

KARŞILAŞTIRMALI HUKUKTA HALKA AÇIK ANONİM ORTAKLIK YÖNETİM KONTROLÜ EL DEĞİŞİKLİKLERİNDE KONTROL PRİMİNİN PAYLAŞILMASI

Barış GÖZÜBÜYÜK*

ÖZ

Halka açık anonim ortaklık yönetim kontrol el değişikliklerinde yönetim kontrolünün elde edilmesi amacıyla hakim pay sahibine¹ primli fiyat ödenmektedir. Kontrol priminin azınlık pay sahipleriyle paylaşılması yükümlülüğü; bir taraftan pay sahipleri arasındaki eşitliğe hizmet ederken, diğer taraftan el değişikliği maliyetlerini arttırmaktadır. Kontrol priminin paylaşılmasına imkan tanıyan düzenlemelerin başında zorunlu pay alım teklif düzenlemeleri gelmektedir. Bu düzenlemelerde, kontrol eşliğinin o ülkede faaliyet gösteren halka açık anonim ortaklıkların mülkiyet yapısına uygun olacak şekilde tespit edilmesi büyük önem arz etmektedir. Kontrol priminin paylaşılmasına ilişkin olarak Kıta Avrupası ve Amerikan Hukukunda farklı yaklaşımlar öngörülmüştür. Bu çalışmanın amacı, hangi düzenleme ve yöntemle azınlık pay sahiplerinin korunması ve piyasa etkinliğinin sağlanması amaçlarının birlikte gerçekleştirilebileceği sorusuna cevap bulmaktır.

Anahtar Kelimeler: Yönetim kontrolü, kontrol primi, zorunlu pay alım teklifi, aleni pay alım teklifi, hakim pay sahibi

SHARING CONTROL PREMIUM IN PUBLICLY-HELD CORPORATION TAKEOVERS

ABSTRACT

In order to gain management control of a publicly-held corporation, premium price is paid to the controlling shareholder. Obligation of sharing control premium with minority shareholders, on the one hand serve the equality between shareholders, on the other hand increases takeover expenditures. Foremost among enabling control premium sharing regulations are mandatory bid regulations. In these regulations,

* AHBVU Özel Hukuk Doktora Öğrencisi. **E-Posta:** bgzbyk@gmail.com

¹ Bu çalışma, Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolünün El Değiştirmesi isimli doktora tezinden türetilmiştir.

ORCID ID: 0000-0002-5362-275

DOI : 10.34246/ahbvuhfd.733342

Yayın Kuruluna Ulaştığı Tarih : 01/10/2019

Yayınlanmasının Uygun Görüldüğü Tarih: 02/03/2020

*determining the control threshold according to the publicly-held corporations' ownership structure in that country is of great importance. Regarding the sharing of the control premium, different approaches have been envisaged in Continental European and American Law. The aim of this study is to find out which regulation and method can be used to protect the minority shareholders and achieve market efficiency together**.*

Key Words: *Management control, control premium, mandatory bid, tender offer, controlling shareholder*

GİRİŞ

Halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kontrol el değişiklikleri çoğu zaman pay iktisapları yoluyla gerçekleşir. Bu iktisaplar ise; hakim pay sahibiyle yapılan kontrol satış sözleşmesi (borsa dışı blok alım), borsada iktisap ve aleni pay alım yöntemi (takeover) neticesinde gerçekleşebilir².

Borsa dışı blok alım yönteminde; hedef ortaklık yönetim kontrolünü elde etmek isteyen kişi³, yönetim kontrolünü temsil eden paylara sahip olan hakim pay sahibi konumundaki kişiyle ya da pay sahibi grubuyla anlaşmak yoluna gider⁴. Bu yöntemde, fiyatı belirleyen temel unsur; pay satışıyla ortaklık yönetim kontrolünün de el değiştireceğinin bilincinde olan hakim pay sahibinin pazarlık etme gücüdür⁵. Bu bağlamda, hakim pay sahibi devrettiği paylar için çoğu zaman piyasa fiyatının üzerinde bir fiyat talep etmek yoluna gider⁶.

HAAO'ların yönetim kontrolünü elde etmek için özellikle dağınık mülkiyet yapısının görüldüğü hallerde etkin bir biçimde uygulanan diğer bir yöntem ise; aleni pay alım teklifi⁷ (tender offer/takeover bid)'dir. Bu yöntemde

² Bkz. KRAAKMAN /ARMOUR/DAVIES /ENRIQUES/HANSMANN/HERTIG /HOPT/KANDA /PARGEND LER /RINGE/ROCK, s. 206; ŞEHİRALİ ÇELİK, s. 58 vd.

³ Bundan böyle teklif sahibi olarak adlandırılacaktır.

⁴ ŞEHİRALİ ÇELİK, s. 60; LOHRER, s. 135.

⁵ ŞEHİRALİ ÇELİK, s. 61; LOHRER, s. 136.

⁶ ŞEHİRALİ ÇELİK, s. 61; LOHRER, s. 136.

⁷ Aleni pay alım teklifi kavramı Türk hukuk öğretisinde ilk kez *Manavgat* tarafından kullanılmıştır. Bkz. MANAVGAT, (1997); Bu kavram, her ne kadar pozitif hukuk metinlerinde yerini almamış olsa da; gönüllü olarak yapılan pay alım teklifinin tüm unsurlarını ihtiva

bir HAAO'nun tüm pay sahiplerinin kabulüne açık biçimde teklif yapılarak ortaklık yönetim kontrolünün elde edilmesine imkan tanıyacak oranda pay iktisap edilmeye çalışılır⁸.

Teklif sahibinin, yönetim kontrol el değişikliği için piyasa fiyatının üzerinde teklif yapması; onu ağır bir mali külfetin altına sokar. Bu açıdan, teklif sahibinin sadece yönetim kontrolünü temsil eden paylara yüksek ödeme yapması onun menfaatindedir. Teklif sahibi, çoğu zaman yönetim kontrolünü elde edecek oranda paya sahip olduktan sonra; azınlık pay sahiplerinin⁹ paylarını düşük bedelle iktisap etmek yoluna gider. Bu durumda aynı pay grubundaki paylara sahip olan pay sahipleri arasında bir eşitsizlik meydana gelir.

Hedef ortaklık pay sahipleri arasında ortaya çıkan bu eşitsizliği gidermek için Kıta Avrupası Hukukuna tabi ülkelerde zorunlu pay alım teklifi düzenlemesine gidilmiştir. Bu bağlamda, Aleni Pay Alım Teklifi Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması İlişkin 2004/25 sayılı AB Direktifi¹⁰, AB üyesi ülkeler bakımından yönetim kontrol el değişikliklerini düzenleme altına almıştır. Direktif'in 5 inci maddesi üye ülkeler bakımından zorunlu pay alım teklifi (*mandatory bid*) düzenlemesi öngörerek azınlık pay sahiplerinin korunmasına ilişkin etkin bir mekanizma ortaya koymuştur¹¹.

Zorunlu pay alım teklifi düzenlemesi, yönetim kontrol el değişikliklerinde azınlık pay sahiplerinin de kontrol priminden yararlanmasına imkan tanıyarak azınlık pay sahiplerine önemli bir hukuki koruma sağlamaktadır. Bu bağlamda, Türk Hukukunda da SPKn¹² m. 26 ile zorunlu pay alım teklifi düzenleme altına alınmıştır. Aynı kanunun 25/1'inci maddesiyle zorunlu pay alım teklifi yapılmasıyla ilgili usul ve esasları belirleme görevi SPK'ya bırakılmıştır. Bu doğrultuda, SPK tarafından hazırlanan II-26.1 no.lu Pay Alım Teklifi

etmesi bakımından kanaatimizce isabetlidir; Aleni pay alım teklifi ifadesinin kullanılmasının yerinde olduğuna ilişkin olarak bkz. İHTİYAR, s. 237.

⁸ Bkz. MANAVGAT, (1997), s. 7.

⁹ Bu çalışma kapsamında "azınlık" terimi, teknik anlamda azınlık olmayıp yönetim kontrolünü temsil eden paylara sahip olanlar dışında kalanları belirtmek için kullanılmıştır.

¹⁰ Bundan böyle Direktif olarak adlandırılacaktır.

¹¹ Direktif metni için bkz. ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=EN.](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=EN), erişim: 20.07.2019).

¹² 30/12/2012 tarihli ve 28513 sayılı R.G.

Tebliğiyile¹³, gönüllü ve zorunlu pay alım teklifine ilişkin usul ve esaslar belirlenmiştir.

Amerikan Hukuk sisteminde federal düzeyde zorunlu pay alım teklifi kabul edilmemiştir. Ancak, SEC kurallarıyla, aleni pay alım teklifleri (*tender offer*) bakımından pay sahipleri arasında eşitlik sağlamaya yönelik bazı düzenlemeler öngörülmüştür. Ayrıca, yönetim kontrol el değişikliği işlemleri bakımından mahkeme kararlarıyla geliştirilen içtihatlar olduğu gibi; istisnai olarak bazı eyalet yasalarında da zorunlu pay alım mekanizmasına benzeyen düzenlemeler öngörülmüştür.

Bu çalışmada; HAAO'larda yönetim kontrol el değişikliğine imkan veren diğer yöntemler kapsam dışı bırakılarak pay iktisabı yoluyla gerçekleşen yönetim kontrol el değişikliği işlemleri bakımından kontrol primi kavramı ile kontrol priminin paylaşılması yükümlülüğüne ilişkin olarak Kıta Avrupası ve Amerikan hukuklarının yaklaşımlarına yer verilmiştir.

I- KONTROL PRİMİ KAVRAMI

1) Genel Olarak

Kontrol primi, halka açık anonim ortaklıklarda yönetim kontrolünü temsil eden payları elinde bulunduran pay sahibi/sahiplerine, paylarını satmaları karşılığında; pay başına piyasa değerinin üzerinde ödenen artı değerdir¹⁴. Bu bağlamda örneğin, tekliften önce payını satarak ortaklıktan ayrılmak isteyen pay sahibi (A), pay başına (X) lira kazanacaktır. Teklif yapılması ve (A)'nın da bunu kabul etmesi halinde (A); pay başına (X)+(Y) lira kazanır. İşte, (A)'ya sahip olduğu pay başına fazladan ödenen meblağ, yani (Y) kontrol primidir.

Kontrol priminin hesaplanabilmesi için bir değerlendirme (valuation) işlemi yapılması gerekir¹⁵. Değerleme işlemi parasal karşılığı olan malvarlığı unsurları bakımından söz konusu olabilir. Bu bağlamda, anonim ortaklıklarda kontrol kavramının ekonomik bir değeri olmalıdır ki, söz konusu değer üzerinden yapılan hesaplama neticesinde kontrol primine ulaşabilmek de mümkün olsun. Nitekim öğretilerde kontrolün ekonomik bir değeri olduğu belirtilmektedir¹⁶. Kontrol prim fiyatını etkileyen pek çok faktör olabilir. Bu

¹³ 23/1/2014 tarihli ve 28891 sayılı R.G.

¹⁴ Bkz. KOLCUOĞLU, s. 10, dn. 7, s. 14.

¹⁵ Bu konuda bkz. DAMODARAN, s. 493 vd.

¹⁶ Bkz. WYMEERSCH, s. 358.

etkenlerin irdelenmesi çalışma konumuz dışındadır. Ancak, bazı hallerde teklif sahibi hedef ortaklığa stratejik açıdan ihtiyaç duyabilir. Bu bağlamda, teklif sahibi yönetim kontrol el değişikliğinin kısa ve orta vadede finansal açıdan kendisine yarar sağlamayacağı bilincinde olmasına rağmen; finansal gerekçeleri arka planda tutarak stratejik bazı kaygılarla teklif yapabilir. İşte, bu ve benzeri örneklerde ödenen kontrol primi, olması gerekenin çok üstüne çıkabilir.

Ortaklığın kontrolü pazarı (*market for corporate control*) teorisi¹⁷ uyarınca; etkin olmayan ve ortaklığın potansiyelini gerektirdiği gibi kullanamayan yönetimlerin performanslarındaki düşüklükle; ortaklık paylarının borsa değeri arasında bir bağlantı vardır¹⁸. Bu bağlamda, kontrol primiyle yöneticilerin performansı arasında da bir ilişki vardır. Eğer hedef ortaklık yöneticilerinin performansı düşükse ortaklık pay sahiplerinin alacağı kontrol primi daha yüksektir¹⁹. Zira, hedef ortaklık yönetim kontrolünü elde etmek isteyen kişi; kötü yönetim nedeniyle hedef ortaklığın gerçek potansiyelinin altında değerde olduğunu ve uygulayacağı doğru strateji ve politikalarla da ortaklığın karlılığını artıracaklarını düşünmektedir. Yönetim ne kadar kötüyse performans o kadar düşük, iyileştirme potansiyeli de o kadar yüksek olacaktır. Teklif sahibinin ödemeyi kabul ettiği kontrol primi, kontrolü elde ederek ulaşmayı planladığı kazancın sadece bir bölümüdür²⁰. Bu açıdan, her ticari işte olduğu gibi kontrol işlemleri bakımından da risk unsuru vardır. Dolayısıyla, ortaklık yönetim kontrolü el değiştirmesine karşın ortaklık karlılığının artış göstermemesi; hatta gerilemesi de mümkündür²¹.

Anonim ortaklıklarda yönetim kontrolü, anonim ortaklık yönetim mekanizması üzerinde hakimiyet kurulmasıyla mümkün olabilir²². Bu

¹⁷ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. HACİMAHMUTOĞLU, (2006), s. 258-289.

¹⁸ MANNE, s. 112.

¹⁹ DAMODARAN, s. 494.

²⁰ EASTERBROOK/FISCHEL, s. 112.

²¹ Bu konudaki açıklamalar için bkz. EASTERBROOK/FISCHEL, s. 115.

²² PASLI, s. 37; Diğer taraftan bir anonim ortaklıkta sermayede kontrolü sağlamadan, salt yönetimde kontrolü sağlamanın; o ortaklığın tam manasıyla kontrolüne sahip olmak şeklinde yorumlanamayacağı da altını çizmemiz gerekir. Zira, münhasıran yönetim kurulunun görev alanına giren konular olduğu gibi; münhasıran genel kurulun görev alanına giren konular da vardır. İşte, sermayede kontrolü sağlamadan, hukuki araçlar vasıtasıyla yönetimde kontrolü sağlamak; alınacak her karar bakımından yönetim kontrolünü elinde bulunduran kişi veya gruba hakimiyet sağlamaz. Buna rağmen, yönetimde kontrolü ön plana çıkarmamızın temel nedeni yönetim kurulunun stratejik bakımdan haiz olduğu önemdir.;

bakımdan, ortaklık yönetim kurulu üzerinde hakimiyet kurulması zorunludur. Buradan yola çıkarak kontrolün ifade ettiği ekonomik değer de yönetim işleviyle alakalı olması gerektiği sonucuna ulaşmamız mümkündür²³. Yönetim performansın ortaklığın karlılığını etkilediği açıktır. Anonim ortaklıkların profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmeye başlamalarının en temel nedeni de bizce budur²⁴.

2) Kontrol Primi Neden Ödenir?

Hedef ortaklık yönetim kontrolünü elde etmek isteyen kişi; neden kontrol primi ödemek zorundadır sorusunun ilk cevabı hedef ortaklık pay sahiplerinin ikna edilmesi olacaktır²⁵. Çünkü hedef ortaklık hakim pay sahibi, kontrol primi almaksızın sahip olduğu payları satmak istemeyecektir²⁶. Bunun en temel nedeni hakim pay sahibinin hali hazırda kontrol sahibi olmanın getirdiği menfaatlardan yararlanmasıdır²⁷. Bu bağlamda, yönetim kontrol el değişikliği teklifiyle karşı karşıya kalan hakim pay sahibinin payını satması veya satmaması tercihlerinin beraberinde getirdiği bir alternatif maliyet vardır²⁸. Hakim pay sahibi için ortak olarak kalmaya devam etmek mi yoksa ortaklıktan ayrılmak mı daha karlı olacaktır²⁹? İşte teklif sahibi; bir anlamda hakim pay sahibinin omuzlarındaki alternatif maliyeti kendi üzerine alıp, onun payını devretmesini sağlamak için kontrol primi öder³⁰.

İkinci cevap da ilk cevapla yakın bağlantı içindedir. Bu bağlamda, yönetim kontrolünü elde etmek isteyen kişi; yönetim kontrol el değişikliğiyle bazı menfaatlara ulaşmayı ummaktadır³¹. İşte, kontrol primi bu yönüyle belli

Herhangi bir organizasyonda stratejik bir pozisyona sahip olmanın kontrol gücünün temelini oluşturduğu yönünde bkz. HERMAN, s. 17.

²³ Bu yönde bkz. DAMODARAN, s. 488.

²⁴ 6102 sayılı TTK'nın 359. maddesinde yönetim kurulu üyelerinin nitelikleri arasında pay sahibi olmak şartı sayılmamıştır. Bu maddeyle, TK düzenlemesiyle öngörülen yönetim kurulu üyesinin pay sahibi olması şartının kaldırılmış olması; anonim ortaklıklarda profesyonel yöneticiliğin önünü açan en temel neden olmuştur.

²⁵ Bkz. TARAN, s. 17.

²⁶ EMANUEL, s. 315.

²⁷ EMANUEL, s. 315.

²⁸ NATH, s. 28.

²⁹ NATH, s. 28.

³⁰ NATH, s. 28.

³¹ Bkz. WYMEERSCH, s. 358.

menfaatlere ulaşmak karşılığında verilmektedir³². Bu menfaatler, ortaklık kaynaklarının daha verimli kullanılması sonucunda doğabileceği gibi ortaklığın hakim gruba katılması sonucunda reklam, pazarlama, kalite, üretim gibi alanlardan da doğabilir³³. Tüm bu değişikliklerin yapılabilmesi hedef ortaklık karar alma mekanizmaları üzerinde hakimiyet kurulmasına bağlıdır.

II- KONTROL PRİMİNİN PAYLAŞILMASINA İLİŞKİN FARKLI YAKLAŞIMLAR

A) Kontrol Priminin Paylaşılmasına İlişkin Teoriler

Hakim pay sahibinin kontrol primini azınlık pay sahipleriyle paylaşmak zorunda olup olmaması, kontrolün kime ait olduğuyla yakından ilgilidir. Kontrol priminin paylaşılmasına ilişkin olarak öğretide çeşitli teoriler ortaya konulmuştur. Bu bağlamda, öğretilerdeki ilk görüş *Berle* tarafından ileri sürülen ortaklık malvarlığı teorisi (corporate asset theory) dir³⁴. Aslında teorisinin temeli, *Berle/Means* tarafından yayınlanan “*The Modern Corporation and Private Property*” isimli esere³⁵ dayanmaktadır³⁶.

Teoriye göre; anonim ortaklık kontrolünden kaynaklanan değer; ortaklık kontrol sahibine değil, ortaklığa aittir³⁷. Kontrol, kontrol sahibine değil; ortaklığa ait bir malvarlığı unsuru olarak görülmektedir. Amerikan mahkemeleri istisnai olarak teoriyi destekler kararlar vermelerine rağmen; teori Amerikan yargısı tarafından tam anlamıyla benimsenmemiştir³⁸. Bu bağlamda, kontrolün bir malvarlığı değeri olarak ortaklığa mı, yoksa hakim pay sahibine mi ait olduğu sorusuna verilecek cevapla; yönetim kontrol el değişikliğine ilişkin olarak yapılacak düzenlemelerin nasıl şekilleneceği arasında sıkı bir bağ vardır³⁹. Kontrolün, ortaklık malvarlığı unsurları arasında

³² Bkz. WYMEERSCH, s. 358.

³³ KARAYALÇIN, s. 362; Diğer örnekler için bkz. MARKHAM, s.293-294.

³⁴ MERKT/ GÖTHEL, s. 469, para. 947.

³⁵ Eserde ortaya konulan en önemli tespit; A. B. D’deki halka açık büyük anonim ortaklıklarda mülkiyet ve kontrol ayrışmasının yaşanması ve buna bağlı olarak da ortaklık kontrolünün pay sahiplerinden yöneticilere kaymasıdır. Kontrolün bu türü eserde yöneticilerin kontrolü (management control) olarak adlandırılmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. BERLE JR/MEANS, s. 84 vd.

³⁶ CONNOLY, s.1261.

³⁷ Bkz. BERLE JR. s. 1221.

³⁸ Bkz. MARKHAM, s. 294.

³⁹ FARRAR/FUREY/ HANNIGAN/ WYLIE, s. 635.

olduğu savı arasındadır, hakim pay sahibinin kontrol primini azınlık pay sahipleriyle paylaşılmasının zorunluluğunu doğurur⁴⁰.

Öğretide *Andrews, Berle'in* ortaya koyduğu ortaklık malvarlığı teorisini ileri taşıyarak fırsat eşitliği (equal opportunity) teorisini geliştirdi⁴¹. Teoriye göre; kontrol devir işlemi ortaklık kontrol sahibiyle ortaklık dışından 3. bir kişi arasında yapılıyorsa; azınlık pay sahipleri de paylarını satmak konusunda fırsat eşitliğine sahip olmalıdır⁴². Bu bağlamda teoriye göre; örneğin, hedef ortaklık yönetim kontrolünü elde etmek amacıyla ortaklık paylarının %51'ini satın almak için teklif yapılmışsa; azınlık pay sahiplerinin her biri, sahip oldukları payların %51'ini eşit koşullarda satmak hakkına sahiptir⁴³. Yani, %10 paya sahip olan pay sahibi %5.1' lik oranda pay bakımından bu hakka sahiptir⁴⁴.

B) Kıta Avrupası Hukukunun Yaklaşımı (Zorunlu Pay Alım Teklifi)

1. Zorunlu Pay Alım Teklifi Yapılmasının Temel Gerekçeleri

Zorunlu pay alım teklifi, herhangi bir yöntemi kullanarak doğrudan ya da dolaylı biçimde bir HAAO' nun yönetim kontrolünü elde edecek oranda pay iktisap eden gerçek veya tüzel kişinin azınlık pay sahiplerinin paylarını da satın almak için teklifte bulunmakla yükümlü olmasıdır⁴⁵. Zorunlu pay alım teklifinin temeli, 1972 yılında City Code'a yapılan eklemeye dayanmaktadır⁴⁶. City Code'un hukuki niteliği, mesleki disiplin kurallarıdır⁴⁷. Söz konusu mesleki disiplin kuralları ise *the Panel on Takeovers and Mergers* (Panel) tarafından uygulanır⁴⁸.

Zorunlu pay alım teklif mekanizmasının temel gerekçelerinden biri, yönetim kontrol el değişikliklerinde azınlık pay sahiplerinin kontrol priminden

⁴⁰ FARRAR/FUREY/HANNIGAN/WYLIE, s. 635.

⁴¹ JENNINGS, s. 45.

⁴² ANDREWS, s. 506.

⁴³ MERKT/GÖTHEL, s. 469, para. 948.

⁴⁴ MERKT/GÖTHEL, s. 469, para. 948.

⁴⁵ KOLCUOĞLU, s. 7.

⁴⁶ SCHUSTER, (2013), s.531.

⁴⁷ HACİMAHMUTOĞLU, (2001), s. 105.

⁴⁸ HACİMAHMUTOĞLU, (2001), s. 105; İngiltere'de geliştirilip uygulanan Code düzenlemesi Direktif'i etkilemiştir; Direktif'in temelini oluşturan Pennington raporunun Code düzenlemesini model aldığına ilişkin olarak bkz. MUKWIRI, s. 9.

yararlanması gerekliliğidir⁴⁹. Aleni pay alım tekliflerinde eşitlik ilkesinin kapsamına fiyat eşitliği ve fırsat eşitliği girmektedir⁵⁰. Bu bağlamda, fiyat eşitliği kuralları hedef ortaklık pay sahiplerine farklı fiyatlar önerilmesine engel olurken; fırsat eşitliği kuralları, teklifin pay sahiplerinin tümüne açık olmasını temin ederek kontrol priminden eşit biçimde yararlanıp ortaklıktan eşit koşullarla ayrılmalarına hizmet eder⁵¹. Bu bağlamda, fırsat eşitliğinin bir uzantısı olarak değerlendirilen⁵² kontrol priminin azınlık pay sahiplerince de paylaşılması gerekliliği; azınlık pay sahiplerine önemli bir hukuki koruma sağlar.

Zorunlu pay alım teklif mekanizmasında hakim pay sahibine yönetim kontrolü için ödenen bedelin en azından aynısı, azınlık pay sahiplerine de ödendiğinden kontrol primi paylaşılmış olmaktadır⁵³. Bu bağlamda, teklif sahibi teorik olarak hedef ortaklığın tüm pay sahiplerinin paylarını kontrol primi ödeyerek satın alacak finansman kaynağına sahip olmalıdır ki, bu durum öğretilerde zorunlu pay alım teklif mekanizmasıyla ilgili olarak getirilen eleştirilerden biridir⁵⁴.

Zorunlu pay alım teklifi yapılmasının arka planında yatan ikinci gerekçe ise; yönetim kontrol el değişikliği sonrası ortaklıkta meydana gelebilecek köklü değişiklikler nedeniyle azınlık pay sahiplerine adil koşullarla ortaklıktan ayrılma imkanı tanınmasıdır⁵⁵. Gerçekten, azınlık pay sahiplerinin mevcut kontrol yapısından yeni bir kontrol yapısına geçmeleri; onların yatırım kararını etkileyebilecek önemli bir değişikliktir. Bu bağlamda örneğin, yeni kontrol sahibi, ortaklığın önceden izlediği yatırım politikasını değiştirerek farklı bir iş koluna yatırım yapılması yönünde karar almış olabilir⁵⁶. Yatırım politikasındaki bu değişikliğe katlanmalarını azınlık pay sahiplerinden beklemek adil olmaz. Zira, söz konusu pay sahipleri ortaklığın o alana yatırım yapacağını bilselerdi belki de ortaklık ilişkisi içerisinde en baştan hiç girmeyeceklerdi. Ancak,

⁴⁹ DİNÇ, s. 228 vd.

⁵⁰ MANAVGAT, (1997), s. 254.

⁵¹ MANAVGAT, (1997), s. 254.

⁵² DİNÇ, s. 229.

⁵³ KARACAN/KARACAN, s. 233.

⁵⁴ Bkz. FEDDERKE/VENTORUZZO s. 3.

⁵⁵ MANAVGAT, (2016), s. 355-356; DİNÇ, s. 231 vd.

⁵⁶ Örneğin önceden araç üretiminde faaliyet gösteren ortaklık, yönetim kontrol el değişikliğiyle silah üretim işine girmiş olabilir. Bkz. LEE, s.137.

özellikle payları borsada işlem gören HAAO'lar bakımından yönetim kontrol el değişikliği sonrası izlenen politikalardan memnun olmayan pay sahiplerinin kolayca pay satışı yaparak ortaklıktan ayrılacakları göz önüne alındığında; zorunlu pay alım teklifi mekanizmasına ihtiyaç olmadığı savunulabilir⁵⁷. Buna karşın, bizim de katıldığımız görüş uyarınca, borsa ortaklıklarından çıkmak görece kolay olsa da, yönetim kontrol el değişikliği; ortaklığın paylarının borsadaki fiyatlarını olumsuz etkileyerek ayrılmanın adil biçimde gerçekleşmesine engel teşkil edebilir⁵⁸.

Zorunlu pay alım teklifine dayanak oluşturan kontrol priminin paylaşılması ve azınlık pay sahiplerine adil biçimde çıkma imkanı tanınması hususları ilk bakışta birbirinden farklı hususlar olarak anlaşılabilir da aslında aralarında yakın bir ilişki vardır. Bu bağlamda, azınlık pay sahiplerine adil biçimde çıkma imkanının tanınması, onlara payları için adil fiyat sunmaktan geçer. Kontrol priminin paylaşılması, zorunlu pay alım teklif fiyatını etkileyen bir faktördür⁵⁹. Bu açıdan kontrol priminin, dolaylı yoldan azınlık pay sahiplerinin ortaklıktan adil koşullarla ayrılmalarına hizmet ettiğini söylemek de mümkündür.

2. Zorunlu Pay Alım Teklifinde Kontrol Eşliği

Zorunlu pay alım teklif mekanizmasının tetiklenebilmesi için hedef ortaklıkta yönetim kontrol el değişikliği gerçekleşmiş olmalıdır. Yönetim kontrol el değişikliğinin gerçekleşip gerçekleşmediğinin sağlıklı bir biçimde tespit edilebilmesi son derece önemlidir. Zira, zorunlu pay alım teklifi; teklif sahibinin katlanmak zorunda olduğu maliyeti önemli ölçüde artırmaktadır. Bu bağlamda, aslında hedef ortaklık yönetim kontrolünü elde etmemiş olan bir kişiyi böyle bir yükümlülüğe maruz bırakmak menfaatler dengesine aykırılık oluşturacaktır.

Bu oran belirlenirken, fiili kontrol mü yoksa hukuki kontrol mü esas alınacaktır sorusu önemlidir. Fiili kontrol, ortaklık mülkiyet ve yönetim

⁵⁷ Nitekim öğretide *Paslı*, zorunlu pay alım teklif mekanizmasının, ortaklıktan çıkma imkanının kolay olduğu borsa ortaklıkları bakımından anlamsız olduğu görüşündedir. Bkz. PASLI, s. 419-420.

⁵⁸ Bu görüş için bkz. MANAVGAT, (2016), s. 355.

⁵⁹ Yönetim kontrolünü elde eden kişinin ödeyeceği adil fiyatın kontrol primini yansıttığına ilişkin olarak bkz. BÖCKLI/DAVIES/FERRAN/FERRARINI/GARCIA/HOPT/PIETRAN/COSTA/PISTOR/SKOG/SOLTY SIN SKI/ WINTER/ WYMEERSCH, s. 2.

yapısındaki farklılıklara göre değişkenlik gösterir⁶⁰. Gerçekten, payların atomize olduğu ve dağılık mülkiyet yapısının görüldüğü HAAO'larda çok düşük oranlarda oy hakimiyetini sağlayarak yönetim kontrolü elde edilebilir. Buna karşın blok pay sahiplerinin olduğu ve yoğun mülkiyet yapısının görüldüğü HAAO'lar'da bu oran çok daha yüksektir. Bu bağlamda, zorunlu pay alım teklif düzenlemelerinde belirli bir eşğin geçilmesi halinde (sermaye/oy) ortaklık yönetim kontrolünün elde edildiği kabul edilir⁶¹. O halde, zorunlu pay alım teklif düzenlemelerinde fiili kontrol ölçütünün değil, hukuki kontrol ölçütünün esas alındığını söylemek yanlış olmayacaktır.

Zorunlu pay alım teklif düzenlemelerinde kontrol eşğinin sağlıklı belirlenmesi büyük öneme sahiptir. Aksi durum, pay sahiplerine, ortaklıklara, hatta sermaye piyasasına zarar verebilir. Bu bağlamda, örneğin ortalama hakim pay sahibinin sahip olduğu pay oranının 52% olarak saptandığı Avusturya'da⁶² ÜbG § 22/2 uyarınca kontrol eşği hedef ortaklık oy oranının %30'dan fazlasının elde edilmesi şeklinde kabul edilmiştir⁶³. Diğer taraftan, AB direktifinin esin kaynağı olan City Code hükümlerinde kontrol oranı ortaklık oy haklarının en az %30'una sahip olmak şeklinde belirlenmiştir⁶⁴. Bu oran, %50'nin çok altında olup İngiltere'de faaliyet gösteren HAAO'ların önemli bir kısmının dağılık mülkiyet yapısına sahip olduğunun bir göstergesi olarak yorumlanabilir⁶⁵. Bu noktada ortaya ciddi bir çelişki çıkmaktadır. Şöyle ki, AB ülkeleri arasında en yoğun mülkiyet yapısına sahip olan ülkeyle en dağılık mülkiyet yapısına sahip olan ülkenin zorunlu pay alım teklifleri bakımından kontrol eşği hemen hemen aynıdır.

Yönetim kontrol el değişikliklerinin hukuki boyutu yanında ekonomik boyuta da sahip olması konuyu karmaşık hale getirmektedir. Konuya salt hukuki açıdan bakıldığında; kontrol eşğinin olabildiğince düşük tutulmasının

⁶⁰ SÖNMEZ, s. 280.

⁶¹ SÖNMEZ, s. 280.

⁶² Bkz. SEPE, s. 21, dn. 64'teki literatür; Avrupa ülkeleri arasında mülkiyet yoğunlaşmasının en fazla olduğu ülkenin Avusturya olduğuna ilişkin olarak bkz. GUGLER/KLASS/STOMPER/ZECHNER, s. 46.

⁶³ Übnahmegesetz metni için bkz. (<https://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung/Bundesnormen/10003609/%c3%9cb%20G%2c%20Fassung%20vom%2030.08.2019.pdf>, erişim: 30.08.2019).

⁶⁴ Bkz. The Takeover Code, C7, (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=1Apr2019>, erişim: 30.07.2019).

⁶⁵ İngiltere'deki pay sahipliği yapısının dağılık olduğuna ilişkin olarak bkz. SJAFJELL, s. 75.

anlaşılabilir sebepleri olduğu görülecektir. İngiltere örneğini bir tarafa bırakacak olursak, Avrupa piyasalarının likit olduğunu söyleyebilmemiz güçtür. Bu bağlamda, öğretide *Hansen*, zorunlu pay alım teklif düzenlemesinin ortaklıklarda mülkiyet yoğunlaşmasını arttırıcı etkisinden bahisle, Avrupa piyasalarının likiditesini azaltacağını ileri sürmüştür⁶⁶.

Türk Hukukunda zorunlu pay alım teklif mekanizmasını tetikleyecek kontrol eşiği SPK'nın m. 26/2 ve II. 26. 1 no.lu Tebliğ m. 12/1 uyarınca ortaklık oy haklarının %50'sinden fazlasına sahip olmak şeklinde belirlenmiştir. Öğretideki baskın görüş, bu oranı azınlık pay sahiplerinin menfaatlerinin zarar göreceğinden bahisle yüksek bularak eleştirmektedir⁶⁷. Gerçekten, küçük pay sahiplerinin karar alma mekanizmalarına katılmamaları sonucunda oluşan güç boşluğu HAAO'ların kronik sorunudur⁶⁸. Bu bağlamda küçük pay sahipleri çoğunlukla genel kurula katılmazlar. Bu durumun sonucu olarak ise çoğunlukla genel kurulda alınan kararlar %50'den daha düşük oranda bir oy gücüyle alınırlar⁶⁹. Konuya bu açıdan yaklaşıldığında; kontrol eşiğinin %50 olarak belirlenmesinin HAAO'ların yapısına ve zorunlu pay alım teklif kurumunun amacına uygun olmadığı savunulabilir⁷⁰. Bu bağlamda, öğretide *Manavgat*, yönetim kontrol eşiğinin belirlenmesinde toplam oy haklarının %30 veya daha fazlasına sahip olmanın veya sözleşmesel haklarla kullanma hakkına sahip olmanın esas alınması gerektiği; ancak ortaklıktaki pay dağılımına göre SPK'nın muafiyet vermesine dayalı bir sistemin adil olacağı görüşündedir⁷¹.

Kontrol eşiği ilk defa Seri:IV, No:44 "Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" ile %25'den %50'ye artırılmış ve bunun gerekçesi olarak da halka açık ortaklıkların daha kolay stratejik ortaklar bulacakları ve finansman elde edecekleri hususları gösterilmiştir⁷². Bu bağlamda, tespit edebildiğimiz kadarıyla finans öğretisinde kontrol eşiğindeki yükselmenin halka açık anonim ortaklıklar üzerindeki etkisine

⁶⁶ Bkz. HANSEN, s.180-181.

⁶⁷ Bkz. MANAVGAT, (2016), s. 359 vd. ; TÜRKYILMAZ, s. 55 vd. ; KENDİGELEN, (2010) , s. 1177 vd. ; KARACAN/KARACAN, s. 303 vd.

⁶⁸ Birçokları yerine bkz. TEKİNALP, s. 467.

⁶⁹ KENDİGELEN, (2010), s. 1178.

⁷⁰ Bu yönde bkz. KENDİGELEN, (2010), s. 1179.

⁷¹ MANAVGAT, (2010), s. 361.

⁷² Bkz. SPK'nın Çağrı Yoluyla Anonim Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliğine İlişkin Basın Duyurusu, (<https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/200992/0>, erişim: 09.02.2020)

ilişkin herhangi bir çalışma bulunmamaktadır. Bu bağlamda, kontrol eşiğindeki artış sonrasında az evvel belirttiğimiz basın duyurusunda ifade edildiği gibi HAAO'ların stratejik ortak sayılarında artış yaşanmış mıdır? Türkiye'de faaliyet gösteren HAAO'ların sayıları ve halka açılma oranları düşünüldüğünde; ortaklıklara yoğun mülkiyet yapısının hakim olduğuna şüphe yoktur. Bu bağlamda, Türk sermaye piyasası derin olmaktan belirgin biçimde uzaktır⁷³. Kontrol eşiğindeki artışın, Türk sermaye piyasası üzerinde belirgin bir etkisi olmuş mudur? Söz konusu artışın yönetim kontrol el değişik sayıları üzerindeki etkisi nedir? Bu ve benzeri sorular çoğaltılabilir. Kanaatimizce, zorunlu pay alım teklif düzenlemesi yönetim kontrol el değişikliklerinde azınlık pay sahiplerinin korunması bakımından önemli bir işleve sahiptir. Ancak hem azınlık pay sahiplerinin korunması hem de piyasaya olumlu anlamda katkıda bulunma bakımından kontrol eşiğindeki artışın etki analizinin öğretide yapılacak çalışmalarla ortaya konulması bir ihtiyaçtır. Bu bağlamda, öğretideki baskın görüşe katılmakla birlikte konunun finansal boyutunun da gözden kaçırılmaması gerektiği düşüncesindeyiz.

26 no.1 sayılı Tebliğ'in 18/2'nci maddesinin "...*ilgililer pay alım teklifi yapma yükümlülüğünden muaftutulabilir*" şeklinde somutlaşan lafzından takdir yetkisinin bir görünümü olarak SPK'nın somut olayda muafiyet sebeplerinden bir veya birkaçının varlığına rağmen muafiyet kararı vermeyebileceği sonucu çıkmaktadır⁷⁴. Bu bağlamda, SPK'nın muafiyet kararlarına ilişkin takdir yetkisini yerinde kullanmasının önemi de ortaya çıkmaktadır.

C) Amerikan Hukukunun Genel Yaklaşımı-Piyasa Kuralı (Market Rule)

1. Genel Olarak

Piyasa kuralı, genel olarak A.B.D'de yönetim kontrolünün hakim pay sahibiyle yapılan kontrol satış sözleşmesiyle el değiştirmesi halinde uygulanır⁷⁵. Kontrol devir işlemlerinde hakim pay sahibinin kazandığı kontrol

⁷³ Tüvid yatırımcı ilişkileri derneği'nin Ekim 2019 tarihli Borsa Trendleri Raporuna göre; 2019 yılı üçüncü çeyrek sonu itibarıyla BIST TİM'de işlem gören ortaklık sayısı 331 olup halka açıklık oranı ve fiili dolaşım oranlarının %50'nin altında olduğu görülmektedir. Bkz. Borsa Trendleri Raporu, S.XXX, Ocak-Eylül 2019, s., 5, (http://www.tuyid.org/files/yayinlar/Borsa-Trendleri_Raporu_2019_3C19.pdf, erişim:04.02.2020); Bu rapor, Türk sermaye piyasasının durumu hakkında ipuçları vermektedir.

⁷⁴ Bkz. YEŞİLTEPE, s. 181; PASLI, s. 476.

⁷⁵ SCHUSTER, (2010), s.12.

primini azınlık pay sahipleriyle paylaşmak zorunda olmayışı paylaşmama kuralı (*no sharing rule*) olarak da adlandırılmıştır⁷⁶.

Piyasa kuralında hakim pay sahibine ödenen bedelle, azınlık pay sahiplerine ödenen bedel arasında fark vardır⁷⁷. Bu bağlamda, pay sahipleri arasında eşitsizlik meydana gelmektedir. Buna karşın, ortaya çıkan bu eşitsizliğin öğretilde ileri sürülen bazı gerekçelerle savunulduğu da görülmektedir. Bu bağlamda ilk gerekçe; azınlık pay sahibi konumundaki bir kişinin pay satın aldığı anda ödediği fiyatın; aynı ortaklıkta o anda mevcut olan hakim pay sahibinin ortaklık kontrolünü elde etmek için ödediği fiyatın çok altında olduğu yönündedir⁷⁸. İkinci gerekçe ise; bazı hallerde kontrol priminin paylaşılmasının kontrol devir işlemlerinin başarıya ulaşmasında belirleyici rol oynadığı yönündedir⁷⁹. Gerçekten, kontrol priminin paylaşılmasına ilişkin bir yükümlülüğün varlığının yönetim kontrol el değişikliklerinin maliyetini arttıracığı açıktır. Bu bağlamda örneğin, hedef ortaklık yönetim kontrolünü elde etmek isteyen kişi (A), kontrol priminin paylaşılmasına ilişkin bir yükümlülüğün olmadığı varsayımı altında hakim pay sahibine (B), yönetim kontrolünü temsil eden paylar için primli olarak pay başına (X+Y) ödeyip yönetim kontrolünü elde ettikten sonra; dilerse azınlık pay sahiplerinin (C), paylarını pay başına daha düşük bedelle (örneğin X) üzerinden satın alabilir. Buna karşın, yükümlülüğün varlığı halinde (A), (C)'nin paylarını da (C) isterse (X) değil; (X+Y) üzerinden satın almakla yükümlüdür. (X+Y), (X)'den büyük olduğuna göre işlem bedeli de pay başına (Y) yani kontrol primi oranında artmıştır.

Amerikan hukuku; federal yasalar, eyalet yasaları ve mahkeme kararları birlikte ele alınarak yorumlanmalıdır. Bu bağlamda, tek bir Amerikan hukuku olmadığı için Amerika'da yönetim kontrol el değişiklik işlemleri piyasa kuralına tabidir önermesi de tam anlamıyla doğru değildir⁸⁰. O halde, çalışma konumuz kapsamında federal yasalar, eyalet yasaları ve son olarak da mahkeme kararlarının genel çerçevesinin ortaya konulması gereklidir.

⁷⁶ Bkz. PALMITER, (2015), s. 359 vd.

⁷⁷ Bkz. PACCES, s. 342.

⁷⁸ BAINBRIDGE, (2002), s. 348.

⁷⁹ Bu konuda bkz. EASTERBROOK/FISCHEL, s. 117 vd.

⁸⁰ SCHUSTER, (2010), s. 8.

2. Federal Düzeyde Yapılan Düzenlemeler

Amerika'da ortaklıkların kuruluşu ve faaliyetlerine ilişkin hususlar, eyalet yasalarıyla düzenleme altına alınmaktadır⁸¹. Buna karşın, 1968 yılında Williams Act'in kabulüyle SEA'da yapılan değişiklikler sonucunda aleni pay alım teklifleri federal düzeyde düzenleme altına almıştır⁸². Ancak, bu alanının dinamik yapısının bir sonucu olarak Williams Act 14 (e) ile SEC'e kural koyma yetkisi verildi⁸³.

Aleni pay alım teklifleri bakımından bazı hususlar SEC kurallarıyla federal düzeyde düzenlenmesine karşın zorunlu pay alım teklif düzenlemesi kabul edilmemiştir. Ancak böyle bir düzenlemenin yokluğunun doğal sonucunu, kontrol priminin paylaşılması şeklinde yorumlamak doğru olmaz. Zira, aleni pay alım teklifleri bakımından SEC kurallarıyla federal düzeyde kontrol priminin paylaşılması sonucu doğuran bazı hükümler öngörülmüştür. Bu bağlamda, SEC Rule §14d-10(a)(1) ve 14e-1(a) hükümleri uyarınca; aleni pay alım teklifi, aynı sınıftan paylara sahip olan pay sahiplerinin tümüne en az 20 işgünü boyunca açıktır⁸⁴. O halde, aynı sınıftan pay sahipleri bakımından fırsat eşitliğinin sağlandığını söylemek yanlış olmayacaktır. Buna ek olarak, SEC § 240.14d-10(a)2 gereği teklif süresince hedef ortaklık pay sahiplerinden herhangi birine ödenen fiyat, aynı süre içerisinde diğer bir pay sahibine ödenen en yüksek fiyattan az olamaz. Bu düzenleme, en iyi fiyat kuralı (best price rule) olarak da bilinmektedir⁸⁵. Yani, teklife olumlu cevap veren pay sahipleri arasında da fiyat eşitliğinin sağlandığını söyleyebiliriz.

Söz konusu düzenlemeler ışığında, A.B.D' de federal düzeyde zorunlu pay alım teklif mekanizması öngörülmemesine karşın; SEC kurallarıyla aleni pay alım teklifleri bakımından kontrol priminin paylaşılmasına imkân tanındığını söyleyebiliriz. Ancak, bu düzenlemelerle azınlık pay sahipleri bakımından getirilen koruma rejiminin ne kadar etkin olduğu sorgulanabilir. Zira, SEA 14(d)(6) ve SEC'in 14d-8 hükümleri uyarınca kısmi pay alım teklifi mümkündür⁸⁶. Zorunlu pay alım teklif düzenlemelerinden farklı olarak, SEC

⁸¹ BAINBRIDGE, (2018), s. 277.

⁸² KLEIN/ COFFEE J. R. , s. 185.

⁸³ SOLOMON, s. 219.

⁸⁴ PALMITIER, (2017), s. 319.

⁸⁵ MANAVGAT, (1997), s. 111.

⁸⁶ PALMITIER, (2017), s. 332; Ancak burada şu hususun altını çizmek istiyoruz: SEC Rule 14d-8'in yaptığı değişiklikle oransallık (pro rata) kuralları bakımından öngörülen 10 günlük

kurallarıyla azınlık pay sahiplerine, ortaklıktan ayrılma hakkı verilmemiştir. Bu bağlamda, örneğin, hedef ortaklık yönetim kontrolünü elde etmek için pay sahiplerine aleni pay alım teklifi yapan kişi, tüm ortaklık paylarının %25'i için teklif yapmış olsun. Buna karşın, teklife ortaklık paylarının %100'ünü elinde bulunduran pay sahipleri teklife olumlu cevap vermiş olsun⁸⁷. Bu senaryoda teklif sahibi fazladan %75'lik payı satın almakla yüz yüze gelmiştir. SEC'in 14d-8 kuralı uyarınca; kalan %75'lik kısım oransallık (pro rata) kurallarına göre teklif sahibince satın alınacaktır. Dolayısıyla, %75'lik kısmın tümü satın alınmayacağı için azınlık pay sahipleri yönetim kontrol el değişikliği gerçekleşmiş olmasına (%25'lik oranın yönetim kontrol el değişikliği için yeterli olduğu varsayımı altında) rağmen; ortaklıkta kalmaya devam edeceklerdir. Böyle bir senaryo' da azınlık pay sahipleri kontrol priminden yararlanmalarına rağmen kontrol değişikliğinin olumsuz etkilerine (politika ve strateji değişiklikleri, yeni yönetimin başarısızlığı vs.) karşı korumasız durumdadırlar⁸⁸.

3. Eyalet Düzeyinde Yapılan Düzenlemeler

Aleni pay alım teklifleri hedef ortaklık pay sahiplerine yapılıdır. Bu açıdan önemli olan pay sahiplerinin teklife olumlu yanıt vermesidir. Ancak, aleni pay alım teklifi yoluyla yapılan yönetim kontrol el değişikliklerinde; hedef ortaklık yönetim kurulu da belli bir role sahiptir. Bu bağlamda, yönetim kontrol el değişiklik teklifini; hedef ortaklık yönetim kurulu da destekliyorsa; uzlaşmalı el değişikliğinden (friendly takeover⁸⁹/freundliche Uebernahmeangebote⁹⁰) bahsedilir. Bu tip el değişikliklerinde hedef ortaklık yönetim kurulu, arabulucu fonksiyonu (Mittlerfunktion) üstlenir⁹¹. Buna karşın hedef ortaklık yönetim kurulunun desteklemediği, direnç gösterdiği yönetim kontrol el

süre, teklif boyunca geçerli olacak biçimde uzatılmıştır. Bkz. KENYON SLADE, s. 129, para. 2.107.

⁸⁷ Öğretide *Gaughan*, kısmi pay alım tekliflerinde kontrolün elde edilmesi amacıyla genellikle payların %51'ine teklif yapılacağını ileri sürmektedir. Bkz. GAUGHAN, s. 82; Ancak, hedef ortaklığın mülkiyet yapısı, imtiyazlı payların varlığı gibi nedenlerle bu oranın değişkenlik gösterebileceğinin altını çizmek isteriz.

⁸⁸ Azınlık pay sahiplerinin kontrol priminden yararlanmalarına karşın yeterince korunamadıkları yönündeki tespitler için bkz. MANAVGAT, (1997), s.116 vd.

⁸⁹ Bkz. ATHANASIOS, s. 163.

⁹⁰ BOHRER, s. 9, para.11.

⁹¹ IMMENGA, s. 20.

değişiklikleri uzlaşmasız el değişikliği (hostile takeover⁹²/unfreundliche Uebnahmeangebote⁹³) olarak sınıflandırılır.

A.B.D’de aleni pay alım teklifleriyle ilgili olarak federal düzeyde yapılan düzenlemelerin ardından birçok eyalet, aleni pay alım tekliflerine ilişkin yasalar çıkarmaya başladı⁹⁴. Konuya ilişkin olarak, eyalet yasalarının çıkarılmasının arka planında yatan temel neden; uzlaşmasız el değişikliklerine karşı savunma önlemleri alınması ihtiyacıydı⁹⁵. Bu yasalar, ele geçirme karşıtı yasalar (state anti takeover laws) olarak adlandırılmaktadır⁹⁶.

Ele geçirme karşıtı yasalardan ikinci jenerasyon içerisinde yer alan bir düzenleme (cash out statutes) hedef ortaklıkta belli oranda pay iktisap eden kişinin, azınlık pay sahiplerini durumdan haberdar ederek talepte bulunan pay sahiplerinin paylarını, adil fiyat üzerinden satın almasını zorunlu kılar⁹⁷. Bu düzenlemeyle hedef ortaklık azınlık pay sahipleri iki aşamalı bir aleni pay alım teklifine karşı korumuş olurlar⁹⁸. Söz konusu düzenlemenin zorunlu pay alım teklifine benzer olduğunu söyleyebiliriz. Zaten, direktif değerlendirme raporunda da A.B.D’de eyalet düzeyindeki istisnai düzenlemeler dışında zorunlu pay alım teklifi düzenlemesinin karşılığının olmadığı belirtilmiştir⁹⁹. Dolayısıyla bu düzenleme kontrol priminin paylaşılmasına imkân tanır. Söz konusu düzenleme eyaletler arasında yaygın değildir. Yalnızca, Pensilvanya, Maine ve Güney Dakota eyaletlerinde kabul edilmiştir¹⁰⁰.

Amerika’da HAAO’ların çok büyük bir çoğunluğu Delaware eyaletinde kurulmuştur¹⁰¹. Bu durumun sonucu olarak Delaware eyalet yasalarında HAAO’lara ilişkin düzenlemeler, diğer eyalet yasalarından daha önemli bir hal almıştır. O halde, Amerika’da eyalet düzeyinde kontrol priminin paylaşılmasına ilişkin olarak geniş ölçekte etki yaratacak bir düzenlemenin

⁹² STEDMAN, s. 6.

⁹³ Bkz. BOHRER, s. 9, para.11.

⁹⁴ FORSTINGER, s. 87.

⁹⁵ FORSTINGER, s. 87.

⁹⁶ Bu yöndeki kullanım için bkz. HERZEL/ SHEPRO, s. 53 vd.

⁹⁷ KENYON SLADE, s. 186-187, para. 3.32; FORSTINGER, s. 90.

⁹⁸ WEISNER, s. 52.

⁹⁹ Bkz. The Takeover Bids Directive Assessment Report, s.122.

¹⁰⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report, s. 122.

¹⁰¹ Newyork borsasında işlem gören ortaklıkların yarıdan fazlasının Delaware eyaletinde kurulduğuna ilişkin olarak bkz. BAINBRIDGE, (2018), s. 277.

varlığından bahsedemeyiz. Ayrıca, her ne kadar azınlık pay sahiplerinin korunması amacını taşısa da, söz konusu düzenlemenin bir savunma önlemi olarak öngörüldüğünün de altını çizmeliyiz. Bu bakımdan, zorunlu pay alım teklifi düzenlemesiyle benzer etkiler doğursa da amaçsal bakımdan zorunlu pay alım teklifinden ayrılmaktadır.

4. Yargı Kararlarıyla Belirlenen İstisnalar

Amerikan mahkemeleri hakim pay sahibinin kontrol primini azınlık pay sahipleriyle paylaşmasına ilişkin olarak genel bir yükümlülük kuralı kabul etmemiştir¹⁰². Ancak, üç istisnai halde hakim pay sahibi kontrol primini azınlık pay sahipleriyle paylaşmak zorunda kalabilir¹⁰³.

İstisnaların başında, yönetim kontrolünü temsil eden payların ortaklık malvarlığını yağmalamayacağı bilinen ya da şüphe duyulan birine satılması (sale to a looter) gelir¹⁰⁴. Bu bağlamda, yönetim kontrolünü elde isteyen kişinin piyasada kötü üne sahip biri olması, şüpheli hareketlerde bulunarak bir an önce el değişikliği işlemi tamamlamak istemesi, yönetim kontrolünü temsil eden paylar için önerilen fiyatın aşırı derecede yüksek olması hakim pay sahibinin şüphelenmesini gerektirecek durumlara örnek olarak verilmektedir¹⁰⁵. Hakim pay sahibi, yaptığı araştırma neticesinde şüphelerinde haklı çıkarsa; teklif sahibi azınlık pay sahiplerinin paylarını da aynı koşullarda satın almayı önermedikçe; satışı durdurmakla yükümlüdür¹⁰⁶. Hakim pay sahibi bu yükümlülüğe aykırı davranırsa; yalnızca elde ettiği tüm kontrol primini kaybetmekle kalmaz, aynı zamanda teklif sahibinin ortaklığa verdiği zararlardan da sorumlu tutulabilir¹⁰⁷.

Konuya ilişkin ikinci istisna ise; hakim pay sahibinin el değişikliği işlemiyle beraber hedef ortaklık yönetim kurulu üyelerini de teklif sahibinin isteği doğrultusunda değiştirmeyi taahhüt ettiği (Sale of Office) hallerde ortaya çıkar¹⁰⁸. Bu bağlamda, Ticaret Şirketleri Model Kanununun §8.10(a)(2) maddesi ortaklık esas sözleşmesinde aksine bir düzenleme bulunmadığı takdirde,

¹⁰² PALMITER, (2015), s. 359; BAINBRIDGE, (2002), s. 348.

¹⁰³ SEPE, s.17.

¹⁰⁴ BAINBRIDGE, (2002), s. 344-345; PALMITER, (2015), s. 361.

¹⁰⁵ Bkz. PALMITER, (2015), s. 361.

¹⁰⁶ SCHUSTER, (2010), s. 11.

¹⁰⁷ ELHAUGE, s. 1505.

¹⁰⁸ Bkz. HAMILTON, s. 269 vd.

mevcut yönetim kurulunun boşalan üyelikler için atama yapabilmesine olanak tanımıştır.

Yönetim kontrol el değişikliklerinde, hakim pay sahibi, azınlık pay sahibinin, kendi paylarını primli fiyat üzerinden satarak kontrol primi elde etmelerine engel olacak davranışlarda bulunamaz¹⁰⁹. Bu bağlamda, teklif sahibi; azınlık pay sahiplerinin paylarını da eşit koşullarda almaya hazır olmasına rağmen; hakim pay sahibinin sadece kendi paylarını satmayı önererek el değişiklik işlemini gerçekleştirmesi ortaklık fırsatının gasp edilmesi (usurpation of corporate opportunity) olarak yorumlanmaktadır¹¹⁰.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Halka açık anonim ortaklık yönetim kontrol el değişikliklerinde hedef ortaklığın yönetim kontrolünü temsil eden payların sahiplerine ödenen primli fiyatın, azınlık pay sahipleriyle de paylaşılması eşitlik ilkesinin bir gereğidir. Kontrol priminin paylaşılması, azınlık pay sahiplerine önemli bir hukuki koruma sağlar. Bu paylaşımın hangi mekanizmalar kullanılarak ve ne oranda yapılacağı ise bir hukuk politikası sorunudur.

Yönetim kontrol el değişiklikleri bakımından kontrol priminin paylaşılmasına imkan tanıyan zorunlu pay alım teklif mekanizması; kanaatimizce azınlık pay sahiplerinin korunması bakımından en etkin mekanizmadır. Bu bağlamda, Kıta Avrupası Hukukuna tabi ülkelerde ve Türkiye’de zorunlu pay alım teklif düzenlemeleri etkin biçimde uygulanmakta ve azınlık pay sahipleri önemli bir hukuki korumadan yararlanmaktadır. Ancak, zorunlu pay alım teklif mekanizmasını salt azınlık pay sahiplerinin korunması temeline indirgeyerek kontrol eşliğini olması gerekenden yüksek tutmak; yönetim kontrol el değişiklik işlemlerine engel olarak halka açık anonim ortaklıklarda mülkiyet yoğunlaşması artışına hizmet edebilir.

¹⁰⁹ ZHAO/ LV, s. 88.

¹¹⁰ ZHAO/LV, s. 88; Ortaklık fırsatı doktrini (Corporate Opportunity Doctrine) uyarınca, ortaklık yöneticileri ortaklıkça değerlendirilebilecek bir ticari fırsatı öncelikle ortaklığa önermeden kullanamazlar. PALMITER, (2015), s. 292; Ortaklık yöneticilerinin güvene dayalı sorumlulukları karşılığın çıkan ticari fırsatları kullanmalarına engeldir. Bkz. SLAUGHTER, “The Corporate Opportunity Doctrine”, *SMU Law Review*, V.18, I.1, s. 96; Hakim pay sahiplerinin yönetim kontrol el değişiklik işlemlerinde sorumluluklarına yol açabilecek olan belirttiğimiz son istisna, öğretilerde tespit edebildiğimiz kadarıyla doğrudan ortaklık fırsatı doktrini içerisinde değerlendirilmemesine karşın; yönetim kontrol el değişiklik işlemlerinde hakim pay sahiplerinin de belli şartlar altında güvene dayalı sorumluluklarının mahkemelerce kabul edilmesi; hakim pay sahiplerinin de söz konusu doktrin içerisinde değerlendirilmelerini haklı kılabılır.

A.B.D finans doktrininde genel olarak kabul gören ortaklığın kontrolü pazarı teorisi (*Market for Corporate Control*) uyarınca, aleni pay alım teklifleri, başarısız yöneticilerin cezalandırılarak yerine hedef ortaklık potansiyelini daha etkin bir biçimde kullanacak yeni yöneticilerin gelmesi için bir fırsat olarak görülmektedir. Bu bakımdan yönetim kontrol el değişikliklerini güçleştirecek düzenlemeler yerine piyasa kuralları hakim kılınmaya çalışılmaktadır. Buna karşın aleni pay alım tekliflerinde SEC kurallarıyla kontrol priminin paylaşılmasına imkan tanıyan düzenlemeler getirilmiştir. Ancak, SEC kuralları arasında azınlık pay sahiplerinin ortaklıktan adil koşullarda ayrılmasını sağlayacak hükümler bulunmamaktadır.

Yönetim kontrol el değişikliklerinde kontrol priminin paylaşılması azınlık pay sahipleri bakımından önemli olmasına karşın; hedef ortaklık azınlık pay sahiplerine adil koşullarda ortaklıktan ayrılma imkanı sağlanabilmesi; ancak zorunlu pay alım teklif düzenlemesiyle mümkündür.

KAYNAKÇA

ANDREWS, William D.: “The Stockholder’s Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares”, **Harvard Law Review**, V. 78, N. 3 s. 505-563, (https://www.jstor.org/stable/1339116?seq=1#page_scan_tab_contents, erişim: 02.07.2019).

ATHANASIOS, Koulouridas: **The Law and Economics of Takeovers, An Acquirer’s Perspective**, Hart Publishing, North America, 2008.

BAINBRIDGE, Stephen M.: “The Board of Directors”, **The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance**, Jeffrey N. Gordon/Wolf Georg Ringe (ed.), First Edition, United States of America, 2018, s. 275-333.

BAINBRIDGE, Stephen M.: **Corporation Law and Economics**, Newyork

Foundation Press, Newyork, 2002.

BERLE, A.JR. Adolf: “Control” in Corporate Law”, **Columbia Law Review**, V. 58, N. 8, Columbia University School of Law 5, (1958), s. 1212-1238. (https://www.jstor.org/stable/1119961?seq=1#page_scan_tab_contents, erişim: 11.06.2019).

BERLE, A./JR. Adolf, GARDINER, C. MEANS: **The Modern Corporation and Private Property**, Newyork Macmillan Company, 1933.

BOHRER, Andreas: **Unfriendly Takeovers, Unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem Kapitalmarkt- und Aktienrecht**, Diss. , Zürich, 1997.

Borsa Trendleri Raporu, S. XXX, Ocak-Eylül 2019, s. (1-21), (http://www.tuyid.org/files/yayinlar/Borsa-Trendleri_Raporu_2019_3C19.pdf, erişim:04.02.2020)

BÖCKLI, Peter/DAVİES, Paul/FERRAN, L.Eilis/FERRARINI, Guido Jose/ GARCIA, M. Garrio/HOPT, Klaus, J./PIETRANCOSTA, Alain/PISTOR, Katharina/SKOG, Rolf SOLTYSINSKI, Stanislaw/WINTER, Jaap W. /WYMEERSCH, Eddy: “Response to the European Commission’s Report on the Application of the Takeover Bids Directive”, **University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series**, Paper No. 5/2014, 2013, s. 1-14. (<https://ssrn.com/abstract=2362192>, erişim: 09.07.2019)

CONNOLLY, Leonard J.: “Perlman v. Feldmann and The Sale of Control- A Brief Reconsideration”, **The Business Lawyer**, V. 26, N. 4, s. 1259-1270, (<http://www.jstor.org/stable/40684807>, erişim: 14.06.2019).

DAMODARAN, Aswath: “The Value of Control: Implications for Control Premiums, Minority Discounts and Voting Share Differentials”, **NYU Journal of Law & Business**, V. 8, N. 487, s. 487-503. (<https://pdfs.semanticscholar.org/a41c/2445818050fa5f448120fa54db6786c78a67.pdf>, erişim: 25.06.2019).

DİNÇ, İlhan: **Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla Hisse Senedi Toplanması**, 1. Baskı, Legal Yayıncılık, İstanbul, 2006.

EASTERBROOK, Frank H./FISCHEL Daniel E. : **The Economic Structure of Corporate Law**, Harvard University Press, 1991.

ELHAUGE, Einer: “The Triggering Function of Sale of Control Doctrine”, **The University of Chicago Law Review**, 59:1465, s. 1465-1532. (<https://pdfs.semanticscholar.org/ebc/c/e35838f42ed92b2b436f096e2e55b5dab5e8.pdf>, erişim: 27.06.2019).

EMANUEL, Steven L.: **Emanuel Law Outlines for Corporations**, Seventh Edition, Wolters Kluwer Law & Business, Newyork, 2013. (<https://play.google.com/books/reader?id=97XfDgAAQBAJ&pg=GBS.PT315.w.2.0.91>, erişim: 25.06.2019)

FARRAR, John H./FUREY, Nigel E/HANNIGAN, Brenda M/WYLIE, Philip: **Farrar’s Company Law**, Third Edition, Butterworths, 1991.

FEDDERKE, Johannes W./VENTORUZZO, Marco: “The Biases of an “Unbiased” Optional Takeovers Regime: The Mandatory Bid Threshold as a Reverse Drawbridge”, **European Coporate Governance Institute-Working Paper Series in Law, Working Paper**, N. 304, s. 1-33, (<https://ssrn.com/abstract=2706602>), erişim: 13.07.2019).

FORSTINGER, Christin M.: **Takeover Law In the EU and the USA, A Comparative Analysis**, European Monographs, Kluwer Law International, The Netherlands, 2002.

GAUGHAN, Patrick A.: **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring**, Fifth Edition, JohnWiley & Sons, Inc. , New Jersey, Canada, 2011.

GUGLER, Klaus/Susanne KLASS, Alex STOMPER, Josef ZECHNER: “The Separation of Ownership and Control in Austria”, **The Control of Corporate Europe**, Fabrizio BARCA/ Marco BECHT (ed.), Oxford University Press, 2003, s. 46-69.

Gönüllü Pay Alım Teklifi Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin 2004/25 sayılı Avrupa Birliği Direktif Metni, (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=EN>, erişim: 01.07.2019).

HACIMAHMUTOĞLU, Sibel: “AT Komisyonunun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. 21, Sa. 1, 2001, s. 96-138.

HACIMAHMUTOĞLU, Sibel: “Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve

Ortaklık Yöneticileri Üzerindeki Etkileri”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C. 23, Sa. 3, 2006 s. 257-289.

HAMILTON, Robert W.: “Private Sale of Control Transactions:Where We Stand Today”, **Case Western Reserve Law Review**, V. 36, Sa. I. 2, s. 248-285, (<https://pdfs.semanticscholar.org/f2f8/20dcca48c8443e6a5fb7570e511ddec3f629.pdf>, erişim: 13.07.2019).

HANSEN, Jesper Lau: “The Mandatory Bid Rule The Rise to Prominence of a Misconception”, **Stockholm Institute for Scandinavian Law**, 1957-2009, s. 174-192. (<http://www.scandinavianlaw.se/pdf/45-10.pdf>), erişim: 07.07.2019).

HERMAN, Edward S.: **Corporate Control, Corporate Power**, Cambridge University Press, USA, 1982.

HERZEL, Leo/SHEPRO, Richard W. : **Bidders and Targets Mergers and Acquisitions in the US**, Basil Blackwell, Great Britain, 1990.

IMMENGA, Ulrich: **Feindliche Übernahangebote Aus Ettbewerbspolitischer Sicht**, der Kommission der Europäischen Gemeinschaften (Generaldirektion IV), 1990.

JENNINGS, Nicholas: “Mandatory Bids Revisited”, **Journal of Corporate Law Studies**, V. 5, N. 1, s. 37-64, (<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/14735970.2005.11419929>, erişim: 06.07.2019).

KARACAN, Esra Erişir/KARACAN, Ali İhsan: **Pay Alım Teklifi Finans Hukuku Açısından Bir İnceleme**, Birinci Baskı, Legal Yayıncılık, İstanbul, 2018.

KARAYALÇIN, Yaşar: “Anonim Şirkette Çoğunluk-Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi”, **Prof. Dr. Haluk Tandoğan’ın Hatırasına Armağan 1925-1988**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1990, s. 352-398.

KENDİGELEN, Abuzer: “Zorunlu Çağrıya İlişkin Son Gelişmeler”, B. 1, C. II, **Prof. Dr. Rona Serozan’a Armağan**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2010, s. 1163-1204.

KENDİGELEN, Abuzer: **Hukuki Mütalaalar**, B. 1, C. VI, Arkan Basım Yayım, İstanbul, 2006.

- KENYON SLADE, Stephene: **Mergers and Takeovers in The US and UK Law and Practice**, Oxford University Press, USA, 2003.
- KLEIN, William A./COFFEE, J. R. John C. ; **Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles**, New York, Foundation Press, 2002.
- KOLCUOĞLU, Umut: **Sermaye Piyasası Hukukunda Zorunlu Çağrı**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2009.
- KRAAKMAN, Reiner/ARMOUR, John/DAVIES, Paul/ENRIQUES, Luca/HANSMANN, Henry/HERTIG, Gerard HOPT, Klaus/KANDA, Hideki/PARGENDLER, Mariana, RINGE, Wolf-Georg, ROCK, Edward: **The Anatomy of Corporate Law**, Third Edition, Oxford University Press, USA, 2017.
- LEE, T. Peter: “Regulation of Takeovers in Selected National Legal Systems”, **European Takeovers**, Klaus J. Hopt/ Eddy Wymeersch (ed.), Butterworths, 1992, s. 133-163.
- LHAUGE, Einer: “The Triggering Function of Sale of Control Doctrine”, **The University of Chicago Law Review**, 59, 1465, 1992, s. 1465-1532, (<https://pdfs.semantic scholar. org/ebcc/e35838f42ed92b2b436f096e2e55b5dab5e8.pdf>, erişim: 13.07.2019).
- LOHRER, Stefan: **Unternehmenskontrolle und Übernahmerecht**, Band 40, Nomos, Nomos Baden-Baden, 2001.
- MANAVGAT, Çağlar: **Aleni Pay Alım Teklifi: Tender Offer-Takeover Bid**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1997.
- MANAVGAT, Çağlar: **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2016.
- MANNE, Henry G.: “Mergers and the Market for Corporate Control”, **The Journal of Political Economy**, V. 73, N. 2, s. 110-122, (<https://www.wiley.com/legacy/products /subject/accounting/accounting/braiotta/AppendixH.pdf>, erişim: 19.07.2019).
- MARKHAM, Jerry W.: **A Financial History of Modern U.S Corporate Scandals From Enron to Reform**, M. E. Sharpe, USA, 2006.

- MERKT, Hanno/GÖTHEL, Stephan R. : **US-amerikanisches Gesellschaftsrecht**, 2., neu bearbeitete Auflage, Frankfurt am Main: Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2006.
- MUKWIRI, Jonathan: **Takeovers and the European Legal Framework**, Routledge-Cavendish, USA-Canada, 2009.
- NATH, Eric W.: “Best Practices Regarding Control Premiums: Comments Regarding The Appraisal Foundation’s Proposed White Paper On Control Premiums”, **Journal of BusinessValuation**, V. 2, s. 25-30. ([http //www.ericnath.com/articles/Control Premium WhitePaper.pdf](http://www.ericnath.com/articles/Control%20Premium%20WhitePaper.pdf), erişim: 07.08.2019).
- PACCES, Alessio M.: **Rethinking Corporate Governance**, Routledge, 2012.
- PALMITER, Alan R.: **Corporations**, Eight Edition, Wolters Kluwer, Newyork, 2015.
- PALMITIER, Alan R. : **Securities Regulation, Examples and Explanations**, New York, Wolter Kluwer, 2017.
- PASLI, Ali: **Anonim Ortaklığın Devralınması**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2009.
- SCHUSTER, Edmund-Philip: “Efficiency in Private Control Sales-The Case for Mandatory Bids”, **LSE Legal Studies Working Paper**, No. 8, s. 2-42, ([https://papers.ssrn.com/ sol3/papers.cfm?abstract_id=1610259](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1610259), erişim: 14.08.2019).
- SCHUSTER, Edmund-Philip: “The Mandatory Bid Rule: Efficient, After All?”, **The Modern Law Review**, V. 76, s. 530-565, ([https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/ 1468-2230. 12023](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1468-2230.12023), erişim: 05.07.2019).
- SEPE, Simone M.: “Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient” (August 13, 2010), **Arizona Legal Studies Discussion Paper** N. 10-29, s. 1-60, (<https://ssrn.com/abstract=1086321>, erişim: 10.07.2019).
- SJAFJELL, Beate: **Towards a Sustainable European Company Law**, European Company Law Series, V. 3, 2009.
- SLAUGHTER, James C.: “The Corporate Opportunity Doctrine”, **SMU Law Review**, Volume 18, Issue1, 1964, s. 96-118, (<https://scholar.smu.edu/>

smulr/vol18/iss1/6/, erişim: 28.07.2019).

SOLOMON, Steven M. Davidoff: “The SEC and the Failure of Federal Takeover Regulation”, **Berkeley Law Scholarship Repository**, Winter 1-1-2007, V. 34, Sa. 211, s. 211-269, (<https://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=3303&context=facpubs>, erişim: 17.06.2019).

SÖNMEZ, Yusuf Ziyaeddin: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Kavramı-Yönetim Kontrolünde Değişiklik Olması ve Buna Bağlanan Sonuçlar”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, C. 4, Sa. 2, s. 263-325, (<https://dergipark.org.tr/tfm/issue/41027/495822>, erişim: 26.08.2019).

SPK'nın Çağrı Yoluyla Anonim Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği **Basın Duyurusu**, (<https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/200992/0>, erişim: 09.02.2020)

STEDMAN, Graham: **Takeovers**, Longman, Great Britain, 1993.

ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan Hayal: **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2008.

TARAN, Nataliya: **Mandatory Bid Rule Problems and Effects of Its Implementation**, Master Thesis, Faculty of Law Lund University, Per Samuelsson, Master's Programme in European Business Law, 2008-2009, spring, s. 1-48, (<http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=1555449&fileId=1563662>, erişim: 14.07.2019).

TEKİNALP, Ünal: “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Oluşan Güç Boşluğu Sorununa İlişkin Çeşitli Çözümler, Öneriler ve Eleştiri”, **Kubalya Armağan Mukayeseli Hukuk Araştırmaları Dergisi Özel Sayısı**, İstanbul, 1975, s. 467-489.

The Takeover Bids Directive Assessment Report s. 1-329, (<https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/67501b75-7583-4b0d-a551-33051d8e27c1>, erişim: 30.07.2019).

The Takeover Code, C7, (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=1Apr2019>, erişim: 20.07.2019).

TÜRKYILMAZ, İsmail: **Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi**

Zorunluluęu, Baskı 1, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2015.

Übernahmegesetz metni: (https://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung/Bundesnormen/100_03609/%c3%9cbG%2c%20Fassung%20vom%2030.08.2019.pdf, erişim: 30.08.2019).

WEISNER, Arnd: **Verteidigungsmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in den USA, Deutschland und nach europäischem Recht**, Deutsches und Internationales Wirtschaftsrecht, Band 26, LIT VERLAG, Hamburg, 1999.

WYMEERSCH, Eddy: “The Mandatory Bid A Critical View”, **European Takeovers**, Klaus J. Hopt/Eddy Wymeersch (ed.), Butterworths, 1992, s. 351-368.

YEŞİLTEPE, Salih Önder: **AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması**, On İki Levha Yayınları, İstanbul, 2011.

ZHAO, Jinlong/L. V. Si: “On Fiduciary Duties of Controlling Shareholders of Targeted Corporation”, **Journal of Politics and Law**, V. 4, N. 2, s. 85-90, (<https://pdfs.semanticscholar.org/26a2/c27059b82d25c3589f4c1241a9932efc6a6f.pdf>, erişim: 26.07.2019).

KISALTMALAR

A.B.D.	: Amerika Birleşik Devletleri
AB	: Avrupa Birliği
Bkz.	: Bakınız
C.	: Cilt
Diss.	: Dissertation
dn.	: Dipnot
ed.	: Editör
HAAO	: Halka Açık Anonim Ortaklık
Inc.	: Incorporation
m.	: Madde
no	: Numara
N	: Number
NYU	: Newyork University
para.	: Paragraf
S	: Sayı
s.	: Sayfa
SEA	: Securities Exchange Act
SEC	: Securities Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TK	: 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu
US	: United States of America
USA	: United States of America
ÜbG	: Übernahmengesetz (Avusturya Devralma Kanunu)
v.	: Versus
V.	: Volume
vd.	: Ve devamı