

**\* BİRLEŞİK KRALLIK VE AVRUPA BİRLİĞİ HUKUKLARI  
KAPSAMINDA PAY SAHİBİ AKTİVİZMİ DÜZENLEMELERİ  
(THE STEWARDSHIP RESPONSIBILITIES OF SHAREHOLDERS IN UK AND EU  
COMPANY LAW)**

**Dr. Ekrem Solak \* \*\***

**ÖZ**

2008 küresel ekonomik krizi sonrasında, kurumsal yönetim tartışmaları pay sahiplerinin yükümlülükleri üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu tartışmalar başta Birleşik Krallık olmak üzere Avrupa Birliğini de etkilemiştir. Birleşik Krallık'ta Gözetim İlkeleri (the "Stewardship Code") 2010 yılında, Avrupa Birliği'nde ise Pay Sahibi Hakları Direktifi-II (the "Shareholder Rights Directive") 2017 yılında yürürlüğe girmiştir. Bu iki düzenleme arasında farklılıklar bulunsa da ulaşmaya çalıştıkları amaçlar benzerdir. Bu düzenlemeler kurumsal pay sahiplerini şirket yönetiminde daha aktif söz sahibi olmasını teşvik ederek çok ortaklı şirketlerdeki güç boşluğunu doldurmayı, bu şirketlerin uzun vadeli menfaatlerini korumayı ve kısa vadecilik sorununu çözmeyi hedeflemektedir. Bu makalede, Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği'ndeki pay sahibi aktivizmi düzenlemeleri ve bu düzenlemelere ilişkin tartışmalar inceleme konusu yapılmıştır.

**Anahtar Kelimeler :** Gözetim İlkeleri, Pay Sahibi Hakları Direktifi, Pay Sahibi Aktivizmi, kurumsal pay sahipleri, pay sahibi sorumlulukları, Avrupa şirketler hukuku.

**ABSTRACT**

*In the wake of the 2008 financial crisis, corporate governance discussions have focussed on shareholders' duties regarding shareholder activism. These discussions have also affected the UK, 46 other countries, and the EU. The UK adopted the Stewardship Code in 2010 and the EU adopted the Shareholder Rights Directive in 2017. While there are differences between these regulations, they share similar overarching goals.*

---

<sup>#</sup> Eserin Dergimize geliş tarihi: 23.06.2019. İlk hakem raporu tarihi: 05.07.2019. İkinci hakem raporu tarihi: 21.07.2019. Onaylanma Tarihi: 23.07.2019.

\* İstanbul Medeniyet Üniversitesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, Öğretim Görevlisi, Dr.

\*\* Yazarın ORCID belirleyicisi: 0000-0002-2694-892X.

**Esere Atıf Şekli:** Ekrem Solak, "Birleşik Krallık Ve Avrupa Birliği Hukukları Kapsamında Pay Sahibi Aktivizmi Düzenlemeleri", YÜHFD, C.XVI, 2019/2, s.127-162.

*Both seek to improve the quality of institutional shareholder activism in order to ensure the accountability of management in public companies, to protect the long-term interests of companies, and to address the short-termism problem in corporate governance. This article examines the shareholder duties imposed by the Stewardship Code and the Shareholder Rights Directive, and argues that while these regulations are worthwhile initiatives, their impact on shareholder activism is likely to be modest due to their structural limitations.*

**Keywords :** *The Stewardship Code, the Shareholder Rights Directive, shareholder activism, institutional shareholders, shareholder duties, EU company law.*

\*\*\*

## I. Giriş

Kurumsal pay sahipleri (institutional shareholders) sadece Amerika Birleşik Devletleri<sup>1</sup> ve İngiltere’de<sup>2</sup> değil, Avrupa ülkelerinde<sup>3</sup> de artan ekonomik güçleri neticesinde etkin bir kurumsal yönetim aktörü haline gelmişler, sermaye piyasalarının talep edilebilirliğini ve istikrarını etkileyebilecek bir kapasiteye ulaşmışlardır. Kurumsal pay sahiplerinin artan ekonomik gücü neticesinde çok ortaklı şirketlerdeki güç ve denetim boşluğunun bu pay sahipleri tarafından doldurulabileceği görüşü öğretilmiş savunulmaya başlanmıştır<sup>4</sup>. Bu görüşün aksine, bazı yazarlar ise, kurumsal pay sahiplerinin şirket yönetimlerine müdahil olmasının olumsuz sonuçlarının olabileceğini ifade etmişlerdir<sup>5</sup>. Bu görüşe göre, özellikle

<sup>1</sup> Bernard Black, “Shareholder Passivity Reexamined” (1990) 89(3) *Michigan Law Review* ss. 520-608; James Hawley and Andrew Williams, *The Rise of Fiduciary Capitalism* (University of Pennsylvania Press 2000), ch. 3; Ronald Gilson and Jeffrey Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights” (2013) 113 *Columbia Law Review* 863, s. 874.

<sup>2</sup> Brian Cheffins, *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed* (Oxford University Press 2008) s. 344-346.

<sup>3</sup> George Ringe, “Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG” (2015) 63 *American Journal of Comparative Law* 493.

<sup>4</sup> Örnek olarak bkz, Bernard Black, “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice” (1992) 39 *UCLA Law Review* 811.

<sup>5</sup> Örnek olarak bkz, Iman Anabtawi and Lynn Stout, “Fiduciary Duties for Activist Shareholders” (2008) 60 *Stanford Law Review* 1255.

serbest yatırım fonları (“hedge funds”) şirketlerde kısa vadecilik sorununa neden olmaktadır<sup>6</sup>.

Öğretideki bu çekincelere rağmen, 2008 ekonomik krizinden sonra Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği kurumsal pay sahiplerinin kurumsal yönetimdeki rollerini sınırlamak yerine onların şirket yönetiminde daha aktif olmaları için düzenleme yapmayı tercih etmişlerdir<sup>7</sup>. 2010 yılında Avrupa Birliği İç Piyasa ve Hizmetlerinden Sorumlu Komisyon Üyesi (the European Commission responsible for the Internal Market and Services) Michel Barnier, yıllarca pay sahiplerinin haklarının tartışıldığı ve artık pay sahiplerinin yükümlülüklerinin tartışılması gerektiğini ifade etmiştir<sup>8</sup>.

Birleşik Krallık kurumsal pay sahipleriyle portföy yönetim şirketlerinin yatırım yaptıkları şirketlerle aralarındaki ilişkiyi düzenleyen Gözetim İlkeleri’ni (the “Stewardship Code”) 2010 yılında kabul etmiştir. Avrupa Birliği ise 2017 yılında “Pay Sahiplerinin Belirli Haklarının Borsada İşlem Gören Şirketlerde Kullanılması” hakkındaki 2007/36/AT sayılı Direktifi<sup>9</sup> (Pay Sahipleri Hakları Direktifi-I) “Pay Sahiplerinin Uzun Vadeli Bir Şekilde Yönetime Katılmasının Teşvik Edilmesi” (the encouragement of long-term shareholder engagement) hakkındaki 2017/828/AT<sup>10</sup> sayılı direktif (Pay Sahipleri Hakları Direktifi-II) ile tadil etmiştir. Pay Sahipleri Hakları Direktifi-II, kurumsal pay sahipleri ile portföy yönetim şirketleri/yöneticilerine (asset managers) aktivizm (shareholder activism) politikaları hazırlama, bu politikaların uygulandığından emin olma ve bunları kamuyla paylaşma yükümlülüklerini getirmektedir.

Bu düzenlemeler pay sahibi aktivizmi aracılığıyla şirketlerin uzun vadeli sürdürülebilirliğini sağlamayı, çok ortaklı şirketlerdeki güç boşluğu ve kısa

<sup>6</sup> Martin Lipton, “Takeover Bids in the Target’s Boardroom” (1979) 35 *Business Lawyer* 101, s. 104; Leo Strine, “One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?” 66 *The Business Lawyer* 1; Iman Anabtawi, “Some Skepticism about Increasing Shareholder Power” (2006) 53 *UCLA Law Review* 561, s. 579-83; Lynne Dallas, “Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance” (2013) 37 *The Journal of Corporation Law* 265, p. 268.

<sup>7</sup> Christoph Van der Elst, “Shareholder engagement duties: the European move beyond stewardship” in Hanne Birkmose and Konstantinos Sergakis (eds) *Enforcing Shareholders’ Duties* (Elgar 2019) p. 61.

<sup>8</sup> Michel Barnier quoted in Hanne Birkmose, “Shareholders’ Duties in European Company Law” (2016) 13 *European Company Law* 1, p. 5.

<sup>9</sup> Council Directive 2007/36/EC on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies [2007] OJ L 184/17

<sup>10</sup> Council Directive, 2017/828 Amending Directive 2007/36/EC as regards The Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement [2017] OJ L. 132/1.

vadecilik sorunlarını azaltmayı hedeflemektedir. Başka bir açıdan, Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği küresel kriz sonrası ortaya çıkan kurumsal yönetim sorunlarına yine piyasa aktörleri ile çözüm bulmayı hedeflemektedir. Bu çalışmada, pay sahibi aktivizmi kavramı (“shareholder activism/engagement”), kurumsal pay sahipleri (“institutional shareholders”), Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği hukuklarında pay sahibi aktivizmi düzenlemeleri incelenecek ve bu düzenlemeler hakkında genel bir değerlendirme yapılacaktır.

## **II. Pay Sahibi Aktivizmi Kavramı ve Kurumsal Pay Sahiplerinin Karakteristik Özellikleri**

### **1. Pay Sahibi Aktivizmi Kavramı**

Kurumsal yönetimde, pay sahibi aktivizmi yeni bir kavram olmayıp ilk pay sahibi aktivizm örnekleri 20. yy. başlarına kadar takip edilebilmektedir<sup>11</sup>. Ancak, modern anlamda pay sahibi aktivizmi son 20 yıl içerisinde ortaya çıkmıştır<sup>12</sup>. Öğretide pay sahibi aktivizminin çok sayıda tanımı bulunmaktadır. Black, pay sahibi aktivizmini, şirket yöneticilerini denetlemek ve kontrol etmek veya şirket politikasında değişiklik sağlamak amacıyla herhangi bir şekilde şirket yönetimiyle iletişime<sup>13</sup> geçmek olarak tanımlamaktadır<sup>14</sup>. Black daha sonra tanımını değiştirmiş ve aktivizmi bir şirketin davranışlarını ve kurumsal yönetim kurallarını değiştirmek için proaktif bir çaba olarak tanımlamıştır<sup>15</sup>. Black, genel kuruldaki oylama gibi herhangi bir reaktif hareketi pay sahibi aktivizmi kavramına dâhil etmemiştir. Gillan and Starks ise pay sahibi aktivizmini bir yatırımcının şirketin yönetim kurulunda bir değişiklik meydana getirmeden yönetimi etkileyerek şirketin idare şeklini değiştirmek olarak tanımlamıştır<sup>16</sup>. Bu

<sup>11</sup> Stuart Gillan and Laura Starks, “The Evolution of Shareholder Activism in the United States” in Donald Chew Stuart Gillan (eds) *US Corporate Governance* (Columbia University Press 2009) p. 227.

<sup>12</sup> Iris H-Y Chiu *The Foundations and Anatomy of Shareholder Activism* (Hart Publishing 2010) p. 3.

<sup>13</sup> Bu genel kurula katılmak yoluyla olabileceği gibi telefon görüşmesi, mailleşme yoluyla da gerçekleştirilebilir.

<sup>14</sup> Black (n. 1) s. 522, dn. 3; aynı yönde bakınız, Albert Hirschmann, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Harvard University Press 1970).

<sup>15</sup> Bernard Black, “Shareholder activism and corporate governance in the United States” in P. Newman (Ed.) *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, p. 459.

<sup>16</sup> Stuart Gillan and Laura Starks, A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence (1998) 2(3) *Contemporary Finance Digest* p. 10-11.

itibarla, pay sahibi aktivizmi şirketin performansına verilebilecek iki uç tepki (hisseleri satmak veya şirket yönetimini devralmak) arasında değerlendirilmektedir.

Hirschmann'a göre büyük organizasyonlarda (şirket, dernek, ticari işletmeler, vakıf gibi) yönetime karşı memnuniyetsizlik iki şekilde gösterilmektedir: terk etme (exit) ve itiraz etmek/ses çıkarmak (voice)<sup>17</sup>. Terk etme seçeneği, şirketler hukuku kapsamında hisselerin satılması olarak anlaşılmalıdır. Bu seçeneğe göre, şirket performansından veya yönetiminden memnun olmayan pay sahipleri hisselerini satmaları sonucu meydana gelen hisse değerlerindeki düşüş şirket yönetimini bazı pay sahiplerinin memnuniyetsizliği konusunda uyaracaktır<sup>18</sup>. Ses çıkarma/itiraz etme seçeneğinde ise, şirketler hukuku kapsamında, pay sahipleri doğrudan yönetim kuruluna veya alt yönetime yaptıkları bir başvuru neticesinde veya diğer hareketler neticesinde şirketin idare şeklinde veya politikalarında bir değişiklik meydana getirmektedir. Bu iki seçenek arasındaki temel fark ise, hisseleri satma (exit) seçeneğinde muhalif pay sahipleri ile şirket arasındaki ilişki tamamen son bulurken, itiraz etme (voice) seçeneğinde pay sahiplerinin mevcut statüsü korunmaktadır.

Her ne kadar Hirschmann hisseleri satmanın yönetime karşı bir tepki olduğunu ifade etse de, bu yöntemin etkin bir denetleme mekanizması olmadığı kanaatindeyiz. Zira terk etme seçeneğinin şirket yönetim politikalarında bir değişiklik meydana getirebilmesi için etkin market hipotezinin (EMH)<sup>19</sup> piyasalarda başarılı bir şekilde çalışıyor olması gerekmektedir. Ancak, EMH bilgi maliyetine yeterli kadar önem vermemekte ve bilgi maliyetini göz ardı etmektedir<sup>20</sup>. Ayrıca, insanlar

<sup>17</sup> Albert Hirschmann, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Harvard University Press 1970) p. 17.

<sup>18</sup> Hisse fiyatlarının bir disiplin mekanizması olarak çalıştığına dair bkz, Michael Jensen, 'Takeovers: Their Causes and Consequences' (1988) 2(1) *Journal of Economic Perspectives* 21; Daniel Fischel, 'Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers' (1978) 57(1) *Texas Law Review* 4; Daniel Fischel and Frank Easterbrook, "The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer" (1981) 94(6) *Harvard Law Review* 1161, p. 1169.

<sup>19</sup> EMH, hisse fiyatlarının hâlihazırdaki erişimi mümkün tüm bilgileri yansıttığı ve yeni bilgilere göre hemen yeniden belirlendiği varsayımdır. Bkz, Eugene Fama, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" (1970) 25 *The Journal of Finance* 383; Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance* (OUP 2000) 1.

<sup>20</sup> Ray Ball, "The Development, Accomplishments and Limitations of the Theory of Stock Market Efficiency" (1994) 20 *Managerial Finance* 3.

genellikle ekonomik rasyonellikten bazı alanlarda uzaklaşmaktadırlar. Yatırımcıların ekonomik kaybını telafi etme ve elindeki hisselerin şimdiki değerlerini geçeceği umuduyla değer kaybeden hisseleri satmaktan imtina ettiği gözlemlenmiştir<sup>21</sup>. 2008 küresel ekonomik krizinden sonra yapılan çalışmalar da EMH'nin piyasalarda teoride varsayıldığı gibi çalışmadığını göstermektedir<sup>22</sup>. Ayrıca, hisse satımı yoluyla pay sahiplerinin memnuniyetsizliklerini iletmeleri durumunda pay sahiplerinin şirket ile olan ilişkileri sona erdiğinden bu yöntemin elde edilecek menfaatlere kıyasen aşırı bir tepki olduğu görüşüdeyiz. Dolayısıyla, Gillan ve Starks'ın da önerdiği gibi pay sahibi aktivizmini diğer geri bildirim mekanizmalarından ayıran özelliğin pay sahibi aktivizminin pay sahipleri ile şirket arasındaki ilişkide köklü bir değişiklik ortaya çıkarmaması gerektiği kanaatindeyiz.

Tüm bu tanımlar ışığında, pay sahibi aktivizmi kavramı pay sahiplerinin, şirketin yönetim kurulunda esaslı bir değişiklik yapmadan, şirketin finansal, sosyal ve çevresel performansına ilişkin politikalarına dair memnuniyetsizliklerini gerek pay sahibi haklarını kullanarak gerek medya, sosyal medya, yönetimle özel toplantılar gibi diğer yollarla şirket yönetimine aktardığı bir uyarı sistemi olarak tanımlanabilir. Bu itibarla, pay sahipleri kendi amaçları doğrultusunda şirketin idaresinde birtakım değişiklikler talep etmektedir. Pay sahiplerinin değişmesini talep ettikleri hususlar yöneticilerin ücret düzenlemelerinden kurumsal yönetim ilkelerine, sosyal ve çevresel meselelere kadar geniş bir konu yelpazesini kapsamaktadır<sup>23</sup>.

Pay sahiplerinin amaçları doğrultusunda pay sahibi aktivizmi saldırgan (offensive shareholder activism), koruyucu (defensive shareholder activism) ve sorumlu (responsible shareholder activism) olmak üzere üç temel ayrıma tâbi tutulabilir.

Saldırgan ve koruyucu pay sahibi aktivizm kavramları Cheffins ve Armour tarafından farklı aktivizm hedeflerini ayırt etmek amacıyla

<sup>21</sup> Terrance Odean, "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" (1998) 53 *The Journal of Finance* 1775.

<sup>22</sup> Andrew Smithers, *Wall Street Revalued: Imperfect Markets and Inept Central Bankers* (Wiley, 2009).

<sup>23</sup> Han-Kyun Rho, *Shareholder Activism Corporate Governance Reforms in Korea* (Macmillan, 2007) p. 7.

*YÜHFD Cilt: XVI Sayı:2 (2019)*

geliştirilmiştir<sup>24</sup>. Bu ayırım pay sahiplerinin bir şirkette mevcut hisse miktarına dayanmaktadır<sup>25</sup>.

Koruyucu pay sahibi aktivizmi genellikle mevcut pay sahipleri tarafından bir şirketteki yatırımlarını korumak amacıyla gerçekleştirilmektedir. Koruyucu pay sahibi aktivizminde, şirkette hâkimiyeti sağlamaya yetmeyecek kadar hissesi bulunan pay sahipleri şirketin performansından veya kurumsal yönetiminden memnun kalmadıklarında harekete geçmektedir. Bu haliyle, koruyucu pay sahibi aktivizmi şirkette mevcut güç boşluğu sorununu gidermeyi hedeflemektedir.

Saldırgan pay sahibi aktivizminde ise pay sahipleri genellikle şirkette ilk başta göz ardı edilebilecek miktarda bir hissesi bulunmasına karşın hedef şirketin beklenenden daha düşük performans gösterdiği ve pay sahibi aktivizmi neticesinde hisse değerlerinin artacağı düşüncesiyle önemli miktarda hisse toplamaktadır. Burada pay sahiplerinin, aktivizmi yatırımlarını koruyan bir mekanizmadan ziyade aktivizmi bir yatırım stratejisi olarak değerlendirdiklerinin ve aktivizm sonucunda yüksek gelir elde edip şirketten çıkmayı hedeflediklerinin altının çizilmesi gerekmektedir<sup>26</sup>. Hisse toplama aşamasından sonra pay sahipleri yatırım yaptıkları şirketteki güç boşluğundan kaynaklanan sorunları gidermek için şirkete özgü stratejiler geliştirmektedir<sup>27</sup>. Saldırgan aktivizmi benimseyen pay sahipleri genellikle şirketin satılması, şirketin bölünmesi, devralmanın engellenmesi, şirketlerin birleşmesi, şirkete ait başarılı bir ticari işletmenin satılması, CEO'nun görevden alınması, şirketin sermaye yapısının değiştirilmesi, kâr payı dağıtımının artırılması, şirketin kurumsal yönetim ilkeleri, yöneticilerin ücretleri gibi birçok hususta değişiklik önerisinde bulunmaktadır<sup>28</sup>. Öğretide, saldırgan pay sahibi aktivizminin değer yaratmaktan (güç boşluğunu gidermekten) ziyade teklif edilen değişikliklerin şirketleri kısa vadeli yatırımlara sevk ettiği, uzun vadeli

<sup>24</sup> Brian Cheffins and John Armour, 'The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds' (2011) 37 *Journal of Corporation Law* 51, p. 56.

<sup>25</sup> Dionysia Katelouzou, 'Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence' (2013) 7(3) *Virginia Law & Business Review* 459.

<sup>26</sup> Genellikle bkz, Dionysia Katelouzou, 'Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants' (2015) 17 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 789.

<sup>27</sup> Ronald Gilson and Jeffrey Gordon, 'The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights' (2013) 113 *Columbia Law Review* 863, s. 896.

<sup>28</sup> Chiu (n. 12) Ch. 3.

yatırımlarda azalmaya neden olduğu dolayısıyla sürecin sonunda şirkete ait değerleri saldırgan pay sahiplerine aktardığı yönünde eleştiriler mevcuttur<sup>29</sup>.

Saldırgan ve koruyucu pay sahibi aktivizmi türlerine ek olarak, çevresel, sosyal ve yönetim konularını dikkate alan ve bu konuların da şirket politikalarının oluşturulmasında göz önünde bulundurulmasını savunan sorumlu pay sahibi aktivizmi de bulunmaktadır<sup>30</sup>. Pay sahipleri şirketin sadece finansal performansından değil sosyal performansından da memnun olmayabilir<sup>31</sup>. Bazı kurumsal pay sahipleri çevresel, sosyal ve yönetsel konularda bir farkındalık göstermekte ve bu hususların yatırım yaptıkları şirketlerin yönetim politikalarına dâhil olmaları için aktif rol oynamaktadırlar<sup>32</sup>. Bu pay sahiplerinin sunduğu genel kurul gündemine madde ekleme teklifleri (shareholder proposals) sosyal ve çevresel konuları da içermektedir. Örnek vermek gerekirse, 1952 yılında ABD'deki Greyhound otobüs firmasının pay sahipleri, otobüslerdeki siyah ve beyaz tenli insanların ayrımına dayalı oturma sisteminin değişmesi için genel kurul gündemine madde ekleme teklifinde bulunmuşlardır<sup>33</sup>. Diğer bir örnek ise, kurumsal pay sahiplerinin artık insan sağlığına zarar kimyasalların

<sup>29</sup> Martin Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom" (1979) 35 *Business Lawyer* 101, 104; Aspen Institute, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management* (2009); Leo Strine, "One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?" 66 *The Business Lawyer* 1; Iman Anabtawi, "Some Skepticism about Increasing Shareholder Power" (2006) 53 *UCLA Law Review* 561, p. 579-83; Martin Lipton and Paul Rowe, "The Inconvenient Truth About Corporate Governance: Some Thoughts on Vice-Chancellor Strine's Essay" (2007) 33 *The Journal of Corporation Law* 63, 66-7; John Coffee "Hedge Fund Activism: What Do We Know and Not Know" in William Bratton and Joseph McCahery (eds) *Institutional Investor Activism* (OUP 2015) 693; Chiu (n. 28) p. 140.

<sup>30</sup> David Hess, "Public Pensions and the Promise of Shareholder Activism for the Sustainable Economic Development" (2007) 2 *Virginia Law & Business Review* 222, p. 223.

<sup>31</sup> Miguel Rojas et al., "Bringing about Changes to Corporate Social Policy through Shareholder Activism: Filers, Issues, Targets, and Success" (2009) 114(2) *Business and Society Review* 217.

<sup>32</sup> Anastasia O'Rourke, "A New Politics of Engagement: Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility", (2003) 12 *Business Strategy and the Environment* 227, 236; see also, Cynthia Williamst and John Conley, "An Emerging Third Way? The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct", (2005) 38 *Cornell International Law Journal* 493; John Armour, Simon Deakin, and Suzanne Konzelmann, "Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance" (2003) 41(3) *British Journal of Industrial Relations* 531, p. 532.

<sup>33</sup> Peck v. Greyhound Corp. 97 F. Supp 679 (S.D.N.Y. 1951).



kullanılmasının önüne geçmek amacıyla genel kurul karar teklifinde bulunmalarıdır<sup>34</sup>. Her ne kadar ilk başlarda sosyal ve çevresel konuları içeren tekliflere diğer pay sahipleri destek vermese de son yıllarda bu tekliflere verilen destek düzenli bir şekilde artmaktadır<sup>35</sup>.

Pay sahibi aktivizmi, kısaca, gerek şirket hukukunun kendisine tanıdığı hakları kullanarak gerek diğer iletişim yollarını kullanarak şirketlerin finansal ve finans dışı politikalarını değiştirmeyi hedeflemektedir. Ancak, öğreti uzun yıllar pay sahibi aktivizmini uygulanabilir bir seçenek olarak değerlendirmemiştir. Zira pay sahiplerinin aktivizm faaliyetleri için ciddi anlamda zaman, emek ve para harcaması ve ayrıca diğer pay sahipleriyle iletişime geçmesi gerekmektedir<sup>36</sup>. Bir pay sahibi, aktivizmin tüm maliyetini üstlenirken aktivizm sonucu şirkette meydana gelebilecek muhtemel değer artışını payları oranında diğer pay sahipleri ile paylaşmak durumundadır. Dolayısıyla, pay sahibi aktivizmi pay sahipleri için her zaman mantıklı gelmemekte ve şirketin yönetimi hakkında bilgi edinmek ve yönetim üzerinde bir denetleme yapması için çok fazla istekleri bulunmamaktadır<sup>37</sup>. Bu duruma doktrinde rasyonel pay sahibi isteksizliği (rational shareholder apathy) denilmektedir<sup>38</sup>. Buna göre, çok ortaklı bir şirketteki pay sahibi için pay sahibi aktivizmine başlamak yerine hisselerini satarak şirketi terk etmeleri daha mantıklı bir strateji olacaktır<sup>39</sup>. Ancak, borsada işlem gören şirket hisselerinin çoğunluğunun artık bireysel pay sahiplerinden ziyade kurumsal pay sahiplerinin elinde bulunmasından dolayı öğretilerde pay sahibi aktivizminin artık mümkün olduğu, kurumsal pay sahiplerinin kurumsal yönetimde kontrol ve denetim görevini yerine getirebileceği ve bundan diğer pay sahiplerinin de faydalanacağı ileri sürülmektedir<sup>40</sup>. Bu durum,

<sup>34</sup> Margaret Sachs, "Social Proposals Under Rule 14a-8: A Fall Back Remedy in an Era of Congressional Inaction" (2012) 2 *UC Irvine Law Review* 931, p. 938.

<sup>35</sup> Randall Thomas and James Cotter, "Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction" (2007) 13 *Journal of Corporate Finance* 368, 374; Michael Siebecker, "A New Discourse Theory of the Firm after *Citizens United*" (2010) 79 *The George Washington Law Review* 161, p. 188.

<sup>36</sup> Daniel Fischel, "The Corporate Governance Movement" (1982) 35(6) *Vanderbilt Law Review* 1259, p. 1275.

<sup>37</sup> Fischel (n. 36) p. 1277.

<sup>38</sup> Black p. 527.

<sup>39</sup> Fischel, (n 36) p. 1277; Stephen Bainbridge, *The New Corporate Governance: In Theory and Practice* (OUP 2008) 202; Frank Easterbrook and Daniel Fischel, "Voting in Corporate Law" (1983) 26(2) *The Journal of Law and Economics* 353, p. 420.

<sup>40</sup> Alfred Conard, "Beyond Managerialism: Investor Capitalism?", (1988) 22 *Journal of Law Reform* 117; Bernard Black "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice" (1992) 39 *UCLA Law Review* 811; Ronald Gilson and Jeffrey Gordon, *YUFD Vol. XVI No.2 (2019)*

kurumsal pay sahiplerinin kurumsal yönetimdeki rolünü daha önemli ve tartışmalı bir hale getirmiştir.

## 2. Kurumsal Pay Sahipleri

Son yıllarda kurumsal pay sahipleri sadece Birleşik Krallık'ta değil Avrupa'nın birçok ülkesinde borsada işlem gören şirket hisselerinin çoğunluğunu elinde bulundurmaya başlamıştır. Avrupa Birliğinde profesyoneller tarafından yönetilen tüm varlıkların (hisse senedi, bono, tahvil ve diğer yatırım araçları) toplam değeri 2017 yılında 25,2 trilyon EURO'ya ulaşmıştır<sup>41</sup>. Birleşik Krallık'ta ise bu rakam 7.7 trilyon GBP'dir<sup>42</sup>.

Öğretide kurumsal pay sahiplerinin tam bir tanımının yapılmasının güç olduğu kabul edilse de<sup>43</sup> kurumsal pay sahipleri şu şekilde tanımlanabilir: *Bireysel yatırımcıların birikimlerini bir havuzda toplayarak bu birikimleri finansal ve finansal olmayan araçlarla değerlendirme, varlık yönetimi ve bu yatırımlardan maksimum kâr elde etme konularında ihtisaslaşmış finansal kuruluşlardır*<sup>44</sup>. Bu kuruluşlar tüm riskleri bir havuzda toplayarak toplam sistem maliyetlerini düşürdüğünden bireysel yatırımcılara kendi başlarına yapacakları yatırımdan daha iyi bir kârlılık sunmaktadır. Ek olarak, kurumsal pay sahipleri bireysel yatırımcının kendi başına yapmasının çok zor olduğu ulusal ve uluslararası yatırım çeşitlendirmesi hizmeti de vermektedir. Bu nedenlerden dolayı bireysel yatırımcılar için bu uzman kuruluşlar aracılığıyla yatırım yapmak daha mantıklı olabilmektedir.

---

“The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights” (2013) 113 *Columbia Law Review* 863; Brian Cheffins and John Armour, “The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds” (2011) 37 *The Journal of Corporation Law* 52, p. 72; Brian Cheffins and Steven Bank, “Is Berle and Means Really a Myth?” (2009) 83 *Business History Review* 443.

<sup>41</sup> European Fund and Asset Management Association, *Asset Management in Europe: An Overview of Asset Management Industry* (2018). [http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/EFAMA\\_Asset%20Management%20Report%202018%20voor%20web.pdf](http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/EFAMA_Asset%20Management%20Report%202018%20voor%20web.pdf) p. 3.

<sup>42</sup> The Investment Association, *Asset Management in the UK 2017-2018* (2018) <https://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/research/2018/20180913-fullsummary.pdf> p.12.

<sup>43</sup> Serdar Çelik and Mats Isaksson, “Institutional Investors as Owners” (2013) 2 *OECD Journal Financial Trends* 93 p. 95.

<sup>44</sup> Lynden Griggs, “Institutional Investors and Corporate Governance” (1996) 3 *James Cook University Law Review* 44-63, s. 45; Philip Davis and Benn Steil, *Institutional Investors* (MIT Press, 2001) p. 12.

*YÜHFD Cilt: XVI Sayı:2 (2019)*

Kurumsal pay sahipleri tanımına genellikle emeklilik fonları, yatırım fonları, serbest yatırım fonları, sigorta şirketleri, ulusal varlık fonları, banka tarafından yönetilen fonlar ve vakıflar girmektedir<sup>45</sup>. Bu kurumların genellikle ayrı bir tüzel kişiliği bulunmaktadır. Kurumsal pay sahipleri anonim ortaklık (joint stock companies) olabileceği gibi sınırlı sorumlu ortaklık (limited liability partnership) veyahut özel bir kanun ile kurulmuş bir şirket (yabancı devlet/hükümet fonları gibi) de olabilir.

Yatırım zincirini daha iyi anlayabilmek için kurumsal pay sahipleriyle ilgili bir hususu daha vurgulamakta fayda vardır. Kurumsal pay sahipleri ile yatırım yaptıkları şirketler arasında doğrudan bir ilişki olabileceği gibi dolaylı bir ilişki de olabilir. Kurumsal pay sahibi, bünyesindeki bir yatırım portföyünün yönetimini kendisi yapabileceği gibi başka bir uzmanlaşmış portföy yönetim şirketine (asset managers) bırakabilir<sup>46</sup>. Portföy yönetim hizmeti bağımsız bir yönetim şirketi tarafından yerine getirilebileceği gibi başka bir kurumsal pay sahibinin portföy yönetim kısmı tarafından da yerine getirilebilir. Başka bir anlatımla, kurumsal pay sahipleri portföylerinin tamamının veya bir kısmının yönetimini harici portföy yönetim şirketlerine bırakabilir. Dolayısıyla, kuruluşlar aracılığıyla yatırımın iki aşaması bulunmaktadır: i- birikimlerin bir havuzda toplanması ve ii- yatırımların yönetilmesi. Uygulamada, büyük kurumsal pay sahipleri dışındakiler genellikle yatırımlarını harici bir portföy yönetim şirketi aracılığıyla yönetmekte ve dolayısıyla yatırım yaptıkları şirketlerle doğrudan bir ilişkileri bulunmamaktadır<sup>47</sup>.

Kurumsal pay sahipleri Avrupa kurumsal yönetiminde farklı tarihlerde etkin olmaya başlamışlardır. Her ne kadar, kurumsal pay sahipleri İngiltere’de 1950’lerden sonra güçlenmeye başlamış ve yatırım yaptıkları şirketler ile sürekli diyalog hâlinde olsalar da<sup>48</sup> Kıt’a Avrupası ülkelerinde 1990’lar öncesine kadar benzer bir gelişme bulunmamaktadır<sup>49</sup>. Londra Menkul Kıymetler Borsasında (the London Stock Exchange) işlem gören

<sup>45</sup> Çelik and Isaksson (n. 43) p. 95.

<sup>46</sup> Davis and Steil (n 44) p. 13.

<sup>47</sup> See Robert Clark, ‘The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treaties’ (1981) 94 *Harvard Law Review* 561, p. 567.

<sup>48</sup> Genellikle bkz, Geof Stapledon *Institutional Shareholders and Corporate Governance* (Oxford 1996); John Armour and David Skeel, “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation” (2007) 95 *The Georgetown Law Journal* 1728-1794, p. 1770.

<sup>49</sup> Elst s. 63; Ayrıca şu hususu belirtmekte fayda görüyoruz: Pay Sahipleri Hakları Direktifi m. 3a, şirketlerin kendi pay sahiplerinin kimliğini tespit etme haklarının olduğunu düzenlemektedir.

şirketlerin pay sahipliği yapısı zaman içerisinde önemli bir şekilde değişmiştir (Tablo-1). 1960'larda kurumsal pay sahipleri borsada işlem gören şirketlerin yaklaşık %45 hissesini ve bireysel yatırımcılar ise bu şirketlerin %55 hissesini elinde bulundurmaktaydı<sup>50</sup>. Ancak, bu oran bireysel yatırımcıların aleyhine radikal bir şekilde değişmiştir. 2016 yılında, Londra Menkul Kıymetler Borsasında bireysel yatırımcıların oranı %9.5 iken kurumsal pay sahiplerin oranı 91.5 olmuştur<sup>51</sup>. Diğer Kıt'Avrupa ülkelerinde (Tablo-2) ise kurumsal pay sahipleri 1990'lardan sonra ekonomik anlamda güçlenmiş ve kurumsal yönetimde etkin bir oyuncu haline gelmişlerdir. Ayrıca ülkelerin ekonomik yapılarındaki farklılıklar şirketlerin pay sahipliği yapısına da yansımaktadır. Bu nedenle, bazı pay sahipleri türleri bazı ülkelerde daha yaygın iken diğerlerinde yaygın olmayabilmektedir. Örneğin, emeklilik fonları İngiltere'deki çoğu şirkette oy bloğunu elinde bulundurmakta iken pek çok Avrupa ülkesinde oldukça zayıf bir konumdadır.

**Tablo 1 – İngiltere'deki önemli pay sahiplerinin özeti<sup>52</sup>**

Pay Sahibi Türleri	1963	1975	1981	1994	2001	2008	2010	2012	2014	2016
Bireysel (Individual)	54	47.4	28.2	20.3	14.8	10.2	10.2	10.7	12.4	9.5
Yabancı Yatırımcı (Rest of World)	7	5.6	3.6	16.3	35.7	41.5	43.4	53.2	53.7	56.0
Sigorta Şirketleri (Insurance Companies)	10	15.9	20.5	21.9	20	13.4	8.8	6.2	5.9	5.0
Yatırım fonu (Unit Trust)	1.3	4.1	3.6	6.8	2.9	1.8	8.8	9.6	9.1	9.1
Emeklilik fonu (Pension Funds)	6.4	16.8	26.7	27.8	16.1	12.8	5.6	4.7	3.0	2.8
<b>Diğer Finans Kurumları</b>	<b>21.3</b>	<b>10.2</b>	<b>17.4</b>	<b>6.9</b>	<b>10.5</b>	<b>20.3</b>	<b>23.2</b>	<b>15.6</b>	<b>15.9</b>	<b>17.6</b>

<sup>50</sup> Office of National Statistics, 'Share Ownership Survey 2012' (25 September 2013) [http://www.ons.gov.uk/ons/dcp171778\\_327674.pdf](http://www.ons.gov.uk/ons/dcp171778_327674.pdf).

<sup>51</sup> Office of National Statistics, 'Share Ownership Survey 2016' (29 November 2017) <https://www.ons.gov.uk/economy/investmentpensionsandtrusts/bulletins/ownershipofukquotedshares/2016#main-points>.

<sup>52</sup> Office of National Statistics, 'Share Ownership Survey 2016' (29 November 2017) <https://www.ons.gov.uk/economy/investmentpensionsandtrusts/bulletins/ownershipofukquotedshares/2016#main-points>.

**Tablo 2 – 1990 ve 2012 yıllarında Avrupa'nın önemli ülkelerindeki borsalarda işlem gören şirketlerin pay sahipliği yapısı<sup>53</sup>**

Pay Sahibi Türleri	AB 2012 (1990)	Fransa 2012 (1990)	Almanya 2012 (1990)	İtalya 2012 (1990)	Birleşik Krallık 2012 (1990)
Bireysel/Aile (Individual/family)	11% (22%)	11% (19%)	9% (20%)	37% (56%)	11% (26%)
Finans dışı şirket (Non- financial comp.)	17% (22%)	21% (33%)	38% (38%)	25% (22%)	2% (3%)
Hükümet (Government)	4% (4%)	6% (7%)	2% (4%)	6% (8%)	3% (2%)
Bankalar (Banks)	3% (6%)	4% (9%)	5% (14%)	11% (2%)	1% (0%)
Sigorta Şirketleri ve Emeklilik fonları (Insurance Companies and Pension Funds)	8% (25%)	4% (7%)	10% (8%)	4%(-)	10%(49)
Yatırım Fonları	21% (8%)	12% (9%)	8% (2%)	4% (-)	24% (9%)
Yabancı Yatırım	38% (14%)	42% (17%)	28% (17%)	28% (17%)	48% (12%)

Kurumsal pay sahiplerinin şirket yapılarını ve uygulamalarını etkileyecek güce kavuşması birçok soruyu da beraberinde getirmiştir. Bu sorulardan en önemlisi, kurumsal pay sahiplerinin kurumsal yönetimdeki rolünün ne olacağıdır. 1990'lardan önce kurumsal pay sahipleri genellikle kurumsal yönetimde pasif kalmayı tercih ettiklerinden kurumsal yönetimdeki rollerinin göz ardı edilebileceği kabul edilmiştir<sup>54</sup>. 1990'lardan sonra pay

<sup>53</sup> Elst, s. 64.

<sup>54</sup> Bernard Black, "Shareholder Passivity Reexamined"; Bernard Black, "Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice" (1992) 39 *UCLA Law Review* 811; Bernard Black and John Coffee, "Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation", (1994) 92 *Michigan Law Review* 1997-2087; John Coffee, "Liquidity  
*YUHFD Vol. XVI No.2 (2019)*

sahipleri koruyucu aktivizm sergilemeye başlamışlardır<sup>55</sup>. 2000'lerden sonra ise bazı kurumsal pay sahipleri saldırgan aktivizm modelini benimsemiştir<sup>56</sup>. Genel olarak, kurumsal pay sahiplerinin şirketlerin yönetim konularına olan etkileri artmıştır.

Kurumsal pay sahiplerinin artan etkisi ve ekonomik gücü pay sahibi aktivizminin artık yasal bir düzenlemeye tabi olmasının gerekip gerekmediği sorusunu ortaya çıkarmaktadır. Özellikle 2008 finansal krizinden sonra kurumsal pay sahiplerinin şirket yönetimlerine katılımlarının düzenlenmesi için reform önerileri ortaya çıkmış ve gerekli düzenlemeler kabul edilmiştir. Bunlardan ilki Birleşik Krallık Gözetim İlkeleri (the UK Stewardship Code) ve diğeri ise Avrupa Birliği Pay Sahibi Direktifi-II'dir.

### **III. Birleşik Krallık ve Avrupa Birliği Hukuklarında Pay Sahibi Aktivizmi Düzenlemeleri**

#### **1. Birleşik Krallık Hukukunda Pay Sahibi Aktivizmi Düzenlemeleri** *Tarihsel Gelişim*

Birleşik Krallık'ta pay sahibi aktivizmi uzun yıllardan beri kamu politikası olarak teşvik edilmektedir. Bu görüş ilk olarak Cadbury Raporuyla açıklanmıştır. Ayrıca Gözetim İlkelerinin kabul edilmesinde de görüşün etkili rol oynadığı söylenebilir.

BCCI ve Polly Beck gibi şirketlerin yönetsel hatalar veya sahtekârlıklar nedeniyle bir anda çöküşü üzerine yatırımcılarda oluşan güvensizliği gidermek için Sir Adrian Cadbury liderliğinde "Kurumsal Yönetimin Finansal Yönleri Üzerine Komite" (Cadbury Komitesi) Mayıs 1991'de kurulmuştur<sup>57</sup>. Cadbury Raporunun asıl amacı borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetimini sağlamlaştırmak ve yatırımcıların güvenini artırmak için yöneticilerin, hissedarların ve denetçilerin görevlerini netleştirmektir. Bu sebeple, raporun önemli bir kısmında yönetim kurulunun

---

Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor" (1991) 91 *Columbia Law Review* 1277; Jill Fisch, "Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?", (1994) 55 *Ohio State Law Journal* 1009; Ronald Gilson and Reiner Kraakman, "Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors", (1991) 43 *Stanford Law Review* 863; Edward Rock, "The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism" (1991) 79 *The Georgetown Law Journal* 445.

<sup>55</sup> Chiu (n. 12) Ch 1-2.

<sup>56</sup> Chiu (n. 12) Ch 1-2.

<sup>57</sup> Adrian Cadbury *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (December 1992) (bundan sonra "Cadbury Raporu" olarak anılacaktır).  
*YÜHFD Cilt: XVI Sayı:2 (2019)*

yapısı, etkinliği, denetçilerin atanması, bağımsızlığı ve pay sahiplerinin rolü ele alınmıştır.

Cadbury Raporu iyi bir kurumsal yönetimde yönetim kurulunun şirketi özgürce yönetme yetkisinin olması gerektiği fikrini kabul etmekle beraber, pay sahiplerine de şirketlerde sağlam bir kurumsal yönetim standartlarına uyulduğunun kontrolü için sorumluluk yüklemekte ve bunu etkin hesap verebilirlik çerçevesine yerleştirmektedir. Rapora göre “pay sahipleri malik olarak birçok sorumluluklarını kendilerinin koruyucusu (steward) olan yönetim kurulu üyelerine devretmişlerdir. Yönetim kurulunun başarısız olduğunun görülmesi halinde yönetim kurulundan hesap sormak pay sahiplerinin görevidir ve pay sahipleri bu sorumluluğu yerine getirmelidir”<sup>58</sup>. Bu görev özellikle kurumsal pay sahiplerine yüklenmiştir:

“Oylarının ağırlığı göz önüne alındığında, kurumsal pay sahiplerinin kurumsal yönetim standartlarını etkilemek için oy haklarını nasıl kullandıkları büyük bir öneme sahiptir. Bunu yapmaya hazır olmaları ise kurumsal pay sahiplerinin şirketlerin hissesini satmak yerine gerektiğinde bu şirketlerde değişiklik yapmayı bir sorumluluk olarak değerlendirip değerlendirmedigine bağlıdır”<sup>59</sup>.

Rapor pay sahiplerinin sadece oy kullanmalarını değil yönetimle şirketin performansı ve stratejisi gibi konularda da aktif bir şekilde şirket yönetimine katılmalarını teşvik etmektedir. Finch de Raporda iyi yönetimin uygulanmasında kurumsal pay sahiplerine büyük güven duyulduğunu ifade etmiştir<sup>60</sup>. Aynı şekilde Chiu da Raporda pay sahibi aktivizminin açıkça teşvik edildiğini, ancak bunun bir sorumluluk ve hesap verebilirlik kavramları kapsamında incelendiğini ifade etmiştir<sup>61</sup>. Rapor esas olarak pay sahiplerinin kurumsal yönetim ilkelerinin şirketlerde uygulanması halinde yönetim kurulu üyelerini daha rahat bir şekilde sorumlu tutabileceklerini, bu şekilde yatırımlarını koruyacaklarını ve bu durumun ise şirketlerin sürdürülebilirliğini artıracığından kamunun yararına olduğunu kabul etmektedir<sup>62</sup>. Bu anlamda, Cadbury Raporu pay sahibi aktivizmi hissedar etkinliğini çoğunlukla anormal getiri sağlayabilecek bir yatırım stratejisinden ziyade bir hesap verebilirlik mekanizması ve aynı zamanda

<sup>58</sup> Cadbury Raporu'nun 6.6. paragrafı.

<sup>59</sup> Cadbury Raporu'nun 6.10. paragrafı.

<sup>60</sup> Vanessa Finch, “Corporate Governance and Cadbury: Self Regulation and Alternatives” (1994) *Journal of Business Law* 51, p. 58.

<sup>61</sup> Chiu (n 12) p. 35.

<sup>62</sup> Chiu at (n 12) p. 35.

şirketlerin sürdürülebilirliğini sağlayarak ülke ekonomisine de katkı sağlayacak bir araç olarak değerlendirmiştir.

Cadbury Raporundaki pay sahibi aktivizmi anlayışı Birleşik Krallık'taki genel kurumsal yönetim yapısını biçimlendirmiştir. Pay sahipleri bilinçli olarak sadece pay sahipleri olarak değil aynı zamanda malikler (owners) olarak anılmış ve sanki pay sahiplerinin şirket yöneticilerini denetleme sorumluluğunun bulunduğu fikrinin altyapısı oluşturulmuştur. Kurumsal pay sahiplerinin üzerindeki aktif olma baskısı pay sahibi aktivizmde yavaş bir artış sağlamış buna paralel olarak da genel kurullara katılımlarda bir artış gözlemlenmiştir<sup>63</sup>.

Cadbury Raporundan sonra, Birleşik Krallık'ta özelleştirilen şirketlerdeki yönetici maaşlarının aşırı bir hızla artmasına karşın toplu işten çıkarmaların toplumda ve pay sahiplerinde yarattığı kaygıları gidermek için 1994 yılında Marks&Spencer'in başkanı Sir Richard Greenbury önderliğinde Greenbury Komitesi oluşturulmuştur<sup>64</sup>. Greenbury Komitesi, şirketlerde ücretlendirme komitelerinin kurulmasını ve pay sahiplerinin yönetici maaşlarının belirlenmesi sürecine daha fazla dâhil olmalarını tavsiye etmiştir. Cadbury Raporunda olduğu gibi, Greenbury Raporunda da pay sahibi aktivizmi şirketlerdeki güç boşluğunun bir sonucu olan yöneticilerin aşırı ücret alması sorununa bir çözüm olarak değerlendirilmiş ve pay sahiplerinin daha yoğun bir şekilde yönetime katılması savunulmuştur.

Cadbury ve Greenbury Raporlarına yönelik eleştirileri, şirketlerde oluşan kurumsal yönetim uygulamalarını ve şirketlerin regülasyon yükünü azaltmak amacıyla 1996 yılında Hampel Komitesi kurulmuştur<sup>65</sup>. Hampel Raporu genel olarak pay sahibi aktivizmini teşvik etse de pay sahiplerinin aktivizme katılmama haklarının bulunduğunu vurgulamıştır<sup>66</sup>. Hampel Raporunun yayımlanmasından yaklaşık üç yıl sonra Amerika Birleşik Devletlerindeki Enron, Worldcom, Tyco isimli firmalarda meydana gelen krizler dikkatleri tekrardan kurumsal yönetime çekmiştir. Birleşik Krallık'ta da benzer krizlerin ortaya çıkmasını engellemek için Derek Higgs liderliğinde Higgs Komitesi oluşturulmuş ve 2003 yılında da Higgs Raporu

<sup>63</sup> Chris Mallin, "Institutional Investors and Voting Practices: An International Comparison" (2001) 9 *Corporate Governance* 118 p. 124.

<sup>64</sup> Richard Greenbury, *Directors' Remuneration: Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury* (17 July 1995) (bundan sonra 'Greenbury Raporu' olarak anılacaktır).

<sup>65</sup> Ronnie Hampel, *Committee on Corporate Governance: Report* (1998).

<sup>66</sup> Hampel Raporu, paragraf 5.11-2.

*YÜHFD Cilt: XVI Sayı:2 (2019)*



yayımlanmıştır<sup>67</sup>. Her ne kadar bu rapor ağırlıklı olarak icracı olmayan bağımsız yönetim kurulu üyelerini incelese de kurumsal pay sahiplerine ilişkin değerlendirme ve önerilerde de bulunmuştur. Örneğin, Birleşik Krallık Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin D ve E Prensipleri (2003) borsada işlem gören bir şirketin yönetim kurulu başkanının büyük pay sahiplerinin kaygılarını anlamak için onlarla iletişim halinde olmasını tavsiye etmektedir. Ayrıca, Kurumsal Pay Sahipleri Komitesi'nin 2002 yılında yayımladığı Kurumsal Pay Sahipleri İlkelerinde, kurumsal pay sahiplerinin yatırım yaptıkları şirketleri denetlemeleri, gerektiğinde yönetim ile diyalog kurmaları ve ihtiyaç halinde yönetime müdahale etmeleri tavsiye edilmiştir<sup>68</sup>.

Aynı dönemde pay sahibi aktivizminin neden yeterli seviyede olmadığını ve kurumsal pay sahiplerinin yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimine katılmadaki isteksizliklerini araştırmak için 2001 yılında Paul Myners önderliğinde bir komite kurulmuştur<sup>69</sup>. Bu raporun, en dikkat çekici çözüm önerisi Birleşik Krallık merkezli emeklilik fonlarına, ABD'de olduğu gibi, oy kullanma yükümlülüğünün getirilmesiydi<sup>70</sup>. Birleşik Krallık Hükümeti bu raporu genel itibariyle desteklese de oy kullanma yükümlülüğüne sıcak bakmamış ve bu öneriyi kabul etmemiştir. Ancak, kurumsal pay sahiplerinin sahip oldukları oyları nasıl kullandıklarını açıklamalarını sağlayacak yasal bir düzenleme Birleşik Krallık Şirketler Kanunu m. 1276'de kabul edilmiştir.

Kısaca, pay sahibi aktivizmi Birleşik Krallık kurumsal yönetiminde uzun yıllardır yer almakta ve kamu politikası olarak sürekli bir şekilde teşvik edilmektedir. Bu politikanın altında pay sahibi aktivizminin şirketlerdeki güç boşluğunu doldurarak şirketlerin sürdürülebilirliğini artırma ve dolayısıyla ülke ekonomisinin şirket iflaslarıyla zarar görmesini engelleme amaçları yatmaktadır. Böylelikle pay sahiplerinin özel menfaati ile kamu menfaatinin birbiriyle uyduğu kabul edilmektedir<sup>71</sup>. Bu varsayıma rağmen,

<sup>67</sup> Derek Higgs, *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors* (London: Stationery Office, 2003)

<sup>68</sup> Institutional Shareholder Committee, *Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles* (2002), <http://www.ecgi.org/codes/code.php?codeid=122>.

<sup>69</sup> Paul Myners, *Institutional Investment in the UK: A Review* (London: HM Treasury).

<sup>70</sup> Myners Raporu, s. 92-3.

<sup>71</sup> Doktrinde pay sahibi aktivizmine şüpheli yaklaşan ve şirketler ile diğer paydaşlara zarar verdiğini savunun görüşler de mevcuttur. Bkz, dipnot 29.

pay sahibi aktivizmi kurumsal pay sahiplerine bir yükümlülük olarak yüklenmemiştir.

### ***Gözetim İlkeleri (The Stewardship Code)***

2008 finansal krizinden sonra kurumsal pay sahipleri banka yöneticilerini durdurmak için hiçbir şey yapmamalarından dolayı finansal krizin sorumlularından biri olarak gösterilmişlerdir. Hatta pay sahiplerinin bu ilgisizliği nedeniyle Myners çok ortaklı şirketleri “sahipsiz şirketler” olarak tanımlamıştır<sup>72</sup>. Diğer krizlerden sonra olduğu gibi, 2008 finansal krizinden sonra da finansal kuruluşlardaki kurumsal yönetim sorunları ve kurumsal pay sahiplerinin yatırım yaptıkları şirketleri denetlemedeki rolünü incelemek üzere David Walker önderliğinde Walker Komitesi oluşturulmuştur<sup>73</sup>. Walker Raporu ağırlıklı olarak finansal kuruluşları incelese de kurumsal pay sahipleri ve genel olarak kurumsal yönetim üzerine görüşleri de değerlendirmiştir.

Walker Raporu, pay sahiplerinin istedikleri zaman hisselerini satarak şirketi terk etmelerinin her zaman daha kolay ve mümkün olduğunu kabul etmektedir. Ancak yine de pay sahibi aktivizminin şirketteki güç boşluğuna çözüm sağlayarak şirketin performansını artıracak ve böylelikle pay sahiplerine getiri sağlayacağından rasyonel olabileceği sonucuna varmaktadır. Walker Raporu, pay sahiplerinin kurumsal yönetime olumlu katkıda bulunacağını kabul etse de yönetim kurulunun işleyişine müdahale ederek şirketin kısa vadeli planları benimsemesine ve yüksek riskli yatırımlara yönelmesine neden olabileceğini de göz ardı etmemektedir<sup>74</sup>. Walker Raporu, pay sahiplerinin rasyonel ilgisizliği ve pay sahibi aktivizminin muhtemel olumsuz etkilerinin “gözetim ilkelerinin” kabulüyle çözülebileceğini ileri sürmektedir.

Walker raporuna göre, pay sahiplerinin şirketleri gözetme sorumluluğu onların mülkiyet hakkından ve faydalandıkları sınırlı sorumluluk ilkesinden kaynaklanmaktadır<sup>75</sup>. Bu argümanın gerekçesi raporda şu şekilde açıklanmaktadır:

‘Kamunun menfaati bakımından, büyük pay sahiplerinin şirketlerdeki denetiminin sadece sermaye piyasaları aracılığıyla sağlandığı bir durumun,

<sup>72</sup> Treasury Committee, Banking Crisis: Reforming Corporate Governance and Pay in the City, Ninth Report of session 2008-9, p. 56.

<sup>73</sup> David Walker, *Review of Corporate Governance in Banks and Financial Institutions* (2009) (bundan sonra ‘Walker Raporu’ olarak anılacaktır).

<sup>74</sup> Walker Report p. 69-73.

<sup>75</sup> Walker Raporu p. 70.

özellikle pay sahiplerinin faydalandığı sınırlı sorumluluk göz önüne alındığında, yeterli bir pay sahipliği olarak kabul edilemez. Büyük pay sahiplerinin yönetimleri etkileyebilme kabiliyeti, en azından dolaylı bir sosyal meşruiyet kazanması gereken piyasa odaklı kapitalist sistemin önemli bir parçasıdır. Yönetim kurulunun hissedarlara olan yükümlülüğünün karşılığı olarak bu zımnî meşruiyet en azından kurumsal pay sahiplerine şirketlerin hem kısa hem de uzun vadeli performanslarını gözetme sorumluluğunun yüklenmesiyle elde edilebilecektir. Bu görüşe göre, mülkiyet haklarına sahip ve sınırlı sorumluluğun avantajından faydalananlar [pay sahipleri], bu önemli hakların bir gözetim yükümlülüğü ile tamamlanmış olduğunu kabul etmelidir<sup>76</sup>.

Walker Raporu, pay sahiplerinin mülkiyet haklarının bir sonucu olarak hisselerini özgürce satabilecekleri bir anlayışı terk ederek sınırlı sorumluluğun bir neticesi olarak pay sahiplerinin aktivizm faaliyetlerinde bulunarak şirketlerin sürdürülebilirliğine katkıda bulunması gerektiğini kabul eden bir anlayışı kabul etmektedir<sup>77</sup>. Bu iki anlayış arasındaki temel fark ise, ilkinde pay sahiplerine şirketlere yatırım yaparken bir sorumluluk yüklenmezken, ikincisinde pay sahiplerine bir gözetim sorumluluğu yüklenmektedir<sup>78</sup>. Finansal kriz sonrası kurumsal pay sahiplerinin kurumsal yönetimdeki rolü artık sadece kendi yatırımlarını korumayla sınırlı kabul edilmemekte, şirketlerin sürdürülebilirliğini ve genel olarak ekonomik, sosyal ve kamu menfaatlerini de gözetmeyi içerecek bir şekilde genişletilmektedir<sup>79</sup>.

Walker Raporundaki tavsiyelere uygun olarak Finansal Raporlama Kurulu ("Financial Reporting Council"), uzun dönemli ve koruyucu pay sahibi aktivizmini geliştirmek amacıyla Gözetim İlkelerini 2010 yılında kabul etmiştir<sup>80</sup>. Gözetim İlkeleri genel olarak yatırımcı kültürünü değiştirmeyi hedeflemektedir. Gözetim İlkelerinde 2012 yılında değişiklikler yapılmış ve 2019 yılının Ocak ayında ise Gözetim İlkelerinin tekrar değerlendirilmesi için bir inceleme ve danışma süreci başlatılmıştır.

<sup>76</sup> Walker Raporu parag. 5.

<sup>77</sup> Walker Raporu p. 12.

<sup>78</sup> See, Iris H-Y Chiu, 'International Shareholders as Stewards: toward a New Conception of Corporate Governance' (2012) 6 *Brooklyn Journal of Corporate Finance and Commercial Law* 387, p. 395.

<sup>79</sup> Bkz Chiu (n 78) p. 404.

<sup>80</sup> Bkz, FRC, Stewardship Code (2012) < <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Stewardship-Code-September-2012.pdf>>.

Gözetim İlkeleri toplam 7 ilkeden oluşmakta ve şirketlerin kendi pay sahipleri tarafından daha etkili denetlenebilmesini amaçlamaktadır.

Gözetim İlkeleri kendi hesabına hisse alıp satan bireysel yatırımcıları kapsamamaktadır. Her ne kadar İlkelerin kendisi kurumsal pay sahiplerini tanımlamasa da şirketler ile kurumsal pay sahipleri arasındaki ilişkiyi düzenlemeyi hedeflemektedir. Gözetim İlkeleri temel olarak emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve diğer fonlarının yatırımlarını idare eden Finansal Servisler Kurumu (the Financial Services Authority) tarafından yetkilendirilmiş portföy yönetim şirketlerini (fund managers) düzenlemektedir<sup>81</sup>. Gözetim İlkelerinin portföy yönetim şirketlerine zorunlu “uygula, uygulamıyorsan açıkla”, diğer kurumsal pay sahiplerine gönüllü “uygula, uygulamıyorsan açıkla” ilkesiyle uygulanacağı düzenlenmiştir<sup>82</sup>.

Gözetim İlkeleri, kurumsal pay sahiplerine aktivizm konusunda önemli sorumluluklar yüklemektedir. Bu sorumluluklar şunlardır: gözetim sorumluluklarını nasıl ifa edeceklerine dair planlarını kamuya paylaşmak; gözetim yükümlülüğüyle ilgili bir menfaat çatışmasının yönetilmesi konusunda kamuya paylaşılacak katı bir plan oluşturmak; yatırım yapılan şirketlerini denetlemek; pay sahibi aktivizmini yatırımlarını korumak için ne zaman ve nasıl artıracakları hakkında net bir kılavuz oluşturmak; gerekli olduğunda diğer pay sahipleri ile beraber hareket etmek; oy kullanma ve oy kullanma aktivitesinin kamuya paylaşılması hakkında açık bir plana sahip olmak; gözetim ve oy kullanma faaliyetlerini düzenli bir şekilde raporlamak.

İlke 1, kurumsal pay sahiplerinin gözetim sorumlulukları hakkındaki politikalarını içeren raporu kamuya paylaşma yükümlüğünü düzenlemektedir. Bu ilkenin açıklama notlarına göre, pay sahiplerinin denetleme faaliyetlerinin etkili olduğundan emin olmak için gerektiğinde yönetim kuruluyla iletişime geçmesi beklenmektedir. Gözetim faaliyetleri şirketlerin strateji, performans, risk, sermaye yapısı, yönetici maaşları ve yönetim kültürü olmak üzere tüm kurumsal yönetim konularını kapsamaktadır. Aktivizm politikası kurumsal pay sahibinin bireysel yatırımcılarının menfaatini korumak için gözetim ilkelerini nasıl uyguladığını da açıklamalıdır. Bu politika ayrıca kurumsal pay sahibinin yatırım zincirindeki konumunu ve konumundan kaynaklanan sorumluluklarını da yansıtmalıdır. Özellikle, yatırım yönetiminin veya diğer

<sup>81</sup> Lee Roach, “The UK Stewardship Code” (2011) 11(2) *Journal of Corporate Law* 463, p. 469.

<sup>82</sup> Roach (n 81) s. 474; Section 91 of the Financial Services and Markets Act 2000. *YÜHFD Cilt: XVI Sayı:2 (2019)*

hizmetlerin başka bir yönetim/danışmanlık şirketine devredildiği durumların açıklanması gerekmektedir. Tüm bunlara ek olarak, gözetim sorumluluğunun kurumsal pay sahibinin geniş anlamda yatırım stratejisine dâhil edilmesi için yapılan düzenlemelere de raporda yer verilmelidir.

İlke 2 uyarınca kurumsal pay sahiplerinin gözetim yükümlülüklerine ilişkin ortaya çıkabilecek menfaat çatışmalarını nasıl yöneteceklerine dair stratejileri geliştirmeleri gerekmektedir. İlke 2'nin açıklama notlarında kurumsal pay sahiplerinin oy kullanırken ve aktivizm hakkında karar verirken bireysel yatırımcılarının menfaatine hareket etme yükümlülüğü altında olduklarına vurgu yapılmaktadır. Bu nedenle, yatırım yapan bireysel yatırımcının menfaatleri ile aktivizm yükümlülükleri arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarının nasıl yönetileceğine dair bir politikanın oluşturulması ve bunun kamuyla paylaşılması gerekmektedir.

İlke 3 uyarınca, kurumsal pay sahipleri yatırım yaptıkları şirketleri denetlemekle yükümlüdür. Bu ilkenin açıklama notlarına göre, denetleme faaliyetleri düzenli bir şekilde yerine getirilmeli ve bu faaliyetlerin başarısı da kontrol edilmelidir. Denetleme faaliyetleri, şirket performansı hakkında bilgi edinmeyi, Birleşik Krallık Kurumsal Yönetim İlkelerinin ruhuna uymayı, şirketin finansal raporlarının kalitesini incelemeyi, genel kurula katılmayı ve yönetim kurulu başkanı ve üyeleri ile toplantı yapmayı kapsamaktadır. Ayrıca, kurumsal pay sahipleri şirket yönetim kurulunun ve alt komitelerinin etkin bir şekilde çalıştığından ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görevlerini gereğince ifa ettiklerinden emin olmalıdır. Pay sahipleri, yatırım değerini korumak için kurumsal yönetim problemlerini mümkün mertebe en erken safhada tespit etmeye çaba göstermeli ve çekincelerini ilgili yönetim kurulu üyeleri ile paylaşmalıdır.

İlke 4, İlke 3 gibi kurumsal pay sahiplerine ağır sorumluluklar yüklemektedir. Bu ilkeye göre, kurumsal pay sahipleri şirket stratejisi, performansı, yönetimi, yönetici maaşlarına, sosyal ve çevresel meselelere ilişkin aktivizmi hangi şartlar altında başlatacaklarına dair genel bir politika oluşturmalıdır. Ayrıca, pay sahipleri başlattıkları aktivizmin sonuçlarını da düzenli bir şekilde değerlendirmelidir. Örnek olarak, pay sahiplerinin şirketin stratejisi ve performansı veya yönetimi hakkında çekinceleri olduğunda pay sahibi aktivizmine başlayacaklarını belirtebilirler. Açıklama notlarına göre, ilk başta şirket yönetimi ile müzakereler gizlilik esasına göre yürütülmeli; fakat yönetim kurulundan cevap gelmez ise, kurumsal pay sahipleri genel kurul öncesi bir basın açıklaması veya genel kurul gündemine madde ekleme gibi tüm diğer aktivizm metotlarına başvurmalıdır.

İlke 5'e göre pay sahipleri gerekli durumlarda pay sahibi aktivizmi kapsamında diğer pay sahipleri ile işbirliği yapmaya hazır olmalıdır. İlke 5'in açıklama notlarına göre, ekonomik zorlukların olduğu dönemler veya şirketin ekonomik geleceğinin tehlikede olduğu durumlar bu tarz iş birlikleri için en uygun durumlardır.

İlke 6 genel kurulda oy kullanılmasına ilişkin açık bir politikanın geliştirilmesini ve oy kullanma faaliyetlerinin kamuya paylaşılmasını düzenlemektedir. Açıklama notlarına göre ise, kurumsal pay sahipleri sahip oldukları tüm oy haklarını kullanmak için çaba göstermeli ve genel kurulda yönetim kurulu lehine sürekli bir şekilde oy kullanmamalıdır. Ayrıca, kurumsal pay sahipleri oy kullanma kayıtlarını kamuya paylaşmalı, paylaşmaz ise neden paylaşmadığını açıklamalıdır.

Son olarak, İlke 7 uyarınca, kurumsal pay sahipleri kendi bireysel yatırımcılarına gözetim ve oy kullanma faaliyetlerine ilişkin düzenli bir şekilde rapor vermelidir.

Gözetim İlkelerinde belirtilen denetim faaliyetlerinin artık yatırım zincirinin bir parçası olması amaçlanmaktadır. Bu şekilde pay sahibi aktivizmi çok ortaklı şirketlerdeki güç boşluğu probleminin çözümünde sadece bir araç olarak değil aynı zamanda ülke ekonomisi ile toplumun menfaatini de dikkate alan bir süreç olarak değerlendirilmektedir<sup>83</sup>. Gözetim İlkelerindeki pek çok unsur bu yorumu desteklemektedir. Örneğin, İlke 4 pay sahibi aktivizmini sadece şirket stratejisi, yönetimi veya yönetici maaşlarıyla ilgili sorunlara hasretmemiş, sosyal ve çevresel sorunlardan kaynaklanan riskleri de pay sahibi aktivizmine dâhil etmiştir. Dolayısıyla, Gözetim İlkeleri kurumsal pay sahiplerinin finansal olmayan konuları da dikkate almasına ve daha kapsayıcı bir kurumsal yönetim modelini benimsemesine olanak tanımıştır.

Öğretide bazı yazarlar, Gözetim İlkelerinin ulusal nitelikte olduğundan ve Londra Borsasında işlem gören şirketlerin hisselerinin çoğunu elinde bulunduran yabancı yatırımcıların bu ilkelerin kapsamı dışında kaldığından dolayı gözetim ilkelerinin başarı ihtimalinin çok düşük olduğunu ileri sürmüştür<sup>84</sup>. Ancak, kurumsal pay sahiplerinin pek çok ülkede yatırımlarını artırmasından dolayı, Birleşik Krallıktaki kurumsal pay sahiplerine ilişkin

<sup>83</sup> Bkz, Iris H-Y Chiu, "Stewardship as Investment Management for Institutional Shareholders" (2011) 32 *Company Lawyer* 65 p. 65-7.

<sup>84</sup> Bkz, Brian Cheffins, "The Stewardship Code's Achilles Heel" (2010) *Modern Law Review* 1004, p. 1017; Demetra Arsalidou, "Shareholders and Corporate Scrutiny: the Role of the UK Stewardship Code" (2012) 3 *European Company Financial Law Review* 342, p. 359

ortak kaygılar ve onların kurumsal yönetimdeki muhtemel rolleri diğer ülkeleri de etkilemiş ve Gözetim İlkeleri uluslararası kurumsal yönetim alanında kendine yer edinmiştir<sup>85</sup>. Nitekim 2016 yılı itibariyle Hollanda, Danimarka, Tayland Japonya, Malezya, ABD, İsviçre, Avustralya, Brezilya, Kanada, İtalya gibi toplam 46 ülkede Gözetim İlkeleri benzeri uygulamalar bulunmaktadır<sup>86</sup>. Benzer şekilde, Avrupa Birliği de pay sahibi aktivizmi normlarını bağlayıcı hukukun (hard law) bir parçası haline getirmek için Pay Sahibi Hakları Direktifi II'yi kabul etmiştir.

## 2. Avrupa Birliği Pay Sahibi Hakları Direktifi-II Kapsamında Pay Sahibi Aktivizm Yükümlülüğü

Avrupa Birliği 2008 finansal krizinden hemen sonra şirketlerin kurumsal yönetimlerinin sürdürülebilirliğini artırmak için reform sürecini başlatmıştır<sup>87</sup>. 2014 yılının Nisan ayında Avrupa Komisyonu Pay Sahipleri Hakları Direktifinde değişiklik yapılması için öneride bulunmuş<sup>88</sup> ve 2017 yılında Pay Sahibi Hakları Direktifi-II kabul edilmiştir. 2010 ve 2011 yılında yayımlanan değerlendirme raporlarında olduğu gibi, Direktif-II'nin gerekçesinde de pay sahiplerinin yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimine yeterli düzeyde katılmamalarının ekonomik krizin sonuçlarını artırmış olabileceği hususunun altı çizilmektedir. Ayrıca, serbest yatırım fonları gibi bazı pay sahiplerinin genellikle şirket yönetimlerini aşırı riskli kararları almaları için desteklediği ve sadece kısa vadeli kârlara odaklandıkları ileri sürülmüş ve bu durum gerekçede eleştirilmiştir. Bu eleştiriye rağmen, Avrupa Komisyonu pay sahiplerinin kurumsal yönetimdeki rolünün sınırlandırılması yerine pay sahiplerinin kurumsal yönetimin ana unsurlarından

<sup>85</sup> Iris Chiu and Dionysia Katelouzou, "From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe" (2016) *Nordic&European Company Law LSN Research Paper Series* No. 18-10 131, p. 135.

<sup>86</sup> Bkz, Jennifer Hill, "Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes" (2018) 41(2) *Seattle University Law Review* 497, p. 507.

<sup>87</sup> European Commission, *Europe 2020: A Strategy for smart, sustainable and inclusive growth* COM(2010); European Commission, *Green Paper: The EU Corporate Governance Framework*, COM (2011); European Commission, *Green Paper: Long-Term Financing of the European Economy* COM(2013).

<sup>88</sup> European Commission, *Proposal for a Directive of The European Parliament and of The Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement*, COM(2014).

biri olduğu görüşünü muhafaza etmiştir<sup>89</sup>. Hem pay sahiplerine olan güveni tekrar sağlamak hem de pay sahibi aktivizmi aracılığıyla şirketlerdeki güç boşluğu ve kısa vadeli yatırım problemine çözüm bulmak için Direktif-II 2017 yılında kabul edilmiştir.

Direktif-II’de pay sahiplerinin kimliklerinin saptanması, sınır-ötesi bilgi aktarımının sağlanması (oy kullanımları dâhil olmak üzere), pay sahibi haklarının kullanılmasının kolaylaştırılması, pay sahibi aktivizminin sıklığının ve kalitesinin artırılması, pay sahiplerinin yönetici ücretleri üzerindeki etkisinin artırılması ve oy danışmanlarının güvenilirliği ve kalitesinin sağlanması düzenlenmiş bulunmaktadır. Bu çalışmamız sadece Direktif-II’deki kurumsal pay sahipleri ile portföy yönetim şirketlerinin aktivizm politikası oluşturma ve bunu kamuya paylaşma yükümlülüğü getiren pay sahibi aktivizm düzenlemesi ile sınırlıdır.

Pay sahibi aktivizmi, Direktif-II m. 3g’de düzenlenmektedir. Bu maddeye göre üye devletler, kurumsal pay sahipleri (sigorta şirketleri ve emeklilik fonları) ile portföy yönetim şirketlerinin<sup>90</sup> ya aktivizm yükümlülüklerine uymalarını ya da bu yükümlülükler neden uymadıklarını açık ve gerekçeli bir şekilde kamuya paylaşmalarını sağlar. Başka bir anlatımla, aktivizm yükümlülükleri zorunlu “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibine dayanmaktadır. Bağlayıcılık gücü bakımından, Birleşik Krallık Gözetim İlkelerinden ayrılmaktadır. Zira Birleşik Krallıkta sadece yetkilendirilmiş varlık yöneticileri zorunlu “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibine tâbi iken Avrupa Birliğindeki tüm kurumsal pay sahipleri ile portföy yönetim şirketleri zorunlu “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibine tabidir.

Direktif-II m. 3g/1/a uyarınca, kurumsal pay sahipleri ile portföy yönetim şirketleri aktivizmi nasıl yatırım stratejileriyle birleştirdiklerini açıklayan bir aktivizm politikası geliştirmekle ve bunu kamuya paylaşmakla yükümlüdür. Bu aktivizm politikasının, şirketlerin finansal ve finansal

<sup>89</sup> European Commission *European Company Law and Corporate Governance – A modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*, (COM(2012) 740 final) Bölüm 3.

<sup>90</sup> Pay Sahibi Hakları Direktifi-II m. 2(f) portföy yönetim şirketini şu şekilde tanımlamaktadır: portföy yönetim şirketi, 2014/65/AB sayılı Direktif m. 4/1/1’de tanımlandığı gibi yatırımcılara portföy yönetim hizmeti sunan bir yatırım şirketi, 2011/61/AB sayılı Direktif m. 4/1/b’de tanımlandığı gibi yine aynı direktifin 3 maddesine göre muafiyet koşullarını sağlamayan bir Alternatif Yatırım Fon Yöneticisi, veya 2009/65/AT sayılı Direktif m. 2/1/b’de tanımlandığı üzere bir yönetim şirketi, veyahut kendi yönetimi için 2009/65/AT sayılı Direktif kapsamında yetkilendirilmiş bir yönetim şirketi atamayan ve bu direktife uygun olarak yetkilendirilmiş bir yatırım şirkettir.



olmayan performans, risk, sermaye yapısı, sosyal ve çevresel faktörler ve kurumsal yönetim gibi ilgili konularda nasıl denetlendiğini, şirketlerle bir diyalogun kurulup kurulmadığını, oy ve paylara bağlı diğer hakların nasıl kullanıldığını, diğer pay sahipleriyle işbirliğinin yapılıp yapılmadığını, şirketin diğer paydaşlarıyla iletişime geçilip geçilmediğini ve çıkabilecek muhtemel çıkar çatışmalarını kapsamaması gerekmektedir.

Direktif-II m. 3g/1/b uyarınca, kurumsal pay sahipleri ile portföy yönetim şirketleri her yıl aktivizm politikasının nasıl uygulandığıyla ulaşılan sonuçları kamuya paylaşmakla yükümlüdür. Eğer kurumsal pay sahipleri ile varlık yöneticileri bir aktivizm politikası uygulamamayı veya yukarıda bahsedilen hususları kamuya paylaşmayı tercih etmezlerse, neden tercih etmediklerini gerekçeli bir şekilde açıklamak zorundadır.

Direktif-II yatırım zincirindeki şeffaflığı artırmayı da hedeflemektedir. Direktif-II m. 3h uyarınca, üye devletler kurumsal pay sahiplerinin hisse yatırım stratejilerinin önemli unsurları ile yatırım profilleriyle nasıl uyumlu olduğunu ve yatırımlarının orta ve uzun dönemli performanslarına nasıl katkıda bulduklarını kamuya paylaşmalarını sağlamakla yükümlüdür. Ayrıca, kurumsal pay sahipleri eğer varsa bağımsız portföy yönetim şirketleriyle aralarındaki ücret, yatırım süresi, yönetim şirketinin performansının değerlendirme metotları gibi detaylar da dâhil olmak üzere tüm ilişkiyi kamuya açıklamakla yükümlüdür. Eğer bu yükümlülüğe uymak istemezlerse, neden uymadıklarını gerekçeli ve açık bir şekilde açıklamakla yükümlüdürler. Yine aynı şekilde m. 3i portföy yönetim şirketleri de kurumsal pay sahipleri arasındaki ilişkiyi ve yatırım stratejisinin ve uygulamasının aralarındaki düzenlemeye uygun olup olmadığı ile kurumsal pay sahiplerinin varlıklarının uzun ve orta dönemli performanslarına katkıda bulunup bulunmadığını kamuya açıklamakla yükümlüdür.

Direktif-II m. 3g'deki yükümlülük Birleşik Krallık Gözetim İlkeleri, İlke 1'e benzer bir şekilde kaleme alınmıştır. Ancak, Direktif-II, Gözetim İlkelerine göre daha geniş kapsamlıdır. Direktif-II m. 3g/1/a, temsilci oy danışmanları tarafından sunulan hizmetlerin kullanımını, diğer paydaşlar ile kurulan diyalog ve iş birliğini, finansal olmayan performansı pay sahibi aktivizmi kavramına dâhil etmektedir. M. 3g'deki finansal olmayan performans, sosyal ve çevresel riskler, pay sahiplerinin diğer paydaşlarla iletişim kurması gibi ifadeler Avrupa Birliği'nin daha dengeli ve sürdürülebilir bir kurumsal yönetim modeli kurmak için pay sahibi aktivizminden faydalanmak istediğini göstermektedir. Bu durum ise Birleşik Krallık'taki düzenlemeden ayrılmaktadır. Zira, Birleşik Krallık Şirketler Kanunu (the Companies Act) m. 414A-C uyarınca yönetim kurulu,

paydaşlarla olan ilişkiyi raporlamakla yükümlüdür. Ayrıca, Birleşik Krallık hukukunda kurumsal pay sahipleri yöneticileriyle portföy yöneticilerinin güven sorumluluğu (fiduciary duty) kapsamında finansal olmayan hususları yatırım yaparken dikkate alıp alamayacakları tartışmalıdır<sup>91</sup>. Dolayısıyla, Direktif-II daha kapsayıcı bir anlayışla kurumsal pay sahiplerini yatırım stratejisine dâhil etmeyi amaçlamaktadır.

Direktif-II'nin gerekçesi yukarıda açıklanan görüşümüzü desteklemekte ve pay sahibi aktivizmi kavramını sadece pay sahipleri ile şirketler arasındaki özel yatırım ilişkisi bağlamından çıkarıp şirketlerin ve ilgili tüm paydaşların menfaatlerinin dikkate alındığı bir kamu menfaati çerçevesine yerleştirmektedir. Kanaatimizce, bu geçiş şu şekilde sağlanmaktadır: kurumsal pay sahipleri, toplumdaki bireylerin emeklilik yatırımları da dâhil olmak üzere çoğu yatırımlarını idare etmektedir. Başka bir anlatımla, bu kuruluşlar aslında toplumun uzun vadeli kolektif malvarlığını yönetmekte olduğundan bu yatırımların sadece ilgili kurumsal pay sahibinin özel malvarlığı ve menfaati kapsamında değerlendirilmesi doğru bulunmamaktadır. Nitekim gerekçede de etkin ve sürdürülebilir pay sahibi aktivizmi ile aktivizme ilişkin bilgilerin kamuyla paylaşılmasının halka açık şirketlerin kuvvetler ayrılığı ilkesine dayanan kurumsal yönetimlerinin önemli bir parçası olduğu ve pay sahiplerinin yönetime katılmasının şirketlerin uzun dönemli stratejileri ile finansal ve finansal olmayan performanslarına pozitif katkıda bulunacağı ifade edilmiştir. Dolayısıyla, pay sahibi aktivizmiyle sadece pay sahiplerinin menfaati değil şirketlerin uzun vadeli menfaatleri korunmak istenmektedir. Bu şekilde, pay sahibi aktivizminin şirketlerin sürdürülebilirliğini sağlayarak ekonomiye ve topluma katkıda bulunacağı kabul edilmektedir<sup>92</sup>.

Sonuç olarak, Avrupa Birliği de aynı Birleşik Krallık gibi pay sahiplerinin kurumsal yönetimde daha aktif rol almasını teşvik etmektedir. Direktif-II, Gözetim İlkelerine nazaran daha kapsayıcı bir anlayışı kabul etmekte ve şirketlerin finansal olmayan performansıyla paydaş menfaati kavramlarını ön plana çıkarmaktadır. Pay sahiplerine yüklenen aktivizm ve şeffaflık yükümlülükleri bir anlamda finansal kriz sonrası ortaya çıkan kurumsal yönetim uygulamalarını güçlendirme ve şirketlerin sürdürülebilirliğiyle uzun dönemli yatırımlarını artırma çabalarının bir sonucu

<sup>91</sup> Paul Watchman, Jane Anstee-Wedderburn & Lucas Shipway, "Fiduciary Duties in the 21st Century: a UK Perspective" (2005) 19 *Trust Law Review* 127; The UK Law Commission, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries* (Law Com No 350) (2014).

<sup>92</sup> Aynı yönde bkz, Duncan McLaren, "Global Stakeholders: Corporate Accountability and Investor Engagement" (2004) 12 *Corporate Governance* 191.

olduğu kolayca kabul edilebilir. Bununla beraber, aşağıdaki tartışmanın göstereceği üzere, uluslararası kurumsal yönetim düzenlemelerinde yer bulmaya başlayan bu yükümlülüğün niteliği ve başarılı olup olmayacağı hakkında kesin bir yargıya varmak mümkün gözükmemektedir.

### 3. Pay Sahibi Aktivizmi Düzenlemelerinin Değerlendirilmesi

Pay sahibi aktivizmi düzenlemeleri pay sahiplerinin şirketlerin kurumsal yönetimi içerisindeki davranışlarını kısıtlamaktan ziyade onların genel davranışlarını değiştirmeyi hedeflemektedir<sup>93</sup>. Başka bir anlatımla, pay sahibi aktivizmi düzenlemeleri pay sahiplerinin ekonomik gücünden faydalanarak şirketlerin uzun dönemli menfaatlerinin geliştirilmesini amaçlamaktadır<sup>94</sup>. Ancak, bu düzenlemelerin hedeflenen değişiklikler için yeterli olup olmadığı öğretide yoğun bir şekilde tartışılmaktadır.

Direktif-II ve Birleşik Krallık Gözetim İlkeleri doğrudan bir pay sahibi aktivizm yükümlülüğü getirmemektedir; zira Direktif-II zorunlu “uygula, uygulamıyorsan açıkla” ve Gözetim İlkeleri ise gönüllü “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibiyle uygulanmaktadır. Bu bakımdan, aktivizm yükümlülüklerinin esnek hukuk (soft law) olarak kaldığı ve bağlayıcılığının zayıf olduğu ileri sürülebilir. Öğretide “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibinin başarısının sınırları olduğu ifade edilmektedir<sup>95</sup>. Aktivizm düzenlemelerinin başarıya ulaşması, kurumsal pay sahiplerinin “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibinin kapsamında yapacakları açıklamaların niteliğine bağlıdır<sup>96</sup>. Kurumsal pay sahiplerinin sadece basit açıklamalarla yükümlülüklerini getirmesi halinde bu düzenlemelerin amacına ulaşması çok mümkün gözükmemektedir.

Birleşik Krallık'ta Gözetim İlkeleri kabul edildikten sonra 2013 yılında yayımlanan değerlendirme raporunda, açık ve nitelikli raporlama uygulamalarının var olduğu kabul edilse de amaçlanan nitelikteki

<sup>93</sup> Hanne Birkmose, “From Shareholder Rights to Shareholder Duties – A Transformation of EU Corporate Governance in A Sustainable Directi on?” (2018) 2 *Intereulaweast* 69, p. 83.

<sup>94</sup> Jennifer Hill, “Images of the shareholder – shareholder power and shareholder powerlessness” in Jennifer Hill and Ronald Thomas (eds.), *Research Handbook on Shareholder Power* (Elgar, 2015), p. 65.

<sup>95</sup> Marc Moore, “Whispering Sweet Nothings: The Limitations of Informal Conformance in UK Corporate Governance” (2009) 9 *Journal of Corporate Law Studies* 77.

<sup>96</sup> Arad Reisberg, “The UK Stewardship Code: Road to Nowhere” (2015) 15(2) *Journal of Corporate Law* 217, p 223.

açıklamaların sayısının yeterli olmadığı vurgulanmıştır<sup>97</sup>. Aktivizm raporlarının niteliğini artırmak için Finansal Raporlama Kurulu kurumsal pay sahiplerini raporlama kalitesine göre sınıflandırmaya ve bunu ilan etmeye başlamıştır<sup>98</sup>. Bunlara ek olarak, Kurumsal Pay Sahipleri ve Varlık Yöneticileri Birliği (the “Investment Association”) pay sahiplerinin sorumluluğu hakkında rapor yayımlayarak üyelerini Gözetim İlkelerine uymaları konusunda teşvik etmeye başlamıştır<sup>99</sup>. 2013 yılında 1. kategoride (Gözetim İlkelerine uygun raporlama yapanların bulunduğu sınıf) 20’den az kurumsal pay sahibi varken bu rakam 2016 yılında 88’e çıkmıştır<sup>100</sup>. Dolayısıyla, kanaatimizce, düzenleyici kuruluşların, meslek birliklerinin ve gerekiyorsa ilgili sivil toplum örgütlerinin denetimi ve teşviki ile aktivizm yükümlülükleri kapsamında yapılacak açıklamaların niteliğinin artırılabilceği mümkün gözükmektedir. Böylelikle en azından “uygula, uygulamıyorsan açıkla” sisteminin yarattığı bağlayıcılık ve yaptırım problemlerinin bir kısmının ortadan kaldırılabilceği kanaatindeyiz.

Öğretide pay sahibi aktivizmi yükümlülüklerine getirilen ikinci eleştiri ise pay sahiplerinden beklentilerin muğlak olması ve pay sahiplerinin bunları yerine getirecek kapasitesinin olup olmadığının araştırılmamasıdır<sup>101</sup>. Aktivizm yükümlülükleri bir bütün halinde incelendiğinde, pay sahiplerinden beklentiler net bir şekilde ifade edilmemiş, geniş ifadeler ile tanımlanmıştır. Dolayısıyla, aktivizm düzenlemelerinin bu haliyle retorik tanımlamaların ötesine geçmesi zor gözükmektedir. Pay sahiplerinin şirketlerin sürdürülebilirliği, şirketlerin finansal ve finansal olmayan performansını denetlemesi ve gerektiğinde müdahale etmesi gibi beklentiler haklı beklentiler olarak gözükse de bir kurumsal pay sahibinin her yatırım yaptığı şirkette bu nitelikte aktivizm faaliyetlerini ne derece yerine getirebileceği incelenmemiştir.

Kurumsal pay sahipleri kâr amacı güden kuruluşlar olduklarından ellerinde bulundurdukları hisseler onlar için en nihayetinde birer yatırımdır ve bu yatırımlardan kâr elde etmeleri gerekmektedir. Aksi takdirde, kendi müşteri portföylerini kaybetme riski ile karşı karşıya kalmaları muhtemeldir.

<sup>97</sup> FRC, *Developments in Corporate Governance 2013: The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes* (2013) p. 26.

<sup>98</sup> FRC, *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016* (2017) p. 25-6.

<sup>99</sup> The Investment Association *Supporting UK Productivity with Long-Term Investment* (March 2016) [http://www.wlrk.com/docs/SupportingUKProductivitywithLong-TermInvestment\(March2016\).pdf](http://www.wlrk.com/docs/SupportingUKProductivitywithLong-TermInvestment(March2016).pdf).

<sup>100</sup> FRC, *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016* (2017) p. 25-6.

<sup>101</sup> Lee 477; Reisberg p. 231

Dolayısıyla, pay sahiplerinin sadece kendi finansal menfaatlerini korumak için aktivizm seçeneğine başvurmaları mümkündür. Ancak, kurumsal pay sahiplerinin hem kendi menfaatlerini hem şirketlerin uzun dönemli menfaatlerini hem de diğer paydaşların menfaatlerini gözetmesi beklenmektedir. Fakat bu menfaatlerin her zaman uyuşması ve bir potada eritilerek bunlar ile ortak bir sonuca ulaşılması mümkün olmayabilir<sup>102</sup>.

Kurumsal pay sahipleri aynı anda çok sayıda şirkete veya başka finansal enstrümanlara yatırım yaptığından<sup>103</sup> risk toleransı, yatırım yaptıkları şirketten ve şirketin diğer paydaşlarından daha fazladır. Bu bakımdan bir şirketin başarısı veya zararı kurumsal pay sahibinin genel finansal durumunu etkilemediğinden şirketin yönetimine ilgisinin sınırlı kalması mümkündür. Ayrıca gerek Gözetim İlkelerinde gerekse Direktif-II'de pay sahiplerinin finansal ve finansal olmayan konularda şirketi denetlemek ve aktivizm başlatmak için kaynak ve vakit ayırıp ayıramayacakları hususu göz ardı edilmiştir. Örneğin, bir portföy yönetim şirketinin yetkilisi, yönettiği fonlar için yılda 15.000'den fazla genel kurula katıldığını ifade etmiştir<sup>104</sup>. Bu durumda, kurumsal pay sahipleri ile varlık yöneticileri finansal ve finansal olmayan konularda denetim yapmak için ciddi anlamda bilgi edinmeleri, kaynak ve vakit ayırmaları gerekmektedir. Dolayısıyla kurumsal pay sahiplerinin veya varlık yöneticilerinin pratikte Direktif-II'de veya Gözetim İlkelerinde öngörüldüğü şekilde aktivizm yükümlülüklerini yerine getirmesi zor olabilir.

Yukarıdaki eleştiriler göz önünde bulundurularak, kurumsal pay sahiplerinin aktivizm yükümlülüklerinin düzenlenmesi ve bu kuruluşların en azından aktivizme ilişkin yaklaşımlarını kamuya paylaşması yatırım sektöründe aktivizm kültürünün yerleşmesi ve şirketlerdeki güç boşluğunu kısmen de olsa doldurulması adına olumlu bir başlangıçtır. Ancak, düzenlemelerin bu haliyle yatırım sektöründeki etkisinin sınırlı kalması muhtemeldir. Kanaatimizce, hedeflenen seviyede şirketlerin denetlenmesinin sağlanabilmesi için yatırım sektörünün özelliklerini de dikkate alan kapsamlı bir yaklaşımın benimsenmesi gerekmektedir. Kurumsal yönetimdeki tüm aktörlerin rollerini ve ihtiyaçlarını dikkate alan çok katmanlı bir görüş ile hazırlanacak kapsamlı bir inceleme, pay sahibi aktivizminin neden kurumsal pay sahipleri için zorlayıcı olabileceği ve

<sup>102</sup> Reisberg, p. 235.

<sup>103</sup> Eugene Fama, 'Agency Problems and the Theory of the Firm' (1990) 88(2) *Journal of Political Economy* 288, s. 291.

<sup>104</sup> Simon Wong, 'Is Institutional Investor Stewardship Still Elusive?' (September 2015) *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 508, 510.

aktivizm yükümlülüklerinin zayıf noktalarını ortaya çıkaracaktır. Böyle bir incelemenin hazırlanması ciddi anlamda zaman ve emek gerektirse de pay sahibi aktivizm yükümlülüklerinin buna dayanmaksızın başarıya ulaşmasının son derece güç olacağı görünmektedir.

#### IV. Sonuç

Gözetim İlkeleri ve Pay Sahibi Hakları Direktifi-II, küresel krizin ortaya çıkardığı kurumsal yönetimdeki sorunları gidermek amacıyla kabul etmiştir. Bu düzenlemeler genel olarak kurumsal pay sahiplerine aktivizm sorumluluğu yükleyerek çok ortaklı şirketlerdeki güç boşluğu, kısa vadecilik ve aşırı risk alma problemlerini çözmeyi hedeflemektedir. Bu bakımdan, aktivizm artık sadece kurumsal pay sahiplerinin yatırımlarını korumak amacıyla kullandıkları bir araç olarak değil, şirketlerin sürdürülebilirliğinin sağlanması amacıyla da kullanılan bir araç olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, ülkeler güç boşluğu, kısa vadecilik ve aşırı riskli yatırım gibi genel olarak ekonomiyi ve toplumu ilgilendiren sorunları piyasa aktörleri aracılığıyla çözmeye çalışmaktadır.

Avrupa Birliği, Birleşik Krallık'tan bir adım daha ileri giderek daha kapsayıcı bir düzenleme getirmiş ve şirketlerin finansal olmayan performansını ve diğer paydaşların menfaatini aktivizm düzenlemelerine dâhil etmiştir. Ayrıca, Avrupa Birliği Birleşik Krallık' tan farklı olarak zorunlu 'uygula, uygulamıyorsan açıkla' prensibini kabul etmiştir. Bu bakımdan, Avrupa Birliği içinde faaliyet gösteren kurumsal pay sahipleriyle varlık yöneticileri en azından aktivizme ilişkin politikalarını açıklama (uygulamama durumu da dâhil) yükümlülüğü altındadır.

Kanaatimizce, pay sahibi aktivizmi yükümlülükleri kurumsal pay sahiplerinin davranışlarını değiştirmek, haklarını daha etkin kullanmalarını sağlamak, şirketlerdeki güç boşluğunu doldurmak için önemli bir başlangıç noktasıdır. Ancak, böyle bir dönüşümün bir anda olması mümkün gözükmemektedir. Zira aktivizm yükümlülükleri muğlak ve geniş ifadelerle düzenlenmiştir. Kurumsal pay sahiplerinin bu kadar farklı yükümlülükleri bir araya getirip bir aktivizm stratejisi oluşturmasının mümkün olup olmadığı göz ardı edilmiştir. Daha da önemlisi, yatırım zincirinin özellikleri dikkate alınmadan kurumsal pay sahiplerine bu yükümlülükler getirilmiştir. Bu nedenle uygulamada pay sahibi aktivizmi yükümlülüklerinin şirketlerin kurumsal yönetiminde bir değişiklik meydana getirme kapasitesi sınırlı kalabilir. Dolayısıyla, bundan sonraki adımda yatırım sektöründeki gerçek

sorunları dikkate alarak hazırlanacak düzenlemeler hedeflenen amaçlara ulaşma ihtimalini artıracaktır.

### KAYNAKÇA

- Adrian Cadbury *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (December 1992)
- Anabtawi I., “Some Skepticism about Increasing Shareholder Power” (2006) 53 *UCLA Law Review* 561
- Anabtawi I. and Stout L., “Fiduciary Duties for Activist Shareholders” (2008) 60 *Stanford Law Review* 1255
- Armour J, Deakin S, and Konzelmann S, “Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance” (2003) 41(3) *British Journal of Industrial Relations* 531
- Arsalidou D, “Shareholders and Corporate Scrutiny: the Role of the UK Stewardship Code” (2012) 3 *European Company Financial Law Review* 342
- Aspen Institute, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management* (2009)
- Ball R, “The Development, Accomplishments and Limitations of the Theory of Stock Market Efficiency” (1994) 20 *Managerial Finance* 3
- Bainbridge S., *The New Corporate Governance: In Theory and Practice* (OUP 2008)
- Birmose H, “Shareholders’ Duties in European Company Law” (2016) 13 *European Company Law* 1
- Birkmose H, “From Shareholder Rights to Shareholder Duties – A Transformation of EU Corporate Governance in A Sustainable Direction?” (2018) 2 *Intereulaweast* 69
- Black B., “Shareholder Passivity Reexamined” (1990) 89(3) *Michigan Law Review* 520
- Black B, “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice” (1992) 39 *UCLA Law Review* 811.
- Black B and Coffee J, “Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation”, (1994) 92 *Michigan Law Review* 1997
- Çelik S and Isaksson M, “Institutional Investors as Owners” (2013) 2 *OECD Journal Financial Trends* 93

- Cheffins B., *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed* (Oxford University Press 2008)
- Cheffins B and Bank S, “Is Berle and Means Really a Myth?” (2009) 83 *Business History Review* 443
- Cheffins B, “The Stewardship Code’s Achilles Heel” (2010) *Modern Law Review* 1004
- Cheffins B and Armour J., ‘The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds’ (2011) 37 *Journal of Corporation Law* 51
- Chiu I., *The Foundations and Anatomy of Shareholder Activism* (Hart Publishing 2010)
- Chiu I, “Stewardship as Investment Management for Institutional Shareholders” (2011) 32 *Company Lawyer* 65
- Chiu I, ‘International Shareholders as Stewards: toward a New Conception of Corporate Governance’ (2012) 6 *Brooklyn Journal of Corporate Finance and Commercial Law* 387
- Chiu I and Katelouzou D, “From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is the Time Ripe” (2016) *Nordic&European Company Law LSN Research Paper Series* No. 18-10 131
- Clark R, ‘The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treaties’ (1981) 94 *Harvard Law Review* 561
- Coffee J, “Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor” (1991) 91 *Columbia Law Review* 1277
- Coffee J., “Hedge Fund Activism: What Do We Know and Not Know” in William Bratton and Joseph McCahery (eds) *Institutional Investor Activism* (OUP 2015)
- Conard A, “Beyond Managerialism: Investor Capitalism?”, (1988) 22 *Journal of Law Reform* 117
- Council Directive 2007/36/EC on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies [2007] OJ L 184/17
- Council Directive, 2017/828 Amending Directive 2007/36/EC as regards The Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement [2017] OJ L. 132/1
- Dallas L, “Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance” (2013) 37 *The Journal of Corporation Law* 265
- Davis P and Steil B, *Institutional Investors* (MIT Press, 2001)
- Easterbrook F and Fischel D, “Voting in Corporate Law” (1983) 26(2) *The Journal of Law and Economics* 353
- European Commission, *Europe 2020: A Strategy for smart, sustainable and inclusive growth* COM(2010)
- YÜHFD Cilt: XVI Sayı:2 (2019)*



- European Commission, Green Paper: The EU Corporate Governance Framework, COM (2011)
- European Commission, Green Paper: Long-Term Financing of the European Economy COM(2013)
- European Commission, *Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies*, (COM(2010) 284 final)
- European Commission *European Company Law and Corporate Governance – A modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*, (COM(2012) 740 final)
- European Fund and Asset Management Association, *Asset Management in Europe: An Overview of Asset Management Industry* (2018) [http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/EFAMA\\_Asset%20Management%20Report%202018%20voor%20web.pdf](http://www.efama.org/Publications/Statistics/Asset%20Management%20Report/EFAMA_Asset%20Management%20Report%202018%20voor%20web.pdf)
- Elst C., “Shareholder engagement duties: the European move beyond stewardship” in Hanne Birkmose and Konstantinos Sergakis (eds) *Enforcing Shareholders’ Duties* (Elgar 2019)
- Fama E., ‘Agency Problems and the Theory of the Firm’ (1990) 88(2) *Journal of Political Economy* 288
- Fama E., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work” (1970) 25 *The Journal of Finance* 383
- Finch V, “Corporate Governance and Cadbury: Self Regulation and Alternatives” (1994) *Journal of Business Law* 51
- Fisch J, “Relationship Investing: Will It Happen? Will It Work?”, (1994) 55 *Ohio State Law Journal* 1009
- Fischel D., ‘Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers’ (1978) 57(1) *Texas Law Review* 4
- Fischel D. and Easterbrook F, “The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer” (1981) 94(6) *Harvard Law Review* 1161
- Fischel D, “The Corporate Governance Movement” (1982) 35(6) *Vanderbilt Law Review* 1259
- FRC, *Developments in Corporate Governance 2013: The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes* (2013)
- FRC, *Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016* (2017)

- Gillan S and Starks L., “The Evolution of Shareholder Activism in the United States” in Donald Chew Stuart Gillan (eds) *US Corporate Governance* (Columbia University Press 2009)
- Gillan S., and Starks L., A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence (1998) 2(3) *Contemporary Finance Digest* 10
- Gilson R. and Gordon J., “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights” (2013) 113 *Columbia Law Review* 863
- Gilson R and Kraakman R, “Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors”, (1991) 43 *Stanford Law Review* 863
- Griggs L, “Institutional Investors and Corporate Governance” (1996) 3 *James Cook University Law Review* 44
- Hawley J. and Williams A., *The Rise of Fiduciary Capitalism* (University of Pennsylvania Press 2000)
- Hess D., “Public Pensions and the Promise of Shareholder Activism for the Sustainable Economic Development” (2007) 2 *Virginia Law & Business Review* 222
- Higgs D, *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors* (London: Stationery Office, 2003)
- Hirschmann A, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Harvard University Press 1970)
- Hill J, “Images of the shareholder – shareholder power and shareholder powerlessness” in Jennifer Hill and Ronald Thomas (eds.), *Research Handbook on Shareholder Power* (Elgar, 2015)
- Hill J, “Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes” (2018) 41(2) *Seattle University Law Review* 497-
- Jensen M., ‘Takeovers: Their Causes and Consequences’ (1988) 2(1) *Journal of Economic Perspectives* 21
- Katelouzou D., ‘Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence’ (2013) 7(3) *Virginia Law & Business Review* 459.
- Katelouzou D., ‘Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants’ (2015) 17 *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 789.
- Lipton M., “Takeover Bids in the Target’s Boardroom” (1979) 35 *Business Lawyer* 101
- Lipton M and Rowe P, “The Inconvenient Truth About Corporate Governance: Some Thoughts on Vice-Chancellor Strine’s Essay” (2007) 33 *The Journal of Corporation Law* 63

- Mallin M, “Institutional Investors and Voting Practices: An International Comparison” (2001) 9 *Corporate Governance* 118
- McLaren D, “Global Stakeholders: Corporate Accountability and Investor Engagement” (2004) 12 *Corporate Governance* 191
- Moore M, “Whispering Sweet Nothings: The Limitations of Informal Conformance in UK Corporate Governance” (2009) 9 *Journal of Corporate Law Studies* 77.
- Odean T., “Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?” (1998) 53 *The Journal of Finance* 1775.
- O’Rourke A., “A New Politics of Engagement: Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility”, (2003) 12 *Business Strategy and the Environment* 227
- Reisberg A, “The UK Stewardship Code: Road to Nowhere” (2015) 15(2) *Journal of Corporate Law* 217
- Rho H., *Shareholder Activism Corporate Governance Reforms in Korea* (Macmillan, 2007)
- Richard Greenbury, *Directors’ Remuneration: Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury* (17 July 1995)
- Ringe G, “Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland AG” (2015) 63 *American Journal of Comparative Law* 493
- Roach L, “The UK Stewardship Code” (2011) 11(2) *Journal of Corporate Law* 463
- Rock E, “The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism” (1991) 79 *The Georgetown Law Journal* 445
- Rojas M., et al., “Bringing about Changes to Corporate Social Policy through Shareholder Activism: Filers, Issues, Targets, and Success” (2009) 114(2) *Business and Society Review* 217
- Ronnie Hampel, *Committee on Corporate Governance: Report* (1998).
- Shleifer A, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioural Finance* (OUP 2000)
- Sachs M, “Social Proposals Under Rule 14a-8: A Fall Back Remedy in an Era of Congressional Inaction” (2012) 2 *UC Irvine Law Review* 931
- Siebecker M, “A New Discourse Theory of the Firm after *Citizens United*” (2010) 79 *The George Washington Law Review* 161
- Smithers A., *Wall Street Revalued: Imperfect Markets and Inept Central Bankers* (Wiley, 2009)
- Stapledon G., *Institutional Shareholders and Corporate Governance* (Oxford 1996)

- Strine L., “One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?” 66 *The Business Lawyer* 1
- The UK Law Commission, *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries* (Law Com No 350) (2014).
- The Investment Association, *Asset Management in the UK 2017-2018* (2018)  
<https://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/research/2018/20180913-fullsummary.pdf.pdf>
- Thomas R, and Cotter J, “Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response, and Market Reaction” (2007) 13 *Journal of Corporate Finance* 368
- Treasury Committee, *Banking Crisis: Reforming Corporate Governance and Pay in the City*, Ninth Report of session 2008-9
- Walker D, *Review of Corporate Governance in Banks and Financial Institutions* (2009)
- Watchman P, Anstee-Wedderburn J, and Shipway L, “Fiduciary Duties in the 21st Century: a UK Perspective” (2005) 19 *Trust Law Review* 127
- Williamst C and Conley J., “An Emerging Third Way? The Erosion of the Anglo-American Shareholder Value Construct”, (2005) 38 *Cornell International Law Journal* 493
- Wong S, ‘Is Institutional Investor Stewardship Still Elusive?’ (September 2015) *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law* 508