yönetim kurulunda temsil edilme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip olunması, ancak bu payların çoğunluğunun bir başkasına devredilip, daha sonra tekrar geri alınması durumunda da uygulanıp uygulanmayacağı tartışılmalıdır. Doktrinde *Manavgat*, bu durumda da söz konusu hükmün uygulanması gerektiği görüşündedir<sup>225</sup>. Ancak, anılan fıkranın lafzı bir bütün olarak incelendiğinde, burada düzenlenen hususun, münhasıran oy haklarının çoğunluğuna sahip olunmasından kaynaklanan yönetim kontrolünün pay devri ile kaybedilip, kontrol bir başka kişiye geçmeden tekrar yapılan iktisaplar ile kontrol oranının %50'yi geçmesine yönelik olduğu görülecektir. Dolayısıyla, olması gereken hukuk bakımından her iki durumu da kapsayacak şekilde bir uygulama yapılması şüphesiz daha isabetli olacaksa da, maddenin lafzı ve istisna getiren hükümlerin yorum yoluyla genişletilememesine ilişkin genel yorum ilkesi göz önünde bulundurulduğunda<sup>226</sup>, hükmün lafza

uygun şekilde dar kapsamıyla yorumlanması gerekmektedir.

İkinci şart, kontrol oranının altına inilmesi ile tekrar bu oranın üzerinde pay iktisap edilerek kontrol oranının aşılması arasındaki süre zarfında yönetim kontrolünün üçüncü bir kişiye geçmemiş olmasıdır. II-26.1 sayılı Tebliğ md. 18/1-b'den farklı olarak burada yönetim kontrolünün icra edilmesi değil, elde edilmiş olması yeterli sayılmıştır. Başka bir deyişle, kontrol oranı altına inilirken üçüncü kişinin kontrol oranının üstüne çıkmış olması durumunda, payları devrederek yönetim kontrolünü kaybeden ilk kişinin bir süre sonra tekrar kontrol oranının üzerinde paya sahip olması bu istisnanın uygulanmasına imkân vermez. Dolayısıyla yapılan pay devri veya devredilen payların yanı sıra, mevcut veya diğer kişilerden aldığı paylar neticesinde üçüncü bir kişinin yönetim kontrolünü elde etmiş olması hâlinde, bu kişinin bu süre zarfında elde etmiş olduğu paylar ile yönetim kontrol gücünü fiilen icra edip etmediğine bakılmaksızın, artık bu hükümden yararlanılamaz.

Üçüncü şart, kontrol oranını altına inen ile tekrar kazanan kişinin aynı kişi olmasıdır. Burada da birlikte hareket ettiği kişilerden birinin kontrol eşliğinin geçilmesine katkı vermesi gibi durumlar hükmün uygulama alanına girmemektedir.

#### **(bb) Kontrol Oranının Grup İçi Pay Devirleri ile Aşılması**

II-26.1 sayılı Tebliğ md. 14/1-ç bendinde, yönetim kontrolünü sağlayan oy haklarının, aynı gerçek veya tüzel kişi tarafından yönetim kontrolüne sahip olunan grup içerisinde yapılan devir işlemleri sebebiyle elde edilmesi de pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmadığı hâllerin kapsamına alınmıştır<sup>227</sup>. Bu hükmün uygulamasında, grup ifadesi ile kastedilen hususun ne olduğunun ortaya konulması gerekir. Tebliğin genelinde birlikte hareket eden kişiler için yalnızca "*birlikte hareket eden*" ifadesi kullanılmış olduğundan, grup ile

<sup>225</sup> *Manavgat*, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 370.

<sup>226</sup> Bu yorum ilkesine ilişkin bilgi için pek çokları yerine *Gözler*, s. 302.

<sup>227</sup> Bu hükümden istisnanın sadece oy haklarının değişmesine özgülenmiş olmasının yerinde olmadığı, istisnanın kapsamının dar tutulması nedeniyle grup şirketleri arasında imtiyazlı payların devri yoluyla yönetim kontrolünün el değiştirmesi sonucunda pay alım teklifi yükümlülüğünün doğacağı görüşü için bkz. *Türkyılmaz*, s. 96.

ifade edilen hususun birlikte hareket eden kişiler olmadığı, aksine münhasıran şirketler topluluğu olduğu sonucuna varmak mümkündür<sup>228</sup>. Başka bir deyişle, birlikte hareket edenler arasında yapılacak pay devirleri ile içlerinden birinin kontrol oranını aşacak oranda paya sahip olunması durumunda, bu kişinin söz konusu istisnadan yararlanması mümkün değildir. Dolayısıyla şirketler topluluğuna dâhil edilebilecek ortaklıkların birbirleri arasındaki pay devirlerinin de bu kapsama girdiğini kabul etmek gerekir. Örneğin, hedef ortaklık paylarının yavru ortaklıklardan birinden diğerine devredilmesi veya yavru ortaklıktan hâkim ortaklığa veya hakim ortaklıktan yavru ortaklığa devredilmesi bakımından bir farklılık bulunmamaktadır. Buna göre, birlikte hareket eden kimseler arasından birisi yeni pay iktisabı ile kontrol oranını tek başına da aşacak düzeye gelmiş olursa, pay alım teklifi yükümlülüğü doğar. Birlikte hareket eden kişilerin kendi arasındaki pay devirlerinde de aynı durum geçerli olacaktır.

Öte yandan bu konuda karşılaştırmalı hukukta bazı ülkelerde sadece şirketler topluluğuna dâhil ortaklıklar için değil, birlikte hareket edenler arasındaki pay devirleri ile ilgili de muafiyet hâllerinin öngörüldüğünü belirtmek gerekir. Örneğin, İngiliz hukukunda da, *Panel*'in 9.1 no'lu kurala ilişkin açıklamasında bu hususa özel olarak değinilmiştir<sup>229</sup>. Buna göre, *Panel*, grubun liderinin veya en büyük pay sahibinin değişip değişmediğine, gruptaki pay sahipleri arasındaki dengenin önemli ölçüde farklılaşp farklılaşmadığına, ödenen

bedele, grup içindeki ilişkiye ve ne kadar süreden beri birlikte hareket edildiğine bakarak karar verecektir<sup>230</sup>.

İsviçre hukukunda ise, bu hususta hem *FinfraG*'da hem de *FinfraV-FINMA*'da hüküm bulunmaktadır. *FinfraG* § 136/1-a grup içi pay devirlerini muafiyet hâllerinden biri olarak düzenlemiştir<sup>231</sup>. *FinfraV-FINMA* § 41/2 hükmünde ise, *FinfraG*'da muafiyet hâli olarak öngörülen hususlar hakkında daha açıklayıcı tarzda düzenleme yapılmış ve özellikle hangi hâllerin *FinfraG* § 136/1 kapsamında değerlendirilebileceği hususunda detaylı hükümler öngörülmüştür. İşte anılan Yönetmeliğin md. 2-b bendinde, grup üyelerinden birinin bireysel olarak kontrol oranını geçmesinin muafiyet kapsamında değerlendirileceği hükme bağlanmıştır<sup>232</sup>. Öte yandan, *FinfraG*'dan önce yürürlükte olan mülga *Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel* § 32/2-a'da ve mülga *Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommision vom 25. Juni 1997 über die Börsen und den Effektenhandel* § 34/2-b'de bu hususun tümüyle aynı şekilde düzenlendiği dönemde İsviçre Federal Mahkemesi'nin *Quadrant* kararında, konu bu yönüyle ele alınmış ve maddenin mefhumu muhalifinden birlikte hareket eden grubun grup olarak paylarının aynı oranda kalması, ancak grup içi pay devirleri sonucu gruba dâhil kimselerden birinin tek başına kontrol oranını geçmesi durumunun muafiyet kapsamında olduğuna hükmedilmiştir<sup>233</sup>.

Avusturya hukukunda *ÜbG* § 22a'da grup içi pay devirleri ile ilgili üç ayrı husus üç ayrı bent

<sup>228</sup> Bu bentte aynı şirketler topluluğu şemsiyesi altındaki kişiler arası pay devirlerinin düzenlendiği hususunda bkz. *Kendigelen*, Zorunlu Çağrı, s. 1188. Gerçekten de, kanun koyucunun düzenlediği şeyin belirli bir özelliğini dikkate alarak, yani sırf o şeye özgü düzenleme yaptığı durumlarda geçerli olan "bir şeyi zikretmek, diğerini dışlamaktır" (*expressio unius est exclusio alteris-tahsisüşşey bizzikr*) yorum ilkesi gereği, söz konusu bentte kullanılan grup ifadesinin kapsamına birlikte hareket edenler dâhil edilemez (Bu yorum ilkesi hakkında bilgi için bkz. *Gözler*, s. 306 vd.).

<sup>229</sup> Bkz. *Panel*'in F Bölümü'nde yer alan "The Mandatory Offer and Its Terms" başlıklı (9) no'lu kuralın "Notes on Rule 9.1 Persons Acting in Concert" alt başlıklı kısmın (4) no'lu "Acquisition of interests in shares by member of a group acting in concert" başlığında yer alan açıklamalar, [www.TheTakeoverpanel.org.uk/up\\_content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018](http://www.TheTakeoverpanel.org.uk/up_content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018) s. F5.

<sup>230</sup> Bu hususta bkz. *Manavgat*, Aleni, s. 123.

<sup>231</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "Die Übernahmekommission kann in berechtigten Fällen Ausnahmen von der Angebotspflicht gewähren, namentlich wenn:

a. die Stimmrechte innerhalb einer vertraglich oder auf andere Weise organisierten Gruppe übertragen werden. Die Gruppe untersteht in diesem Fall der Angebotspflicht nur als Gruppe;"

<sup>232</sup> Anılan bendin Almanca metni şu şekildedir: "Als weitere berechnigte Fälle nach Artikel 136 Absatz 1 FinfraG können insbesondere die Fälle gelten, in denen:...

b. ein Mitglied einer organisierten Gruppe nach Artikel 136 Absatz 1 Buchstabe a FinfraG auch einzeln den Grenzwert überschreitet;"

<sup>233</sup> Bu hususta bkz. BGE 130 II 530, S. 544, özellikle 5.3.2 no'lu paragrafta yer alan açıklamalar.



altında düzenlenmiştir<sup>234</sup>. Bunlardan (2) ve (3) no'lu bentlerde birlikte hareket eden grubunun dağılması iki farklı şekilde ele alınmıştır. İlk durum, (2) no'lu bent uyarınca grubun dağılması ve içlerinden bir üyenin kontrolü tek başına elde etmesidir<sup>235</sup>. İkinci durum ise, grubun dağılması ve yeni bir grubun kontrolü elde etmesidir<sup>236</sup>. Görüldüğü gibi, gruptaki değişimin yeni bir kontrol ilişkisini doğurduğu durumlarda pay alım teklifi yükümlülüğü öngörülmüş olmaktadır. Bu hükmün mefhum-u muhalifinden hareketle, kontrol ilişkisinin değişmediği pay devirlerinde pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmayacağı söylenebilir. Nitekim, muafiyet hâllerini düzenleyen *ÜbG* § 24/3-1 ve 2 bendinde, birlikte hareket eden kişilerden tüzel kişinin kontrolünün bir başka kişi veya grupta olmaması hâlinde pay devrinin muafiyet kapsamında olduğu belirtilmiştir.

Türk hukukunda ise, birlikte hareket eden kimselerin kendi aralarındaki pay devirleri veya grup üyelerinden bir kısmının yeni pay iktisabı ile kontrol eşliğini tek başına geçmeleri durumunda ayrı bir muafiyet hâli öngörülmediği yukarıda belirttik. Ancak, kanaatimizce bu hususta İsviçre hukukunda olduğu gibi bir düzenlemenin yapılması yararlı olacaktır.

Nihayet, bu hususta değerlendirilmesi gereken ikinci bir durum ise, kontrol oranını tek başına pay iktisabı ile elde eden bir kimsenin daha sonra bu payların bir kısmını başka kişilere devrederek kontrol oranının altına inmesi, ancak payların bir kısmını devrettiği kimseler ile birlikte hareket eden

grubunu oluşturmuş olmasıdır. Bu durumda ise, dikkat edileceği üzere, pay iktisabı görünüşte gerçekleşmekte, başka bir deyişle pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmasını engellemek amacıyla yapılmaktadır. Dolayısıyla, hakkında pay alım teklifi yükümlülüğü getirilen kişinin payları bir başka kişi ya da kişilere devretmesi hâlinde de payları devrettiği kişi ya da kişiler ile birlikte hareket edip etmediği de incelenmelidir<sup>237</sup>. Zira, aralarında birlikte hareket etme iradesi varsa, payların devredilmiş olması pay alım teklifi yükümlülüğünü kendiliğinden ortadan kaldırmaz. Buna karşılık, böyle bir irade bulunmuyorsa, zorunlu pay alım teklifinin bu kişinin üzerinden kendiliğinden kalktığını söylemek gerekir. Bu takdirde, yönetim kontrolünü yeni bir kişi elde etmişse bu kişinin pay alım teklifi yükümlülüğünü yerine getirmesi, kontrol yapısı tümüyle ortadan kalkmış ise, pay alım teklifi yükümlülüğünün kalkması gerekir. Sermaye Piyasası Kurul tarafından bir işlem tesis edilmişse, bu kararın da geri alınması uygun olacaktır.

#### **(cc) Payı Devralan ile Devreden Arasında Özel Anlaşma Yapılarak Yönetim Kontrolünün Paylaşılması**

II-26.1 sayılı Tebliğin md. 14/1-d bendinde, *“Ortaklığın yönetim kontrolüne sahip ortaklarından paylarının bir kısmının satın alınması sonucunda, satın alınan; ortaklığın oy haklarının yüzde ellisi veya daha azına sahip olması koşuluyla, bir yazılı sözleşme çerçevesinde pay devri öncesinde yönetim kontrolüne sahip ortak ile ortaklığın yönetim kontrolünü eşit veya daha az bir oranla paylaşması.”* pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmadı hâllerin sonuncusu olarak düzenlenmiştir. Bu hüküm, pay iktisabına rağmen kontrol değişikliğinin gerçekleşmemesi, daha doğru bir ifade ile kontrolün paylaşılması olgusunun yönetim kontrolü değişikliği olarak sayılmaması yaklaşımını yansıtmaktadır. Bu yönüyle, diğer pay alım teklifi yükümlülüğü doğmayan hâllerden ayrılmaktadır. Zira, diğer hâllerde, yukarıda değinildiği üzere,

<sup>234</sup> Anılan maddenin Almanca metni şu şekildedir: *“Die Angebotspflicht nach § 22 Abs. 1 besteht auch, wenn*

1. *eine Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger begründet wird, die zusammen eine kontrollierende Beteiligung erlangen;*
2. *eine Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger aufgelöst wird und dadurch ein Rechtsträger allein oder eine andere Gruppe von Rechtsträgern eine kontrollierende Beteiligung erlangt;*
3. *durch die Änderung der Zusammensetzung einer Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger oder der Absprache zwischen diesen Rechtsträgern die Willensbildung in der Gruppe von einem anderen Rechtsträger oder einer anderen Gruppe von Rechtsträgern beherrscht werden kann, wenn die Gruppe insgesamt eine kontrollierende Beteiligung hält.”.*

<sup>235</sup> Koschier, s. 114.

<sup>236</sup> Bu hususta bkz. Koschier, s. 115.

<sup>237</sup> Kolcuoğlu, böyle bir durumu muafiyet hâlleri ile ilişkilendirmiş ve pay alım teklifi gerçekleştirilinceye kadar payların elden çıkarılması hâlinde, kendisine daha önce pay iktisabı nedeniyle pay alım teklifi yükümlülüğü öngörülen kişiye muafiyet verilmesi gerektiğini ileri sürmüştür (s. 154).

esas itibariyle yönetim kontrolünün tümüyle görünürde değişmesi, kontrolü yeni elde eden kişinin kontrolü bırakan kişi ile aynı ya da aynı gruba dahil kişilerden biri olması söz konusudur. Bu hükümde ise, bu konudaki Danıştay ve Yargıtay kararları doğrultusunda kontrolün eşit olarak paylaşılmasının pay alım teklifine yol açmaması öngörülmüştür.

Görüldüğü gibi burada, yönetim kontrolüne sahip bir kimsenin paylarının bir kısmını bir başkasına satıp bu kişi ile yapacağı bir anlaşma doğrultusunda yönetimi paylaşması söz konusudur. Örnek vermek gerekirse, A, payları borsada işlem gören XYZ Demir Çelik İşletmeleri A.Ş.'nin %75'ine sahip olup, sahip olduğu paylarının %20'sini B'ye devretmiştir. Taraflar arasında özel bir anlaşma yapılmış olduğu tespit edilmiştir. Bu anlaşmaya göre A ile B XYZ Demir Çelik İşletmeleri A.Ş.'ni birlikte yöneteceklerdir. Burada B'nin yani payları iktisap edenin yönetimi eski ve tek başına kontrolü elinde bulunduran A ile eşit ya da daha az bir oranda paylaşması yönünde anlaşma varsa bu istisna söz konusu olur. Bunun dışındaki bir anlaşma ile fiilen kontrol B'ye bırakılmışsa, bu anlaşmanın 6362 sayılı SPKn. md. 26/3 kapsamında değerlendirilmesi gerekir. Dolayısıyla, bu hükmün oldukça dar bir uygulama alanı olduğu belirtilmelidir.

**(çç) İmtiyazlı Payların Varlığı Nedeniyle Sermayenin Çoğunluğunun İktisap Edilmesinin Kontrol Değişikliğine Yol Açmaması**

SPKn. md. 26/2'nin son cümlesi uyarınca, ortaklığın oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunması veya söz konusu orana bağlı olmaksızın yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunması, yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak kabul edilir.

İşte anılan fıkranın son cümlesinde oy hakkının çoğunluğu ile yönetimde temsil imtiyazına sahip payların çoğunluğunun farklı kişilerden olması hâlinde hangisine üstünlük tanınacağı ile ilgili son derece önemli bir hükme yer verilmekte-

dir. Buna göre, imtiyazlı paylar başka bir kişiye ait ise, bir kimse yalnızca oy haklarının çoğunluğunu elde etmiş, ancak o ortaklıkta yönetim kurulunda temsil hakkı sağlayan payların çoğunluğu başka bir kişinin elinde ise, oy haklarının çoğunluğuna sahip olan kişi yönetim kontrolünü elde etmemiş olarak kabul edilir. Ancak, bunun tersi geçerli değildir. Başka bir deyişle, oy haklarının çoğunluğunun bir kişide olduğu halka açık bir ortaklıkta yönetim kurulunda temsil hakkı sağlayan imtiyazlı payların çoğunluğu başka bir kişi tarafından iktisap edilirse, imtiyazlı payların çoğunluğunu elde eden kişi için pay alım teklifi yükümlülüğü doğar. Bu kişi, oy haklarının çoğunluğunun başka bir kişiye ait olduğunu ileri sürerek, bu yükümlülüğün kendisi için doğmadığını ileri süremez. Zira, anılan fıkrada, yalnızca, imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâllerin yönetim kontrolünün elde edilmesi kapsamında değerlendirilmeyeceği açık bir biçimde belirtilmiştir.

Dolayısıyla, bu hükümden hareketle, her ne kadar II-26.1 sayılı Tebliğ md. 14'te ayrıca zikredilmemiş olsa da, "imtiyazlı payların mevcudiyeti nedeniyle yönetim kontrolünün elde edilemediği hâlleri" de pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmadığı hâllerden biri olarak kabul etmek gerekir<sup>238</sup>.

**iii. Pay Alım Teklifi Yükümlülüğünden Muafiyet Hâllerinin Belirlenmesinde Yönetim Kontrolü Kavramının İşlevleri**

Sermaye Piyasası Kurulu, II-26.1 sayılı Tebliğ md. 18'de pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünden muafiyet hâlleri düzenlenmiştir.

Bunlar incelendiğinde, anılan maddenin birinci fıkrasının (b) ve (c) bentlerinde düzenlenen hususlarda yönetim kontrolünün önemli bir işlevinin olduğu görülmektedir. Buna göre, anılan Tebliğin md. 18/1-b hükmünde yönetim kontrolünün fiilen kullanılmamış olması kaydıyla kontrol oranının altına inilmesinin taahhüt edilmesine muafiyet sonucu bağlanmıştır. Başka bir deyişle, bu bent uyarınca kontrol oranının üzerinde elde edilen

<sup>238</sup> Daha farklı bir gerekçe ile aynı yönde bkz. *Türkyılmaz*, s. 91.

paylar ile kontrol gücünün fiilen icra edilmesi muafiyet verilmesine engel oluşturmaktadır.

Buna karşılık, aynı fıkranın (c) bendinde ise, dolaylı kontrol ilişkilerinde aracı-vasıta tüzel kişide meydana gelen yönetim kontrolü değişikliğinin hedef ortaklıkta yönetim kontrolünün elde edilmesine yönelik olmamasına muafiyet sonucu bağlanmıştır. Buna göre, aracı-vasıta tüzel kişi konumundaki ortaklığın varlık toplamı veya faaliyet hacmi içinde hedef ortaklığın çok küçük olması, yani aracı-vasıta tüzel kişi konumundaki ortaklığın yönetim kontrolünün elde edilmiş olmasının iktisadî bakımdan hedef ortaklıkta kontrol gücünü elde etmek olarak değerlendirilemeyecek olması muafiyet sebebi olarak öngörülmüştür.

Diğer muafiyet hâlleri ise, yönetim kontrolü değişikliğinin mahiyetine ilişkin bir değerlendirmeden ziyade, bu yükümlülüğün öngörülmesi ile korunmak istenen menfaatten daha üstün başka bir menfaatin bulunmasına dayanmaktadır<sup>239</sup>. Başka bir deyişle, daha üstün bir menfaat sebebiyle bu yükümlülüğün yerine getirilmesinden imtina edilmesine hukuk düzenince cevaz verilen hâlleri göstermektedir. Bu hâlleri, yönetim kontrolü değişikliğinin hedef ortaklığın finansal yapısının güçlendirilmesi nedeniyle yapılması (md. 18/1-a) ile söz konusu değişikliğin, özelleştirmeden (md. 18/1-ç), bankaya kredinin teminatı olarak verilmiş payların temerrüt nedeniyle bankanın mülkiyetine geçmesinden (md. 18/1-e) ve pay sahipliğinin niteliğini belirleyen bir mevzuat hükmünün yerine getirilmesi amacıyla payların devredilmesinden (md. 18/1-f) kaynaklanmış olması şeklinde sıralamak mümkündür. II-26.1 sayılı Tebliğ'in md. 18/1-d bendinde birleşme amaçlı ortaklıkların devralan sıfatıyla taraf olduğu birleşme işleminden kaynaklanan yönetim kontrolü değişikliğine muafiyet öngörülmesi ise, bu ortaklık tipine özgü bir kolaylık sağlamayı ve birleşme amaçlı ortaklıkların

devralan sıfatıyla taraf olduğu birleşmelerin teşvik etmeyi amaçlamaktadır<sup>240</sup>.

## SONUÇ

Yönetim kontrolünün kimde olduğu halka açık anonim ortaklıklara yatırım yapan kimseler için yatırım kararı almalarında ya da bu kararı değiştirmelerinde belirleyici role sahiptir. Bunun dışında, aralarında kontrol ilişkisi bulunan ortaklıkların birbiri ile girdikleri hukukî ilişkilerde de pay sahiplerinin ve diğer üçüncü kişilerin, alacaklıların korunması ihtiyacı doğar. Zira, bu ilişkide kontrol olgusunun varlığı tarafları, arada kontrol ilişkisi olmasaydı yapmayacakları bir işlemi yapmaya veya o şartlarda yapılmayacak bir işlemi yapmaya zorlayabilir.

Bütün bu olgular, yönetim kontrolünün özel olarak düzenlenmesi ihtiyacını ortaya koymaktadır. Nitekim, şirketler hukuku, bankacılık hukuku, rekabet hukuku ve sermaye piyasası hukukunda yönetim kontrolünün çeşitli yönleri ile düzenlendiğini görüyoruz.

Yönetim kontrolünün içeriği belirlenirken, maddî- fiilî veya şekli ölçütlerden yararlanılabilir. Bu belirlemede, hiç şüphesiz kontrolün hangi amaçlarla düzenlendiği esas alınır. Tüm bu ölçütlerin farklı şekillerde de olsa iç içe geçtiği ve kontrolün en temel düzenleme alanı, kanaatimizce pay alım teklifi yükümlülüğüdür. Buradaki düzenleme yaklaşımı, yönetim kontrolü kavramının anlaşılmasında ve diğer hukuk alanlarında yapılan düzenlemelerin yorumlanmasında da önemli bir role sahiptir.

Karşılaştırmalı hukukta, pay alım teklifi yükümlülüğünü düzenleyen bütün ülkelerde, şekli kontrol ölçütünün benimsenmiş olduğunu tespit ettik. Ancak, yönetim kontrolünün dolaylı olarak el değiştirmesinde, birlikte hareket edenlerin tespitinde maddî anlamda yönetim kontrolü ölçütünün kullanılması ihtiyacı doğmaktadır. Bunun dışında karşılaştırmalı hukuk incelendiğinde pay alım teklifi yükümlülüğünde şekli anlaşmada kontrol

<sup>239</sup> Muafiyet hâlleri ile ilgili bu genel gerekçe konusunda bkz. *Kendigelen, A.: Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünden Muafiyet, Hukukî Mütalaalar, C. VI, İstanbul 2004, s. 224, 335.*

<sup>240</sup> Bu hususta bilgi için bkz. *Okutan Nilsson, G.: Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklıklar, İstanbul 2016, s. 190-191.*

ölçütü için belirlenen kontrol oranının yüksekliği ile bu yükümlülükten muafiyet öngörülmesi için aranan şartlar arasında yakın bir ilişki olduğunu görüyoruz. Kontrol oranının oy haklarının %25-30 aralığında belirlendiği sistemlerde, yani kontrol oranının genel kuruldaki salt çoğunluğun altında olduğu ülkelerde, bu orana ulaşılmasına rağmen fiilî kontrolün el e3dilememiş olmasına muafiyet verilme imkanı tanınmıştır. Böylelikle menfaat dengesi kurulmaya çalışılmıştır.

Türk hukukunda ise, 2009 yılında yapılan değişiklik ile kontrol oranı salt çoğunluk olarak belirlenerek, bu hususta önemli bir sistem değişikliğine gidilmiş buna paralel olarak da kontrol oranının üzerinde paya sahip olunmasına rağmen fiilen kontrolün elde edilememiş olması ayrı ve bağımsız bir muafiyet öngörülmemiştir. Ancak, bunun tek istisnası SPKn. md. 26/2'de öngörülmiş olan kontrol oranının üzerinde pay iktisabına rağmen, hedef ortaklıkta yönetime katılma imtiyazına sahip payları elinde bulunduran başka bir pay sahibinin varlığıdır. Bunun dışında, II-26.1 sayılı Tebliğ'in 14/1-c, ç ve d bentleri hükümleri ise, kontrol oranının üzerindeki pay iktisabının hedef ortaklığın mevcut yönetim kontrolü üzerinde bir etkisinin bulunmadığı hâllere ilişkindir. Yani, zaten kontrolü elinde bulunduran kimsenin yeni pay iktisabında bulunması, aynı gruba dâhil ortaklıklar arasında pay devrinin yapılması gibi gerçekte kontrol değişikliğinin olmadığı hâllerde pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmayacağı açıkça düzenlenmiştir.

Bu durumda, şekli anlamda yönetim kontrolü yaklaşımının içinde barındırdığı iki eleştiri

konusu edilebilecek sonuçtan ilki olan, kontrol oranının hemen altında kalıp da fiili kontrolün elde edildiği hâllerde pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmaması hususu, bu anlayışın düzenleniş amacına uygun bir biçimde kabul edilmiş olmaktadır. Bu düzenleme anlayışı ile ilgili olarak eleştiri konusu edilebilecek ikinci husus ise, kontrol oranının görünürde aşıldığı durumlarda sırf kontrol oranı aşıldığı için yükümlülüğün doğması riskidir. Bu riskin giderilmesi amacıyla karşılaştırmalı hukukta bu gibi durumların muafiyet kapsamında değerlendirildiği görmüştük.

İşte, buna benzer şekilde, Türk hukukunda, bu tür olayların pay alım teklifi yükümlülüğünün doğmadığı hâller arasında düzenlendiğini tespit etmiş oluyoruz. Bununla birlikte, bu konunun, karşılaştırmalı hukuktan daha sınırlı bir biçimde ele alınmış olduğunu ve birlikte hareket edenler arası gerçekleştirilecek pay devirlerinin pay alım teklifi yükümlülüğü kapsamında bırakılmış olduğunu da belirtmemiz gerekir. Bu konuda da İngiliz ve İsviçre hukukunda benimsenen yaklaşımın Türk hukukuna da yansıtılması düşünülmelidir.

Nihayet, dolaylı kontrol ve birlikte hareket iradesinin tespitinde bir ölçü olarak ihtiyaç duyulan maddi anlamda yönetim kontrolü kavramının belirtilen durumlarda uygulanmasına ilişkin esasların da açık bir biçimde Avusturya hukukunda olduğu gibi düzenlenmesi, hiç şüphesiz, uygulamada oluşabilecek tereddütleri gidermek bakımından yararlı olacaktır.

## KAYNAKÇA

- Akın, İ.** (2014), Şirketler Topluluğu Sorumluluğu Hukuku, İstanbul.
- Altay, S., A.** (2009), Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Sermayeye Katımlı Ortak Girişimler, (Equity Joint Ventures), İstanbul.
- Aytaç, Z.** (2013), 'Yönetim Kurulu Üyelerinin Hakimiyetin Hukuka Aykırı Kullanılmasında Doğan Sorumluluğu', *Batider, C. XXIX, S. 4*, s. 5-51.
- Cahn, A.** (2011), 'Der Kontrollbegriff des WpÜG', Institute for Law and Finance, Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt am Main, Working Paper Series No: 128, 10/2011, s. 1-31.
- Davies, P., L.** (2008), *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 8th Ed., London.
- Dinç, İ.** (2006), Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, İstanbul.
- Eckhard, T.** (2011), Minderheitsbeteiligungen in der Fusionskontrolle: Der Zusammenschlusstatbestand in den Europäischen, deutschen und österreichischen Zusammenschlussvorschriften, Dissertation, Universität Wien, [http://othes.univie.ac.at/19076/1/2011-08-24\\_0415167.pdf](http://othes.univie.ac.at/19076/1/2011-08-24_0415167.pdf).
- Edwards, J./Weichenrieder, A., J.** (2004), 'How Weak is the Weakest-Link Principle? On the Measurement of Firm Owners' Control Rights', CESifo Working Paper No. 1255, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=591902](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=591902), s. 1-35.
- Emmerich, V./Habersack, M.** (2010), *Aktien-und GmbH-Konzernrecht*, München.
- Erdem, H. E.** (2003), *Türk ve AT Rekabet Hukukunda Birleşme ve Devralmalar*, İstanbul.
- Faden, C.** (2008), *Das Pflichtangebot nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*, Hamburg.
- Ghetti, R.** (2014), 'Acting in Concert in EU Company Law: How Safe Harbours can Reduce Interference with the Exercise of Shareholder Rights', *European Company and Financial Law Review*, 4/2014, s. 594-632.
- Gözler, K.** (2016), *Hukuka Giriş*, 13. B., Bursa.
- Grundmann, S.** (2017), *European Company Law*, 2nd Ed., Cambridge-Antwerp-Portland,.
- Haag, O./Löffler, J.** (2010), *Praxiskommentar zum Handelsrecht*, Münster.
- Hasenauer, C.** (2007), 'Zum Kontrollbegriff beim mittelbaren Beteiligungserwerb nach dem ÜbG', *RdW* 2007/402, s. 391-394.
- Hewer, J./Davis, M./Haley, D.:** *Structured Finance-Accounting Development: Special Purposes Entities-Consolidation and Disclosure*, [www.pwc.com/securitisation](http://www.pwc.com/securitisation), s. 1-5.
- Hoffmann, A.** (2007), 'Der mittelbare Beteiligungserwerb durch eine beherrschte Privatstiftung im Übernahmegesetz (ÜbG) nach dem Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006 (ÜbRÄG)', *GesRZ*, s. 182-191.
- Hoffmann, J. H./ von der Crone, H.C.** (2011), 'Das Handeln in gemeinsamer Absprache und die organisierte Gruppe im Offenlegungsrecht', *SZW*, 8/2011, s. 309-320.
- Karacan, E. E./Karacan, A.İ.** (2018), *Pay Alım Teklifi, Finans Hukuku Açısından Bir İnceleme*, İstanbul.

**Kendigelen, A.** (2010), Zorunlu Çağrıya İlişkin Gelişmeler, Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan, C. 2, İstanbul, s. 1163-1204 (Metin içinde: Kendigelen, Zorunlu Çağrı).

**Kendigelen, A.** (2004), Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün Doğmasının Şartları ve Bu Yükümlülüğe Aykırılığın Hukuki Yaptırımını, Hukukî Mütalaalar, C. VI, İstanbul, s. 159-195 (Metin içinde: Kendigelen, Mütalaalar VIa).

**Kendigelen, A.** (2004), Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünden Muafiyet, Hukukî Mütalaalar, C.VI, İstanbul, s. 217-236.

**Kendigelen, A.** (2002), Anonm Ortaklık Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü, Hukukî Mütalaalar, C.IV, İstanbul, s. 226-251.

**Kırca, İ./Şehirli Çelik, F./Manavgat, Ç.** (2013), Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, Ankara.

**Koger, A.** (2010), Die konzernbezogenen Ausnahmen im österreichischen und europäischen Kartellrecht, Dissertation, Wien, [http://othes.univie.ac.at/10041/1/2010-05-05\\_0400637.pdf](http://othes.univie.ac.at/10041/1/2010-05-05_0400637.pdf).

**Kolcuoğlu, U.** (2009), Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, İstanbul.

**Koschier, V.** (2012), Die Kontrollerlangung im Übernahmerecht unter besonderer Berücksichtigung der passiven Kontrollerlangung, Dissertation, Universität Wien, [http://othes.univie.ac.at/24918/1/2012-08-22\\_0104610.pdf](http://othes.univie.ac.at/24918/1/2012-08-22_0104610.pdf).

**Lepetit, L./ Tarazi, A./Zedek, N.** (2013), Ultimate Ownership Structure and Bank Regulatory Capital Adjustment: Evidence from European Commercial Banks.

**Manavgat, Ç.** (2016), Hukukî Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü Yayınları, Yayın No: 501, Ankara (Metin içinde: Manavgat, Halka Açık Anonim Ortaklıklar).

**Manavgat, Ç.** (2010), Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çağrı Yükümlülüğünün Doğması Bakımından Yönetim Kontrolü Ölçütleri, Prof. Dr. Fırat Öztan'a Armağan, C.II, Ankara, s. 1449-1465 (Metin içinde: Manavgat, Yönetim Kontrolü).

**Manavgat, Ç.** (1996), Aleni Pay Alım Teklifi, SPK Yayınları, Yayın No: 64, Ankara, (Metin içinde: Manavgat, Aleni).

**Okutan Nilsson, G.** (2016), Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklıklar, İstanbul.

**Okutan Nilsson, G.** (2009), Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul.

**Paslı, A.** (2009), Anonim Ortaklığın Devralınması, İstanbul (Metin içinde Paslı, Devralınma).

**Paslı, A.** (2008), 'Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu', İÜHFİM, C. LXVI, S.2, s. 345-358 (Metin içinde Paslı, Kontrol).

**Reisoğlu, S.** (2007), Bankacılık Kanunu Şerhi, C-1, Ankara.

**Schenker, U.** (2009), Schweizerisches Übernahmerecht, Bern.

**Schmidtbleicher, R.** (2008), 'Das "Neue" Acting in Concert- ein Fall für den EuGH', Institute for Law and Finance, Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt am Main, Working Paper Series No: 74, 1/2008, s. 1-12.

**Seilern-Aspang, H.** (2010), Möglichkeiten zur Verhinderung eines Pflichtangebots gem. 22 ÜbG, Diplomarbeit, Universität Wien, [http://othes.univie.ac.at/11363/1/2010-09-13\\_0402416.pdf](http://othes.univie.ac.at/11363/1/2010-09-13_0402416.pdf).

**Sepe, S.** (2010), Private Sale of Corporate Control: Why The European Mandatory Bid Rule is Inefficient, Arizona Legal Studies Discussion Paper No. 10-29, <http://ssrn.com/abstract=1086321>, s. 1-60.

**Sokol, D.D.** (2013), 'Merger Control under China's Anti-Monopoly Law', NYU Journal of Law&Business, Vol. 10, No: 1, s. 1-36.

**Şehirli Çelik**, F. (2008), Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara.

**Tekinalp**, Ü. (2015), Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, İstanbul (Metin içinde: Tekinalp, Sermaye Ortaklıkları).

**Tekinalp**, Ü. (2009), Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Şirketler Topluluğuna İlişkin Düzenlemesinde Kontrol İlkesi, Prof. Dr. Hüseyin Hatemi'ye Armağan, C. 2, İstanbul, s.1543-1556 (Metin içinde: Tekinalp, Kontrol İlkesi).

**Terzi**, S. (2013), 'Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS 10) Açısından Konsolidasyon İlkeleri ve Kontrol Modeli', Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, C. XV, S. I, s. 281-298.

The Takeover Bids Directive Assessment Report, Corporate author(s): Directorate-General for the Internal Market and Services (European Commission); Personal author(s): Marccus Partners, 2013-04-08;  
<https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/67501b75-7583-4b0d-a551-33051d8e27c1/language-en>.

**Tschäni**, R./**Iffland**, J./**Diem**, H-J. (2010), Offentliche Kaufangebote, Zürich.

**Türkyılmaz**, İ. (2015), Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, İstanbul.

**Varottil**, U. (2015), 'Comparative Takeover Regulation and The Concept of 'Control'', Singapore Journal of Legal Studies, s. 208-231.

**Weber**, P./**Zimmermann**, H. (2012), 'The Price Effects of the Disclosure of Significant Holdings in Listed Companies: The Case of Groups Acting in Concert', SZW/RSDA, 3/2012, s. 198-216.

**Yanlı**, V. (2000), Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Kaldırılması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması, İstanbul.

**Yeşiltepe**, S., Ö. (2015), Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları, 2. B, Ankara (Metin içinde: Yeşiltepe, Çıkarma).

**Yeşiltepe**, S., Ö. (2011), AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, İstanbul (Metin içinde: Yeşiltepe, Çağrı).

**Yılmaz**, A. (2010), Türk, İsviçre ve Alman Hukuklarında Şirketler Topluluğuna Güvenden Doğan Sorumluluk, İstanbul.