

**SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞUNUN  
UYGULANMASI, ZORUNLULUKTAN MUAFİYET HALLERİ VE ZORUNLULUĞA  
AYKIRILIĞIN YAPTIRIMLARI**

IMPLEMENTATION OF MANDATORY BID ON CAPITAL MARKET LAW, MANDATORY  
BID EXEMPTIONS AND ENFORCEMENTS FOR MANDATORY BID CONTRADICTION

**Arş. Gör. Kenan KOÇ**

Kilis 7 Aralık Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, kenankoc@kilis.edu.tr, Kilis/TÜRKİYE

**ÖZ**

Halka açık anonim ortaklıkta, yönetim kontrolünü sağlayanların, küçük yatırımcıların paylarını almak için bir teklifte bulunmaları zorunludur. Buna, pay alım teklifi zorunluluğu denmektedir. Burada kullanılan yönetim kontrolünün değişmesi terimi, yalnızca yönetimin el değiştirmesi için değil; aynı zamanda yönetim kontrolünün ilk defa elde edilmesi halini de kapsar. Böyle bir durumda küçük yatırımcı paylarını adil bir fiyat üzerinden satın ortaklıktan çıkabilir. Bu fiyatın adil olmasını, sürecin şeffaf olmasını, ödemenin yapılma şeklini, faizle ilgili hükümleri ve bu zorunluluğun yerine getirilmemesi durumunda uygulanacak yaptırımları kanun ve tebliğ güvence altına almıştır. Pay alım teklifi zorunluluğu mevzuatımıza ilk kez 1992 yılında girmiştir. 6362 sayılı yeni kanunun 25nci ve 26ncı maddelerinde ve ikincil mevzuat olan II-26.1 sayılı tebliğde düzenlenmiştir. Pay alım teklifi zorunluluğu yalnızca halka açık anonim ortaklıklarda söz konusu olabilecektir.

**Anahtar Kelimeler:** Zorunluluk, Sermaye, Piyasa

**ABSTRACT**

In a publicly-held joint venture, those who provide management control are obliged to make a proposal to receive the shares of small investors. This is called mandatory share purchase proposal. The change in management control used here is not only for the management to change hands, as well as the first time management control is achieved. In such a case, small investors may sell their shares at a fair price and come out of the partnership. And that guarantees and cause a fair price, transparent transaction, made payment, the provisions related to interest, and applied sanctions if this obligation is not met. The obligation of share purchase was introduced in 1992 for the first time in our legislation. In the 25th and 26th articles of the new law numbered 6362 and in the secondary legislation numbered II-26.1. The obligation of quotation bid may only be the subject of publicly held joint stock companies.

**Keywords:** Mandatory, Capital, Market

**1. GENEL OLARAK PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞU**

Pay alım teklifi zorunluluğu ilk kez 1992 yılında girmiştir. Yıllar içerisinde, güncel ihtiyaçlara göre üzerinde değişiklikler yapılmış olan bu zorunluluk, 6362 sayılı yeni kanunun 25nci ve 26ncı maddelerinde ve ikincil mevzuat olan II-26.1 sayılı tebliğde düzenlenmiştir. Eski mevzuatta ‘zorunlu çağrı’ olarak bilinen kavram yeni düzenlemede ‘pay alım teklifi zorunluluğu’ adını almıştır.

Eski mevzuatta ‘zorunlu çağrı’nın ortaya çıkması için pay iktisabı şartı aranmaktaydı. Ancak yeni mevzuat ‘pay alım teklifi zorunluluğu’nun doğması için pay iktisabı oranını değil yönetim

kontrolünün ele geçirilmesini merkeze koymuştur. Dolayısıyla güncel tanımlar arasında Paslı'nın (Paslı, 2009:406) yaptığı tanım pay alım teklifini en açık şekilde gösteren tanımlardan birisidir. Buna göre:

“Halka açık anonim bir ortaklığın kontrolünü ele geçiren kişinin, devir işleminin ardından devralma işleminin dışında kalan hedef ortaklık pay sahiplerinin payları satın almak üzere aleni/genel teklifte/çağırıda bulunmak zorunda olmasını ifade eder.”

Bu zorunluluğun iki amacı vardır. İlki eşit işlem ilkesinin sağlanması (Yıldız, 2004:61), diğeri ise küçük yatırımcının korunmasıdır (Dinç, 2006:231). Bu amaçların hepsi ortakları korumaya ve adil bir rekabet ortamı oluşturmaya yöneliktir (Nenova, 2006:3). Metinde görüldüğü üzere, pay alım teklifinin doğması için yönetim kontrolünün ele geçirilmesi şartı aranmıştır. Pay iktisap oranı ile ilgili hiçbir hüküm bulunmamaktadır. Çünkü yönetim kontrolünün ele geçirilmesi için pay iktisabının bir önemi yoktur, önemli olan şirketin yönetim kontrolünü ele geçirecek haklara ya da imtiyazlara sahip olmaktır. Küçük yatırımcının kendisine göre tehlikeli bulunduğu durumdan kurtulması açısından pay alım teklifi zorunluluğu bir çıkış kapısıdır (Dinç, 2013:208).

Doktrinde, bir kişinin veya grubun, şirketin oy haklarının yüzde ellisinden fazlasını elinde bulundurması durumunda çoğunluk kontrolünün sağlandığı kabul edilir (Bainbridge, 2002:9). Ancak burada tartışmalı konulardan bir tanesi de pay alım teklifi zorunluluğunun doğması için ülkemizde oy haklarının yarısından fazlasına sahip olma gerekliliğidir. Avusturya, Belçika, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya ve Hollanda'da bu oran yüzde otuzdur (Partners, 2013: 39). Bu oranın yüzde on ve yirmi arasında olmasının azınlık haklarını daha iyi koruyacağını düşünen yazarlar da vardır (Grant, Kirchmaier, Kirshner, 2009:251).

Kural olarak, her pay sahibi sermayesi oranında oy hakkına sahiptir. Ancak, oya tanınmış imtiyazlar ile sermayeden daha güçlü bir yönetim kontrolüne sahip olunabilir. Kural olarak oy hakkı, yalnızca temsil edilen sermaye hakkında tasarruf yetkisi sağlayabilir (Doğru, 2011:1). Bunun yanında az sayıda oy hakkına sahip olunmasına rağmen yönetim kurulunda yer alan bir hissedar yönetim kontrolünü sağlayabilir. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki, yönetim kuruluna atanan kişinin sorumluluğu kendisini atayan hissedarlara karşı değil, şirkete karşıdır (Çamoğlu, 2010:114). Yine imtiyazlı paylara sahip olmak suretiyle de yönetim kontrolünün sağlanması mümkündür. İmtiyazlı paylar Türk Ticaret Kanunu 478nci maddesinde tanımlanmıştır ve yine bu tanıma göre paylar arasındaki eşitliğin bir istisnasını oluşturmaktadır (Süleymanlı, 2005:109).

Türk Ticaret Kanunu'nun 124ncü maddesine göre;

“Ticaret şirketleri; kollektif, komandit, anonim, limited ve kooperatif şirketlerden ibarettir.”

Pay alım teklifi zorunluluğu kapsam itibariyle yalnızca halka açık anonim ortaklıklarda ve halka açık sayılan anonim ortaklıklarda geçerlidir. Bu zorunluluk Anayasa'da belirtilen sözleşme serbestisi ilkesinin bir sınırlamasıdır. Dolayısıyla bu müdahale sınırlı olmalıdır. Halka açık ortaklıklarda bu kısıtlamanın temel nedeni ise piyasa güvenliğinin sağlanmasıdır (Bilgili, Demirkapı, 2013:196). Çünkü piyasa güvenliği, ticari hayatın sekteye uğramaması için gerekli olan en temel unsurdur.

## **2. PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞUNUN UYGULANMASI**

### **2.1. Süreçle İlgili Hükümler**

Pay alım teklifi zorunluluğunun süreciyle ilgili olarak tebliğin 13ncü maddesi düzenlenmiştir. Tebliğe göre, pay alım teklifi zorunluluğu doğduğu andan itibaren iki ay içerisinde fiili pay alım teklifi sürecine başlanması zorunludur. Burada pay alım teklifinin doğma anını tespit etmek gerekir. Tebliğde bu zorunluluğun 'iktisap' anında başlayacağı belirtilmiştir. Dolayısıyla, zorunluluğun doğduğu anın tespitinde sözleşme yapıldığı an değil payların iktisap anı esas alınacaktır.

Sürelerle ilgili maddenin ilk hükmüne göre

“Yönetim kontrolünü sağlayan payların iktisap edilmesini izleyen altı iş günü içerisinde bu Tebliğin 2 numaralı ekinde yer alan bilgi ve belgelerle birlikte pay alım teklifi yapmak üzere Kurula başvurulması zorunludur.”

Buna göre, yönetim kontrolünü ele geçirenler 6 iş günü içerisinde kurula başvuru yapmak zorundadırlar.

Bu fıkrada göze ilk çarpan husus ‘yönetim kontrolünü sağlayan payların iktisap edilmesi’ ifadesidir. Yönetim kontrolünün yalnızca pay iktisabı ile olmadığını belirtmiştik. Dolayısıyla bu hükmün lafzı, amacına uygun şekilde kaleme alınmalıdır.

İkinci fıkra hükmüne göre

“Pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu tarihten itibaren iki ay içerisinde fiili pay alım teklifi sürecine başlanması zorunludur. Söz konusu sürece başlanmaması halinde; kur ve faize ilişkin 17 nci maddede belirtilen hükümler saklı kalmak kaydıyla, Kurulca ilgili kişiye/kişilere gerekirse fiili pay alım teklifi işleminin tamamlanması amacıyla ek süre verilebilir. Ek sürenin sonuna kadar fiili pay alım teklifi işleminin tamamlanmaması halinde, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu yerine getirmeyen gerçek ve tüzel kişiler hakkında, Kanunun 103 üncü maddesinin 3 üncü fıkrası çerçevesinde pay alım teklifine konu payların toplam bedeline kadar idari para cezası verilir.”

Buna göre, bu yükümlülüğün doğduğu tarihten itibaren iki ay içerisinde pay alım teklifi sürecine başlanması gerekir. Ancak ortakların yaptığı başvuruyu kurulun cevaplaması açısından herhangi bir süre belirtilmemiştir. Dolayısıyla kurulun bu süreyi uzatması durumunda yönetim kontrolünü ele geçiren kişiler teklif sürecine başlayamazlarsa birtakım cezai müeyyidelerle karşılaşacaklardır. Dolayısıyla; doktrinde, kurulun karar verme süresiyle ilgili olarak bir üst sınırın konulmasının menfaatler dengesine daha uygun düşeceği vurgulanmıştır (Türkyılmaz, 2015:120).

Maddenin üçüncü fıkrasında ise

“Fiili pay alım teklifi, bilgi formunun Kurulca onaylanmasından itibaren en çok altı iş günü içinde başlar. Fiili pay alım teklifi süresi 10 iş gününden az 20 iş gününden fazla olamaz.”

denilerek fiili pay alım teklifi süresine alt ve üst sınırlar getirilmiştir. Böylelikle, bu teklifin süresi 10 günden az 20 günden fazla olamayacaktır. Doktrinde, alt sınırın getirilmesinin küçük yatırımcıyı baskıdan kurtarmak amacıyla konulduğu düşünülmüştür (Manavgat, 1997:234). Azami süre ise bu sürecin gereksiz uzatılıp yine küçük yatırımcıya zarar verilmesini engellenmesi amacıyla getirildiği belirtilmiştir (Türkyılmaz, 2015:122).

Muafiyet halleriyle ilgili süreler ise bazı noktalarda farklılıklar göstermektedir. Tebliğin 18nci maddesinin ikinci fıkrasında, muafiyet talepleri için, pay alım teklifi zorunluluğunun doğduğu anı izleyen altı iş günü miktarında bir süre verilmiştir. Kurul şartları inceleyecek ve bir karar verecektir.

Kurulun kararı olumsuz olursa, tebliğin 19ncü maddesine göre:

“Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğundan muafiyet başvurularının Kurulca uygun görülmemesi halinde; iki ay olarak öngörülen fiili pay alım teklifine başlama süresi, Kurulun muafiyet başvurusunu uygun görmeme kararından itibaren bir ay olarak uygulanır.”

## 2.2. Ödemeye İlgili Hükümler

Tebliğin 5nci madde hükmüne göre, pay alım teklifi çerçevesinde satın alınan payların bedeli, en geç satışı takip eden gün içerisinde ödenir. Yine aynı maddeye göre ödemeler tam ve nakden yapılmalıdır. Hükmün devamında buna bir istisna getirilmektedir. Buna göre, pay sahibinin yazılı izninin alınması koşuluyla ödeme, kısmen ya da tamamen menkul kıymet olarak da yapılabilir. Burada belirtilen sözleşmenin yazılı olma zorunluluğu üzerinde durulmuştur. Bu şartların gerçekleşmemesi durumunda ödeme yalnızca nakden yapılabilir. Kanun ya da tebliğde herhangi bir istisnai durum belirtilmediğine göre ödeme vadeye bağlanamaz.

Fiyatın belirlenmesi konusunda doktrinde en yüksek fiyat kuralı olarak bilinen kural uygulanacaktır. Buna göre, pay alım teklifindeki fiyat, ortaklığın payları için ödenmiş olan en yüksek bedelden daha aşağıda olmayacaktır (Kolcuoğlu, 2009:234). Bunun yanı sıra tebliğde, fiyatın belirlenmesi konusunda farklı parametreler de belirtilmiştir. Pay Alım Teklifi Tebliği'nin (Patt.) 15nci maddesine göre:

“Zorunlu pay alım teklifi fiyatı, hedef ortaklık paylarının borsada işlem görmesi durumunda, payların satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması ile teklifte bulunan veya birlikte hareket ettiği kişilerce pay alım teklifini doğuran pay alımları da dâhil olmak üzere tekliften önceki altı ay içinde hedef ortaklığın aynı grup paylarına ödediği en yüksek fiyattan düşük olamaz. Zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğünün doğumuna yol açan pay iktisaplarında ödenen bedelin doğrudan içinde değerlendirilebilecek olan yan edimler veya pay devir tarihinden sonra bazı şartların tahakkuku halinde ödenecek prim ve benzeri hususlar pay alım teklifi fiyatının hesaplanmasında dikkate alınır.”

Tebliğin 16ncı maddesinde ise bir diğer önemli husus olan fiyat eşitliğinin sağlanması konusu düzenlenmiştir. Fiyat eşitliği, pay alım teklifi zorunluluğu kurumunun amaçları arasında yer alan eşitlik ilkesinin bir yansımasıdır. Bu hükme göre:

“Hedef ortaklık paylarının satışına ilişkin anlaşmanın yapıldığının kamuya duyurulduğu tarih ile fiili pay alım teklifi süresi sona erme tarihi arasındaki dönemde, pay alım teklifinde bulunan veya birlikte hareket ettiği kişiler tarafından pay alım teklifi fiyatından daha yüksek bir fiyattan hedef ortaklık paylarının satın alınması halinde; pay alım teklifi fiyatı, satın alınan paylar için ödenen en yüksek fiyattan aşağı olmayacak şekilde yeniden belirlenir. Pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesi halinde, yeniden belirlenen fiyat dikkate alınarak pay alım teklifi sürecine devam edilir. Bu durumda, pay alım teklifi fiyatının yeniden belirlenmesinden önce teklife katılarak paylarını satmış olan ortaklara ödenen tutar ile yeniden belirlenen fiyat arasında fark bulunması halinde, bu fark pay alım teklifi süresinin sona ermesini takip eden iki iş günü içinde ilgili kişilere ödenir. Söz konusu duruma aykırı olarak pay alımı yapıldığının ve oluşan farkın fiyata yansıtılmadığının pay alım teklifi sürecinin tamamlanmasından sonraki bir yıl içerisinde ortaya çıkması halinde; 17 nci maddede belirtilen oran üzerinden hesaplanacak faiz tutarı eklenmiş yeni pay alım teklifi fiyatı ile yeni bir teklif yapılır ve daha önce pay alım teklifine katılarak paylarını satmış olan ortaklara ise aradaki fark ödenir.”

Burada bahsedilen süreç pay alım teklifinin başladığı ve bittiği süreler olan 10 ve 20 günlük sürelerdir. Hükme göre, bu süreler içerisinde daha önce satın alınan paylara nazaran sonra alınan paylara daha yüksek bedel ödenmesi durumunda pay alım teklifinde fiyat en yüksek fiyat üzerinden yeniden hesaplanır. Bu durumda, bu süreç içerisinde paylarını daha düşük fiyat üzerinden satanlara, pay alım teklifinin bittiği günü izleyen iki iş günü içerisinde, sonradan belirlenen bedelle kendilerine ödenen bedel arasındaki fark ödenir. Bu durum, pay alım teklifinin tamamlanmasından sonraki 1 yıl içerisinde ortaya çıkarsa, tebliğin 17nci maddesinde belirtilen oran üzerinden hesaplanacak faiz tutarı eklenmiş yeni pay alım teklifi fiyatı ile yeni bir teklif yapılır ve daha önce pay alım teklifine katılarak paylarını satmış olan ortaklara ise aradaki fark ödenir.

### 3. PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞUNUN DOĞMADIĞI HALLER

#### 3.1. Genel Olarak

Pay alım teklifi zorunluluğunun doğması için kural olarak yönetim kontrolünün ele geçirilmesi gerekir. Ancak II-26.1 sayılı tebliğin 14ncü maddesinde bu kurala bazı istisnalar getirilmiştir. Pay Alım Teklifi Tebliği'ne (Patt.) göre:

“(1) Aşağıdaki hallerin varlığı halinde pay alım teklifinde bulunma yükümlülüğünün doğmadığı kabul edilir: a) Yönetim kontrolünün, bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak tüm pay sahiplerine ellerinde bulundurdukları payların tamamı için yapılan gönüllü bir pay alım

teklifini takiben elde edilmesi. b) Pay iktisabı olmaksızın özel yazılı anlaşmalarla yönetim kontrolünün ele geçirilmesinde, bu anlaşmaların genel kurul tarafından onaylanması ve genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanıp muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerine Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca ayrılma hakkı verilmesi. c) Yönetim kontrolüne sahip olan ortağın, ortaklıktaki oy oranının 12 nci maddede belirtilen oranın altına düşmesinden sonra yönetim kontrolü henüz üçüncü kişilere geçmeden yapacağı yeni pay alımları ile ortaklık oy haklarının %50'den fazlasına tekrar sahip olması. ç) Yönetim kontrolünü sağlayan oy haklarının, aynı gerçek veya tüzel kişi tarafından yönetim kontrolüne sahip olunan grup içerisinde yapılan devir işlemleri sebebiyle elde edilmesi. d) Ortaklığın yönetim kontrolüne sahip ortaklarından paylarının bir kısmının satın alınması sonucunda, satın alanın; 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.”

Bu istisnalar sınırlı sayı ilkesine göre düzenlenmiştir. Yani tebliğde yer alan bu durumlar dışında, yönetim kontrolünün ele geçirilmesine rağmen pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı bir başka durum yoktur.

Seri: IV, No:8 sayılı tebliğde bir liste halinde olmayan bu istisnalar ilk defa Seri: IV, No:44 sayılı tebliğde listelenmiştir. II-26.1 sayılı tebliğle bazı değişiklikler yapılmış ve liste son halini almıştır.

Buna göre, öncelikli şart olan yönetim kontrolünü sağlama şartı gerçekleşecek ancak bir pay alım teklifi zorunluluğu doğmayacaktır. Burada kurulun bir karar vermesine gerek yoktur. Kurulun vereceği herhangi bir karar yalnızca açıklayıcı nitelikte olabilir (Kendigelen, 2010:1187).

### 3.2. Yönetim Kontrolünün Gönüllü Pay Alım Teklifinin Ardından Elde Edilmesi

Tebliğde düzenlenen durumlardan bir tanesi de yönetim kontrolünün gönüllü pay alım teklifini takiben elde edilmesidir. Duruma (a) bendinde değinen tebliğde göre, öncelikle tebliğin 20nci maddesinde yer alan gönüllü pay alım teklifi ile ilgili şartların gerçekleştiği bir pay alım teklifi bulunmalıdır. Bu pay alım teklifi tüm pay sahiplerine ve tüm paylarına yönelik olmalıdır. Yani yönetim kontrolünü ele geçiren kişi, kontrolü ele geçirmeden önce tüm pay sahiplerine tüm payları için gönüllü olarak bir alım teklifinde bulunursa, payını satmayanlara yönelik olarak ikinci bir teklifte bulunmak zorunda değildir.

Bazı yazarlara göre, gönüllü pay alım teklifi ile pay alım teklifi zorunluluğu kurumunun amacı olan küçük yatırımcının korunması zaten sağlanmıştır ve bu teklifi tekrarlamak ortaklık devralmalarının maliyetini artıracaktır (Türkyılmaz, 2015: 92).

Ancak pay alım teklifi zorunluluğunun temeline ve dünya mevzuatına giriş amacına bakılacak olursa, hükmün amacının sapmış olabileceği görülecektir (Paslı, 2009:423). Gerçekten, bu hüküm ilk olarak İngiltere’de ortaya çıkmış ve gönüllü pay alım teklifi sonrası paylarını satmayan küçük yatırımcıların mağduriyetini engellemek amacıyla yürürlüğe konmuştur (Manavgat, 1997:116).

Kanaatimizce, pay sahiplerinin tamamına tüm payları için yapılan gönüllü pay alım teklifinden sonra yönetim kontrolünün elde edilmesi durumunda, küçük yatırımcının yönetim değişikliğini öngörememesi, diğer pay sahiplerinin paylarını satmayabileceği gibi düşünceleri olabileceğinden dolayı; küçük pay sahiplerinin korunması ve onlara fırsat eşitliği sağlanması amacıyla, yönetim kontrolünü ele geçirenler tarafından bir pay alım teklifi zorunluluğu doğmalıdır.

### 3.3. Özel Yazılı Anlaşmalarla Yönetim Kontrolünün Ele Geçirilmesinde Pay Sahiplerine Ayrılma Hakkı Verilmesi

Seri: IV, No:44 sayılı tebliğde olmayan bu husus, son tebliğde yer almıştır. Buna göre:

“Pay iktisabı olmaksızın özel yazılı anlaşmalarla yönetim kontrolünün ele geçirilmesinde, bu anlaşmaların genel kurul tarafından onaylanması ve genel kurul toplantısına katılarak olumsuz oy kullanıp muhalefet şerhini toplantı tutanağına işleyen pay sahiplerine Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca ayrılma hakkı verilmesi”

durumunda pay alım teklifi zorunluluğu doğmayacaktır.

Pay sahipleri sözleşmesi olarak değerlendirdiğimiz bu anlaşmalarla, yönetim kontrolünü; hiçbir paya sahip olunmadan dahi ele geçirilebilir. Burada önemli olan husus, anlaşmanın onaylanmasını istemeyen pay sahiplerinin olumsuz oy kullanması ve bu muhalefet şerhini muhakkak toplantı tutanağına işletmesi gerekliliğidir. Toplantıda olumlu oy kullanılması, toplantıya katılımında bulunulmaması, toplantıya katılım sağlanıp olumsuz oy kullanıldıktan sonra bunun muhalefet şerhinin toplantı tutanağına işletilmemesi durumlarında pay alım teklifi zorunluluğu istenemeyecektir.

Bir diğer önemli husus ise, pay alım teklifi zorunluluğunun doğmaması için mezkur pay sahiplerine kurul tarafından ayrılma hakkı verilmesi gerekliliğidir. Bu hakkın tanınmaması durumunda yönetim kontrolünü ele geçirenler pay alım teklifi zorunluluğu ile karşı karşıya kalacaklardır.

Doktrinde; düzenlemenin, ayrılma hakkı vermesi ile küçük yatırımcının menfaatlerini yeterince koruduğu ve pay alım teklifi zorunluluğu öngörmeyerek yatırımcıyı işlem masraflarından kurtardığı isabetli bulunmuştur (Türkyılmaz, 2015:93).

### 3.4. Diğer İstisnalar

Bu başlık altında; yönetim kontrolünün geçici olarak kaybedilmesi, yönetim kontrolünün paylaşılması ve yönetim kontrolünün grup şirketleri içerisinde yer değiştirmesi istisnalarına değinilecektir.

Tebliğin 14ncü maddesinin c bendinde

“Yönetim kontrolüne sahip olan ortağın, ortaklıktaki oy oranının 12nci maddede belirtilen oranın altına düşmesinden sonra yönetim kontrolü henüz üçüncü kişilere geçmeden yapacağı yeni pay alımları ile ortaklık oy haklarının %50’den fazlasına tekrar sahip olması.”

denilerek burada bir pay alım teklifi zorunluluğunun doğacağına işaret edilmiştir.

Yönetim kontrolünü oyların yarısından fazlasına sahip olarak ele geçirenler daha sonra bu oy oranının altına düştiklerinde, kontrol bir başkasına geçmeden tekrar oy çoğunluğunu sağlarlarsa burada bir pay alım teklifi zorunluluğu doğmayacaktır.

Doktrinde, burada zaten pay alım teklifi zorunluluğunu doğuran bir olay olmadığından hareketle, istisna gereksiz bulunmuştur (Kendigelen, 2010:1188). Ayrıca, bu yönetim kontrolünün kaybedilmesi ile geri kazanılması arasında herhangi bir sürenin öngörülmemiş olması küçük yatırımcının korunması açısından olumsuz bir durum olarak zikredilmiştir (Türkyılmaz, 2015:95).

Tebliğde belirtilen diğer istisnalardan birisi de

“Yönetim kontrolünü sağlayan oy haklarının, aynı gerçek veya tüzel kişi tarafından yönetim kontrolüne sahip olunan grup içerisinde yapılan devir işlemleri sebebiyle elde edilmesi.”

durumunda pay alım teklifi zorunluluğunun doğmamasıdır.

Kendigelen (2010:1188), burada da yönetim kontrolünün durumunda bir değişiklik olmadığını belirtmiş ve bu istisnai durumun gereksizliğini eleştirmiştir. Doktrinde ayrıca, kanun metninde yer alan ‘oy hakları’ kısmı da eleştirilmiştir, bu durumda imtiyazlı payların devri ile durumunda pay alım teklifi zorunluluğu doğacağını belirtmiş ve hükmün lafzını eleştirmiştir (Dinç, 2006:268).

II-26.1 sayılı tebliğin ilk halinde bulunmayıp II-26.1.a sayılı tebliğe eklenen (d) bendine göre:

“Ortaklığın yönetim kontrolüne sahip ortaklarından paylarının bir kısmının satın alınması sonucunda, satın alanın; 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.”

durumunda pay alım teklifi zorunluluğu doğmayacaktır.

Burada dikkat edilmesi gereken ilk husus, payların bir kısmını satın alanın, oy haklarının yüzde 50si veya daha azına sahip olması gerektiğidir. İkinci önemli husus ise, bu kişiler arasındaki yönetim kontrolünü paylaşma anlaşmasının yazılı şekilde yapılması gerektiğidir.

#### 4. PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞUNDAN MUAFİYET HALLERİ

##### 4.1. Genel Olarak

Pay alım teklifi zorunluluğunun küçük yatırımcıyı korumak, yatırımcının güvenli yatırım yapmasını sağlamak gibi bazı amaç ve işlevleri vardır. Bu amaçların hedefinden sapmaması için bazı durumlarda pay alım teklifi zorunluluğuna bazı istisnalar koyulabilir ya da yönetim kontrolünü ele geçirenler bu çağrıdan muaf tutulabilir (Manavgat, 1997:124).

Pay alım teklifi zorunluluğunun doğmasının tebliğın 14ncü maddesinde belirtilen istisnaları ile pay alım teklifi zorunluluğundan muafiyet farklı kavramlardır. İstisna durumlarında, yönetim kontrolü ele geçirilmiştir ancak pay alım teklifi zorunluluğu hiç doğmamıştır. Bu konuda kurulun vereceği herhangi bir karar açıklayıcı olmaktan öteye geçemeyecektir. Muafiyet hallerinde ise çağrıda bulunma yükümlülüğü doğmuştur ancak kurul tarafından yönetim kontrolünü sağlayanlar bu zorunluluktan muaf kılınmıştır. Dolayısıyla kurulun muafiyet kararları kurucu niteliktedir (Paslı, 2009:476).

Muafiyet kararları idare hukuku temelli bir karar olduğu için bu kararlara karşı yalnızca idari yargı yoluna başvurulabilir (Akgül, 2008:171).

##### 4.2. Muafiyet Halleri

Muafiyet ile ilgili olarak tebliğın 18nci ve 19ncü maddelerinde bazı düzenlemeler yapılmıştır. Muafiyet halleri ise 18nci maddede sınırlı sayıda sayılmıştır. Bu maddede yazmayan hallerden dolayı pay alım teklifi zorunluluğu ile alakalı herhangi bir muafiyet sağlanması mümkün değildir.

Bu muafiyet hallerinden ilki (a) bendinde yer alan

“Halka açık ortaklık paylarının veya oy haklarının iktisabının, finansal güçlük içinde bulunan ortaklığın mali yapısının güçlendirilmesi bakımından zorunlu olan bir sermaye yapısı değişikliği gereğince gerçekleştirilmesi (Bu durumda Kurul şirkete yeni bir fon girişinin bulunup bulunmadığını veya sermaye yapısı değişikliğinin zorunlu olup olmadığını inceler).”

hükmüdür.

Finansal güçlük içerisinde olan bir ortaklığın mali yapısını güçlendirmek için zorunlu olarak sermaye yapısının değiştirilmesi durumunda yönetim kontrolünün ele geçirilmesi durumunda doğacak pay alım teklifi zorunluluğundan kurul kararıyla muaf tutulabilecektir. Ancak kurul, bu kararı verirken şirkete herhangi bir fon girişinin olup olmadığını ve sermaye yapısının değişikliğinin zorunlu olup olmadığını inceleyecektir.

Bu hükmün temel amacı ortaklığı mali sıkıntıdan kurtaracak yatırımların önünü açmaktır. Ancak daha adil ve öngörülebilir bir uygulama olabilmesi için kurulun bu konuda daha objektif kriterler belirlemesi ve inceleme konusunda çok hassas olması gerekmektedir (Paslı, 2009:480-481).

Hükmün (b) bendine göre

“Halka açık ortaklık paylarının herhangi bir genel kurul toplantısında kullanılmamış olması veya ortaklık yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmaması şartıyla, halka açık ortaklık sermayesinde sahip olunan paylardan pay alım teklifi yapma zorunluluğunu gerektiren kısmın elden çıkarılması veya Kurulca uygun görülecek bir sürede elden çıkarılacağı yazılı olarak taahhüt edilmesi.”

durumunda pay alım teklifi zorunluluğundan muaf olunabilecektir.

Metinden açıkça anlaşılacağı üzere, yönetim kontrolünü sağlayacak kadar paya sahip olanlar bu payların yönetim kontrolüne neden olan fazla kısmını elden çıkarırlarsa yahut elden çıkarmayı taahhüt ederlerse bu muafiyetten faydalanabileceklerdir. Ancak bu taahhüdün yazılı olması gerekir. Tüm bunların ön şartı ise ilgili fazlalığın herhangi bir genel kurul toplantısında kullanılmamış olması veya ortaklık yönetim kurulunda herhangi bir değişiklik yapılmamış olmasıdır. Böylelikle yönetim kontrolü sağlanmış olsa bile aslında ortaklara etkisi olmayacak bir duruma muafiyet tanınarak isabetli bir yaklaşım sergilenmiştir.

Düzenlemenin (c) bendine göre

“Halka açık ortaklığın ana ortaklığındaki yönetim kontrolü değişikliğinin, halka açık ortaklıktaki yönetim kontrolünün elde edilmesi amacını taşımaması (Bu şartın varlığının tespitinde; hedef ortaklığın, ana ortaklığın son yıllık finansal tablolara göre varlık toplamına olan etkisinin %10’u aşmaması ve ana ortaklığın faaliyet hacmi içinde önemli bir yer taşımaması ve benzeri hususlar Kurulca dikkate alınır).”

durumunda pay alım teklifinden muaf olunabilecektir.

İlk olarak Seri: IV, No:44 sayılı tebliğde hüküm altına alınan bu durum dolaylı yönetim kontrolü durumunda bir muafiyet hali öngörmüştür. Hükme göre, bu muafiyetin sağlanabilmesi için ana ortaklıktaki yönetim kontrolü değişikliğinin, hedef ortaklıktaki yönetim kontrolünü sağlama amaçlı olmaması gerekir. Bu şartın değerlendirilmesi konusunda kurul; hedef ortaklığın, ana ortaklığın son yıllık finansal tablolara göre varlık toplamına olan etkisinin yüzde 10’u aşmaması ve ana ortaklığın faaliyet hacmi içinde önemli bir yer taşımaması kriterlerine bakacaktır. Ancak tebliğ, burada sınırlı sayı ilkesi ile hazırlanmamış ‘ve benzeri hususlar’ ifadesi kullanılarak farklı kriterlerin de değerlendirilebileceğini belirtmiştir.

Tebliğ maddesinin (ç) bendine göre

“Özelleştirme kapsamındaki halka açık ortaklıklarda kamu paylarının satışı.”

durumunda da pay alım teklifi zorunluluğundan muafiyet sağlanabilecektir.

Özelleştirme, devletin ekonomi politikalarıyla alakalı olarak alınan bir karardır. Dinç’e (Dinç, 2006:284) göre özleştirmenin amaçları şöyle sıralanmıştır:

“Devletin ekonomideki sınai ve ticari faaliyetlerinin asgari düzeye indirilmesi, devlet bütçesi üzerindeki KİT finansman yükünün azaltılması, rekabete dayalı piyasa ekonomisinin oluşturulması, sermaye piyasasının geliştirilmesi ve atıl tasarrufların ekonomiye kazandırılması özelleştirme uygulamalarının muhtelif hedeflerindedir.”

Dolayısıyla, özelleştirme sebebiyle elde edilen yönetim kontrolüne dayanılarak, pay alım teklifi zorunluluğunun öngörülmesi mevcut amaçlara hizmet etmeyecektir.

Özelleştirme durumunda muafiyet talebinin kim tarafından talep edileceği belirtilmemiştir. Ancak uygulamada süregelen kabule göre bu başvuruyu, Özelleştirme İdaresi Bakanlığı yapmaktadır.

Hükmün (d) bendine göre

“Halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde, birleşme işleminin gerçekleşmesinden önce bu işlemin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine ait payların geri alınması şartıyla, birleşme amaçlı ortaklığın devralan sıfatıyla taraf olduğu birleşme işleminden kaynaklanan yönetim kontrolü değişikliği.”

durumunda pay alım teklifi zorunluluğundan kurul kararı ile muaf olunabilecektir.

Önceki düzenlemelerde yer almayan bu hüküm ilk kez son tebliğde hüküm altına alınmıştır. Ortaklığın birleşme işleminin gerçekleşmesinden önce, bu kararın onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerinin paylarının geri alınması şartı ile bu muafiyetten



yararlanılabilir. Bu şart yerine getirilmezse bu işlemde doğan pay alım teklifi zorunluluğundan muaf olunamayacaktır.

## 5. PAY ALIM TEKLİFİ ZORUNLULUĞUNA AYKIRILIĞIN SONUÇLARI

### 5.1. Genel Olarak

Pay alım teklifi zorunluluğu kurumunun amacına ulaşabilmesi için en önemli hususlardan bir tanesi de uygulanabilir olmasıdır. Bu uygulanabilirliğin sağlanması için de yaptırımların caydırıcı olması gerekir.

Seri: IV, No:8 ve Seri: IV, No: 44 sayılı tebliğlerde ve eSerPK'da (2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu) belirtilen tek yaptırım türü idari para cezasıdır. Bu uygulamanın yeterli yaptırımı ve yatırım güvenliğini sağlamadığı açıktır (Türkyılmaz, 2015:164). O dönem, idari para cezası ve borçlar hukukundan kaynaklanan aynen ifa davası dışında herhangi bir yaptırım yoktu.

Ancak yeni düzenleme ile birlikte artık 'oy hakkının donması' yaptırımı getirilmiş ve pay alım zorunluluğu teklifine aykırılık durumunda küçük yatırımcıyı koruyan bir düzenleme oluşturulmuştur.

Bu yaptırımın kabul edilmiş olmasının yanı sıra kurulun idari para cezası verme hakkı engellenmemiştir. Dolayısıyla yeni düzenleme ile birlikte, SerPK ile öngörülen oy haklarının donması yaptırımı ve idari para cezası ile borçlar hukukundan kaynaklanan aynen ifa davası açılması imkânları mevcuttur.

### 5.2. SerPK'dan Kaynaklanan Yaptırımlar

#### 5.2.1. İdari Para Cezası

SerPK'nın 103ncü maddesinin 3ncü fıkrasına göre:

“26 ncı madde uyarınca ve gerekirse Kurulca verilebilecek ek süre zarfında pay alım teklifi zorunluluğunu yerine getirmeyen gerçek ve tüzel kişiler hakkında, Kurul tarafından pay alım teklifine konu payların toplam bedeline kadar idari para cezası verilir.”

Tebliğin 13ncü maddesinin ikinci fıkrasında ise

“Pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu tarihten itibaren iki ay içerisinde fiili pay alım teklifi sürecine başlanması zorunludur. Söz konusu sürece başlanmaması halinde; kur ve faize ilişkin 17 nci maddede belirtilen hükümler saklı kalmak kaydıyla, Kurulca ilgili kişiye/kişilere gerekirse fiili pay alım teklifi işleminin tamamlanması amacıyla ek süre verilebilir. Ek sürenin sonuna kadar fiili pay alım teklifi işleminin tamamlanmaması halinde, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğunu yerine getirmeyen gerçek ve tüzel kişiler hakkında, Kanunun 103 üncü maddesinin 3 üncü fıkrası çerçevesinde pay alım teklifine konu payların toplam bedeline kadar idari para cezası verilir.”

denilerek idari para cezası yaptırımı hüküm altına alınmıştır.

Bu hükme göre, yönetim kontrolünü sağlayanlar, 6 iş günü içerisinde pay alım teklifi için kurula başvuruda bulunmazlarsa idari para cezasına çarptırılacaklardır. Muafiyet hallerinin bulunması durumunda ise kurul tarafından yapılan inceleme sonrasında muafiyet talepleri kabul edilmeyenler, bu ret tarihini izleyen 6 iş günü içerisinde kurula başvuruda bulunmazlarsa bu cezaya çarptırılacaklardır.

Bu cezanın bedeli, pay alım teklifine konu olan paylar toplam bedelidir. Ancak kurulun verdiği bu para cezası, yine pay alım teklifi zorunluluğunu kaldırmayacaktır (Kolcuoğlu, 2009:254).

#### 5.2.2. Oy Haklarının Donması Yaptırımı

Oy hakkının donması yaptırımı eski düzenlemelerde olmayan bir uygulamadır. Yeni düzenleme ile getirilen bu yaptırım, pay alım teklifi zorunluluğunun amacına ulaşması açısından son derece

isabetli bir hükümdür. Oy haklarının donması ve dolayısıyla genel kurulda alınacak kararlarda oyun dışı kalacak olması, yatırımcı için büyük bir yaptırım olacaktır.

Oy haklarının donması SerPK ve tebliğde düzenlenmiştir. SerPK m.26/6'ya göre:

“Pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy hakları, Kurulca belirlenecek süre içinde bu zorunluluğun yerine getirilmemesi hâlinde kendiliğinden donar. Söz konusu paylar, genel kurul toplantı nisabında dikkate alınmaz.”

Tebliğin 13ncü maddesinin son fıkrasına göre:

“Bu maddede belirtilen sürele uyulmaması halinde, pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy hakları, söz konusu ihlalin gerçekleştiği tarih itibarıyla Kurulca başka bir işlem yapılmasına gerek bulunmaksızın kendiliğinden donar. Söz konusu paylar, genel kurul toplantı nisabında dikkate alınmaz...”

Burada donma anı olarak pay alım teklifi zorunluluğunun ihlal anıdır. Bu ihlal anı ise, yönetim kontrolünün sağlanmasından sonraki 6 iş günü içerisinde kurula başvurunun yapılmamış olmasıdır. Bu başvuru yapılmadığı takdirde oy hakları hiçbir karara ya da bildirimle bağlı olmadan kendiliğinden donacaktır.

Muafiyet hallerinin varlığı ile ilgili kurula başvuru yapılması durumunda ise kurulun ret kararı vermesini izleyen 6 iş günü içinde pay alım teklifini yapmak üzere kurula başvurulmaması durumunda oy hakları kendiliğinden donacaktır.

Burada donacak olan oy hakkı, yönetim kontrolünün ele geçirilmesini sağlayan fazla kısım değil, kanunun ifadesinden açıkça anlaşılacağı üzere sahip olunan tüm oy haklarıdır.

Kanunun “pay alım teklifinde bulunma zorunluluğu doğan gerçek ve tüzel kişiler ile bunlarla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu oy hakları” ifadesinden anlaşılacağı üzere yalnızca yönetim kontrolünü sağlayan kişiler değil bunlarla beraber hareket edenlerin de sahip olduğu oy hakları da dondurulacaktır.

Yükümlülüğün ihlal anından itibaren donan oy hakları, yükümlülüğün yerine getirilmesinden sonra kendiliğinden çözülecektir. Tebliğin 13ncü maddesinin son fıkrasına göre:

“Kurulun aksi yönde vereceği kararlar saklı kalmak üzere, zorunlu pay alım teklifi işleminin tamamlanmasını takip eden ilk gün Kurulca başka bir işlem yapılmasına gerek bulunmaksızın kendiliğinden çözülür.”

### 5.3. Borçlar Hukuku'ndan Kaynaklanan Yaptırımlar

Yeni düzenleme ile getirilen oy haklarının donması yaptırımı konu ile ilgili problemi büyük ölçüde çözmüştür. Önceki düzenlemelerde olmayan bu hüküm nedeniyle doktrinde borçlar hukukundan kaynaklanan yaptırımlara çokça yer verilmişti.

Pay alım teklifi zorunluluğunun borçlar hukukunda konumlandırılacağı yer hakkında tartışmalar mevcuttur. Sözleşmeye aykırılık, haksız fiil ve sebepsiz zenginleşme üzerinde tartışılan hükümlerdir.

Ortada bir sözleşmeye aykırılık durumunun olması için, öncesinde bir sözleşmenin kurulmuş olması ve taraflardan en az birinin bu sözleşmeye uymamış olması gerekir. Ancak burada herhangi bir sözleşme kurulmadığı için sözleşmeye aykırılık durumu gündeme gelmeyecektir (Paslı, 2009:509).

Bu durumda bir sebepsiz zenginleşmenin varlığından da bahsedilemeyecektir. Borçlar kanununun 77nci ve 87nci maddeleri arasında düzenlenen sebepsiz zenginleşme haklı bir sebep olmadığı halde başkası aleyhine zenginleşme olarak tanımlanmaktadır. Sebepsiz zenginleşen kişi, bu

zenginleşmeyi, aleyhine zenginleştiği şahsa iade etmek mecburiyetindedir. Ancak burada bir iade durumu olmadığı için sebepsiz zenginleşme hükümlerine de gidilemeyecektir (Pashı, 2009:510).

Bazı yazarlara göre bu durumda bir haksız fiil sorumluluğu gündeme gelmelidir (Kendigelen, 2007:821). Haksız fiilden bir borcunun doğması için, kişinin kasten karşı tarafı bir zarar uğratması durumunda olacaktır. Ancak burada kasten başkasının malvarlığına zarar verme yorumu ilgili hüküm için çok ağır ve adaletsiz olacaktır (Pashı, 2009:511). Dolayısıyla burada bir haksız fiil durumu da yoktur.

Bunların yanı sıra, borçların kaynaklarından birisi de kanundan doğan borçlardır (Oğuzman, Öz, 2013:116). Pay alım teklifi kanunda açıkça düzenlenmiştir. Bir kişiye akit yapma zorunluluğu kanunla öngörülebilir. Burada kanun, yönetim kontrolünü ele geçiren kişiye bir sözleşme yapma zorunluluğu yüklemiştir. Dolayısıyla, pay alım teklifi zorunluluğunu yerine getirmeyen kişiler için kanundan bir borç doğduğundan hareketle borçlar hukuku kapsamında talepte bulunulabilir (Dinç, 2006:185).

Bir borcun konusu, verme, yapma ya da yapmama olabilir. Burada kanundan doğan bir sözleşme yapma zorunluluğu olduğu düşünülürse, ortada bir yapma borcunun varlığından bahsetmek mümkündür.

Yapma borcunun yerine getirilmesi için açılacak dava ise borçlar hukuku temelli bir ‘aynen ifa’ davasıdır.

Aynen ifa davasının açılabilmesi için borcun muaccel olması, ifa edilmemiş olması, ifanın mümkün olması ve borçlunun temerrüde düşmüş olması gerekmektedir. Muaccel bir borcun borçlusu, alacaklının ihtarıyla temerrüde düşecektir. Ancak ihtar yapılmasının dürüstlük kuralına göre beklenmeyeceği (Oğuzman, Öz, 2013:478) bu durumda artık ihtar gerektirmez.

## 6. SONUÇ

Pay alım teklifi zorunluluğu ile alakalı olarak eski mevzuattan çok farklı hükümler konulmuştur. En başta, eski mevzuatta aranan ‘pay iktisabı’ şartı kaldırılmış ve ‘yönetim kontrolünün sağlanması’ şartı getirilmiştir. Zaten uygulamada pay oranı düşük olanların da yönetimin kontrolünü pekâlâ ele geçirdikleri görülmektedir. Dolayısıyla yeni düzenleme hukuki açıdan son derece isabetli bir hüküm getirmiş olmaktadır.

Bunun yanında, yeni düzenlemenin getirdiği oy haklarının yarısından fazlasına sahip olma zorunluluğu en temel tartışma konularından bir tanesidir. Avrupa ve Amerika’da bu oranların genellikle yüzde otuz civarlarında seyretmektedir. Yukarıda belirtildiği gibi, oy çoğunluğuna ya da pay çoğunluğuna sahip olmadan da yönetim kontrolünün sağlanabildiği ortadadır. Türk Ticaret Kanunu’nda yer alan, halka açık anonim ortaklıklarla alakalı bazı kararların alınması için tüm oyların yüzde ellisinden düşük oranlarda oy miktarı yeterlidir. Uygulamada, sermaye sahiplerinin hatırı sayılır bir kısmı hiçbir oylamaya katılmamaktadır. Kanun koyucunun, güncel gelişmeleri ve fiili durumu gözetip bu eşiği azaltması önemli bir ihtiyaçtır.

Pay alım teklifi tebliğinin 13ncü maddesinde pay alım teklifi zorunluluğunun ne zaman başlayacağı belirtilmiştir. Hükme göre ‘payların iktisabından itibaren’ iki ay içerisinde teklif yapılmalıdır. Ancak bu hüküm, yeni mevzuatın ruhuna ters bir şekilde ele alınmıştır. Yeni mevzuatın getirdiği temel yeniliklerden birisi pay iktisabı yerine, yönetim kontrolü olgusunu esas almasıdır. Ancak burada pay alım teklifi zorunluluğunun ‘payların iktisabı’ ile başladığı belirtilmiştir. Hâlbuki hiç pay iktisabı olmadan da yönetim kontrolü ele geçirilebilir. Bunun temel örnekleri, oyda ve yönetimde imtiyaz sağlaması halleridir.

Pay alım teklifi zorunluluğu ile ilgili hükümlerin getirilmesinin ana amaçlarından bir tanesi de adil, şeffaf bir düzenin sağlanarak tüm hissedarların haklarının korunmasıdır. Bu nedenle bu teklif için bazı alt ve üst sınırlar tebliğle korunmaya alınmıştır. Tebliğe göre zorunluluğunun doğmasından itibaren en az on, en fazla yirmi gün içerisinde teklif sürecinin tamamlanması gerekir. Bu süreler

pay alım teklifi zorunluluğunun hukuki tanımlanmasında da önemli rol oynamaktadır. Bizim de katıldığımız görüşe göre, pay alım teklifi süreli ve aleni bir öneridir.

Tebliğin 5nci maddesine göre pay alım teklifi zorunluluğundan sonra satış işlemi gerçekleşirse ödeme en geç satışı takip eden gün yapılacaktır. Ödeme tam ve nakden yapılmalıdır. Ancak tebliğde açıkça belirtildiği üzere pay sahibi ile yazılı bir sözleşme yapılması durumunda bedelin bir kısmı ya da tamamı menkul olarak da yapılabilir. Bizim de katıldığımız görüşe göre, tebliğ ya da kanunda ödemenin vade ile yapılabileceğine ilişkin bir hüküm bulunmadığı için ödeme vade ile yapılamayacaktır.

Kural olarak, yönetim kontrolünün sağlanması ile pay alım teklifi zorunluluğu ortaya çıkacaktır. Ancak tebliğde sayılan bazı durumlarda yönetim kontrolü ele geçirilmesine rağmen pay alım teklifi zorunluluğu doğmayacaktır. Burada, muafiyet halinden farklı bir durum vardır. Muafiyet durumunda pay alım teklifi zorunluluğu doğar ancak Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararı ile bu zorunluluktan muafiyet kazanılır. Dolayısıyla, kurulun muafiyet kararları kurucu etkiye sahiptir. Ancak pay alım teklifi zorunluluğunun doğmadığı hallerde bir kurul kararına ihtiyaç yoktur. Kurulun bu konuda yapacağı herhangi bir müdahale, açıklayıcı etkiye sahiptir.

Pay alım teklifi zorunluluğu, piyasa güvenliğinin sağlanması açısından önemli bir etkiye sahiptir. Bu etkinliğinin sağlanması için pay alım teklifi zorunluluğuna aykırılığın da etkin bir şekilde cezalandırılması gerekir. Eski mevzuatta, 'idari para cezası' ve borçlar hukuku kaynaklı 'aynen ifa' davası dışında bir itici güç mevcut değildi. Ancak yeni mevzuatta, isabetli olarak 'oy haklarının donması' yaptırımını getirilmiştir. Böylelikle, bu zorunluluk daha sağlam temellere oturtulmuştur.

## KAYNAKÇA

- Akgül, A. (2008). Sermaye Piyasası Kurulu Kararlarının Hukuki Niteliği ve Yargısal Denetimi, Beta Yayınları, İstanbul.
- Bainbridge, S. (2002). Corporation Law and Economics, Foundation Press, New York.
- Bilgili, F. & Demirkapı, E. (2013). Şirketler Hukuku, Dora Yayıncılık, Bursa.
- Çamoğlu, E. (2010). Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, Vedat Kitapçılık, İstanbul.
- Dinç, İ. (2006). Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması, Legal Yayıncılık, İstanbul.
- Dinç, İ. (2013). "Mandatory Takeover Bids In Turkey: An Overview Of The New Legal Regime", Law & Justice Review, Volume:IV, Issue:1, June 2013: 201- 240.
- Doğru, H. (2011). "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrol Değişikliği ve Çağrı", Doktora Tezi, T.C. İstanbul Kültür Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Grant, J., Kirchner, T., Kirshner, J.A. (2009). "Financial Tunnelling And The Mandatory Bid Rule", European Business Organization Law Review 10: 233-253.
- Kendigelen, A. (2010). "Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler", Prof. Dr. Rona Serozan'a Armağan, On İki Levha Yayıncılık, CII:1161-1205, İstanbul.
- Kendigelen, A. (2007). "Çağrıda Bulunma Yükümlülüğünün İhlalinin Hukuki Sonuçları", Prof. Dr. Ergon A. Çetingil Ve Prof. Dr. Rayegan Kender'e 50. Birlikte Çalışma Yılı Armağanı, Çizgi Basım Yayın, İstanbul.
- Kolcuoğlu, U. (2009). Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı, Vedat Kitapçılık, İstanbul.
- Manavgat, Ç. (1997). "Aleni Pay Alım Teklifi", Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 64:108-254.
- Nenova, T. (2006). Takeover Laws And Financial Development. Policy, Research Working Paper ; No. Wps 4029. Washington, Dc: World Bank.

- Oğuzman, M.K. & Öz, M.T. (2013). Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Vedat Kitapçılık, İstanbul.
- Paslı, A. (2009). Anonim Ortaklığın Devralınması, Vedat Kitapçılık, İstanbul.
- Partners, M. (2013). The Takeover Bids Directive Assessment Report, Eu Publications.
- Süleymanlı, S. (2005). Anonim Şirketlerde Oy Hakkı, Bakı Yayınevi, İstanbul.
- Tekinalp, Ü. (1979). Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları, İstanbul Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- Türkyılmaz, İ. (2015). Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, XII Levha Yayıncılık, İstanbul.
- Yıldız, Ş. (2004). Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Seçkin Kitapevi, Ankara.