



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Özel Hukuk Anabilim Dalı

**ANONİM ŞİRKETLERDE ŞİRKET ELE GEÇİRMELERİNE KARŞI
SAVUNMA MEKANİZMALARINDAN BİRİ: “POISON PILLS” VE TÜRK
HUKUKUNDA UYGULANABİLİRLİĞİ**

Elif Beril KABASAKAL

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2023

ANONİM ŞİRKETLERDE ŞİRKET ELE GEÇİRMELERİNE KARŞI SAVUNMA
MEKANİZMALARINDAN BİRİ: “POISON PILLS” VE TÜRK HUKUKUNDA
UYGULANABİLİRLİĞİ

Elif Beril KABASAKAL

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

Özel Hukuk Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Ankara, 2023

KABUL VE ONAY

Elif Beril KABASAKAL tarafından hazırlanan *Anonim Şirketlerde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Savunma Mekanizmalarından Biri: “Poison Pills” ve Türk Hukukunda Uygulanabilirliği* başlıklı bu çalışma, 14.12.2022 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Asuman TURANBOY (Jüri Başkan)

Doç. Dr. Sibel HACİMAHMUTOĞLU (Danışman)

Doç. Dr. Sibel HACİMAHMUTOĞLU (Üye)

Doç. Dr. Murat GÜREL (Üye)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Prof. Dr. Uğur ÖMÜRGÖNÜLŞEN

Enstitü Müdürü

YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kağıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinleri yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

Yükseköğretim Kurulu tarafından yayınlanan **“Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge”** kapsamında tezim aşağıda belirtilen koşullar haricince YÖK Ulusal Tez Merkezi / H.Ü. Kütüphaneleri Açık Erişim Sisteminde erişime açılır.

- Enstitü / Fakülte yönetim kurulu kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren 2 yıl ertelenmiştir. ⁽¹⁾
- Enstitü / Fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren ay ertelenmiştir. ⁽²⁾
- Tezimle ilgili gizlilik kararı verilmiştir. ⁽³⁾

10.01.2023

Elif Beril KABASAKAL

¹“Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge”

(1) Madde 6. 1. Lisansüstü tezle ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez **danışmanının** önerisi ve **enstitü anabilim dalının** uygun görüşü üzerine **enstitü** veya **fakülte yönetim kurulu** iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.

(2) Madde 6. 2. Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez **danışmanının** önerisi ve **enstitü anabilim dalının** uygun görüşü üzerine **enstitü** veya **fakülte yönetim kurulunun** gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.

(3) Madde 7. 1. Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, **tezin yapıldığı kurum** tarafından verilir *. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, **ilgili kurum ve kuruluşun önerisi** ile **enstitü** veya **fakültenin** uygun görüşü üzerine **üniversite yönetim kurulu** tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir.

Madde 7.2. Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir.

ETİK BEYAN

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, yararlandığım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında zgn olduğunu, Doç. Dr. Sibel HACİMAHMUTOğLU danışmanlığında tarafımdan retilildiğini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığını beyan ederim.

Elif Beril KABASAKAL

TEŐEKKÖR

Yüksek lisans tez konumun belirlenmesinden tezin tamamlanmasına kadar ki her aşamada yapmış olduğu yönlendirmelerle gerek bana gerek tezime büyük katkı sağlayan ve bilgi birikimiyle beni aydınlatan çok değerli tez danışmanım sayın Doç. Dr. Sibel HACİMAHMUTOĞLU'na teşekkürü borç bilirim. Savunma sınavımda jüri başkanı olarak görev yapma nezaketini gösteren sayın Prof. Dr. Asuman TURANBOY'a ve jüri üyesi sayın Doç. Dr. Murat GÜREL'e, tez savunması sırasında yönelttikleri yapıcı eleştirilerle çalışmaya katkı sağladıkları için teşekkürlerimi arz ederim.

Kısa zamanda tezimi okuyarak yönlendirmelerde bulunan, tezin hazırlanması aşamasında aklıma takılan soruları cevapsız bırakmayan ve değerli vakitlerini bana ayıran Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Başkanı Dr. Yusuf Ziyaeddin SÖNMEZ ve Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Daire Başkan Yardımcısı Dr. Hatice Ebru TÖREMİŐ'e saygılarımı ve teşekkürlerimi sunarım.

Yalnızca tez yazım aşamasında değil her an sevgi ve desteklerini hissettiğim canım aileme ve Ezel'e sonsuz sevgilerimi sunarım.

ÖZET

KABASAKAL, Elif Beril. *Anonim Şirketlerde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Savunma Mekanizmalarından Biri: "Poison Pills" ve Türk Hukukunda Uygulanabilirliği*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2023.

Savunma mekanizmaları, sermaye piyasaları geniş ve derin yapılı olan Anglo-Amerikan hukukunun ürünü olan pay alım teklifleri yoluyla şirket kontrolünün ele geçirilmesini önlemek amacıyla geliştirilen yöntemlerdir. Uzlaşmasız bir ele geçirme tehditi altında olan hedef şirket kimi zaman ele geçirme amaçlı yapılan pay alım teklifini bertaraf edebilmek kimi zaman teklif şartlarının hedef şirket ve pay sahipleri lehine revize edilmesini sağlamak amacıyla çeşitli savunma mekanizmalarına başvurabilmektedir. Anılan savunma mekanizmalarından biri ‘poison pills’ tir. ‘Poison pills’ genel olarak mevcut ya da potansiyel bir ele geçirme teklifine karşı, kimi zaman kuruluştaki esas sözleşmeyle kimi zaman genel kurul tarafından yetkilendirilen hedef şirket yönetim kurulu tarafından ihdas edilen ve ele geçirme girişiminin başlaması durumunda hedef şirket pay sahiplerine şarta bağlı haklar tanıyan bir yöntemdir. Karşılaştırmalı hukukta ‘poison pills’ in kullanımı her bir hukuk sisteminde farklılık arz etmekle birlikte ‘poison pills’ e yönelik eleştiriler genel olarak pay sahipleri arasındaki eşitlik ilkesine aykırılık teşkil etmesi hususunda toplanmıştır. Bundan hareketle bu çalışmada öncelikle öncelikle pay alım teklifleri yoluyla şirket kontrolünün ele geçirilmesi ve savunma mekanizmalarına genel yaklaşım, ‘poison pills’ in savunma mekanizmaları arasındaki yeri, çeşitleri, uygulanma şartları ve uygulama yetkisinin hangi şirket organına ait olduğu incelenerek ve Türk hukukunda ‘poison pills’ in uygulanabilirliği meselesi ortaya konulmuştur.

Anahtar Sözcükler

Hedef şirket, teklif veren şirket, pay alım teklifi, uzlaşmasız ele geçirme, savunma mekanizmaları, zehirli haplar.

ABSTRACT

KABASAKAL, Elif Beril. *In Joint Stock Companies One Of The Defense Mechanisms Againts Company Takeovers: “Poison Pills” And Applicability In Turkish Law*, Master’s Thesis, Ankara, 2023.

Defense mechanisms are the methods developed to prevent the seizure of company control through takeover bids, which are the product of Anglo-American law, whose capital markets are large and deep. The target company, which is under the threat of a hostile takeover, sometimes resorts to various defense mechanisms in order to eliminate the takeover bid and sometimes to revise the bid terms in favor of the target company and its shareholders. In this context, one of the defense mechanisms applied by the target company against hostile takeovers is ‘poison pills’. ‘Poison pills’ is a method established by the board of directors of the target company, which is sometimes authorized by the articles of association in the organization and sometimes by the general assembly, against an existing or potential takeover offer in general, and gives contingent rights to the shareholders of the target partnership in case of a takeover attempt. Although the use of ‘poison pills’ in international law differs in each legal system, the criticisms against ‘poison pills’ are generally gathered on the grounds that it violates the principle of equality between the shareholders. From this point of view in this study has been revealed first of all taking control of the company through takeover bids and general approach to defense mechanisms, the place of ‘poison pills’ among defense mechanisms, its types, conditions of application and the authority of enforcement are examined and the issue of applicability of ‘poison pills’ in Turkish law.

Keywords

Target company, offeror company, takeover bid, hostile takeover, defense mechanisms, ‘poison pills’.

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI.....	ii
ETİK BEYAN.....	iii
TEŞEKKÜR.....	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	vii
KISALTMALAR DİZİNİ	xi
GİRİŞ.....	1
1. BÖLÜM: ANONİM ŞİRKETLERDE GENEL OLARAK KONTROLÜN ELE GEÇİRİLMESİ, BİRLEŞME VE DEVRALMA KAVRAMLARI.....	4
1.1. ŞİRKET KONTROLÜNÜN ELE GEÇİRİLMESİ (TAKEOVER), BİRLEŞME (MERGER) VE DEVRALMA (ACQUISITION) KAVRAMLARI ...	4
1.1.1. Şirket Kontrolünün Ele Geçirilmesi (Takeover).....	4
1.1.1.1. Hedef Şirket Yönetim Kurulu ile Uzlaşarak Ele Geçirme (Dostça/Agreed-Friendly Takeover)	7
1.1.1.2. Hedef Şirket Yönetim Kurulu ile Uzlaşmaksızın Ele Geçirme (Düşmanca/Unwelcomed-Hostile-Aggressive Takeover)	11
1.1.2. Birleşme ve Devralma Kavramları ile Savunma Mekanizmaları Kullanımına Elverişlilik Bakımından Ele Geçirilmesiyle Karşılaştırılması	14
1.1.2.1. Birleşme (Merger)	14
1.1.2.2. Devralma (Acquisition).....	16
1.1.2.3. Savunma Mekanizmalarına Elverişlilik Bakımından Kavramların Karşılaştırılması	20
1.2. ANONİM ŞİRKETLERDE YÖNETİM KONTROLÜNÜ ELE GEÇİRME YÖNTEMLERİ VE ORANLARI.....	23
1.2.1. Anonim Şirketlerde Yönetim Kontrolünü Ele Geçirme Kavramı ve Kontrole Elverişli Oran.....	23
1.2.1.1. TTK İlgili Hükümleri Uyarınca Belirlenen Oran.....	25
1.2.1.2. SPKn İlgili Hükümleri Uyarınca Belirlenen Oran ve II-26.1 Sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği Hükümleri	27

1.2.2.	Çağrı Yoluyla Oy Toplanması Suretiyle Elde Edilecek Kontrol Oranı.....	30
1.2.3.	Hedef Şirket Yönetim Kontrolünü Ele Geçirmeye Elverişli Pay İktisap Yöntemleri	38
1.2.3.1.	Pay Alım Teklifi.....	38
1.2.3.2.	Borsadan Pay Alım Yöntemi (Münferit Alım)	42
1.2.3.3.	Borsa Dışı Pay Alım Yöntemi (Blok Alımlar).....	45
2.	BÖLÜM: UZLAŞMASIZ ŞİRKET ELE GEÇİRMELERİNE KARŞI GELİŞTİRİLEN SAVUNMA MEKANİZMALARINDAN BİRİ OLARAK ‘POISON PILLS’	47
2.1.	GENEL OLARAK SAVUNMA MEKANİZMALARI.....	47
2.1.1.	Hukuk Sistemlerinde Savunma Mekanizmalarına İlişkin Düzenlemeler	52
2.1.1.1.	İngiliz Hukuku	53
2.1.1.2.	Avrupa Birliği	56
2.1.1.3.	Amerikan Hukuku	62
2.2.	SAVUNMA MEKANİZMALARINDAN BİRİ: ‘POISON PILLS’ (SHAREHOLDERS RIGHTS PLAN)	67
2.2.1.	Kavramsal Boyutta ‘Poison Pills’ ve Tarihçesi	67
2.2.1.1.	Başlıca ‘Poison Pills’ Türleri	75
2.2.1.1.1.	Hedef Şirket Pay Sahipleri Lehine Değiştirilebilir İmtiyazlı Pay İhracı (Preferred-Stock Plan).....	75
2.2.1.1.2.	Ele Geçirme Teklifinde Bulunan Şirkette Yeni Pay Alma Hakkı Tanınması (Flip-Over Call Plans)	77
2.2.1.1.3.	Hedef Şirket Paylarının Sulandırılması Taktiği (Flip-in Plan)	81
2.2.1.1.4.	Hedef Şirket Pay Sahiplerinin Paylarını Menkul Kıymete Dönüştürme Hakkı Tanınması (Put Plans- Back End Provision)	84
2.2.1.1.5.	Hedef Şirket Pay Sahiplerine Bedelsiz Olarak İmtiyazlı Oy Hakkı Taniyan Pay Dağıtımı Yapılması (Voting Provisions)	85
2.2.1.2.	Uygulamada Geliştirilen Yan Hüküm Niteliğindeki ‘Poison Pills’ Türleri	86
2.2.1.2.1.	Yalnızca Mevcut Yönetim Tarafından Geri Çağrılabilen ‘Poison Pills’ (Dead-Hand Poison Pills).....	86

2.2.1.2.2. Hedef şirket Yönetimince Belirli Bir Süre Geri Çağrılmayan ‘Poison Pills’ (No-Hand Poison Pills)	88
2.2.1.2.3. Hedef Şirketin Eski Yönetimince Belirli Bir Üst Sınıra Kadar Geri Çağrılabilen ‘Poison Pills’ (Slow-Hand Poison Pills)	89
2.2.1.2.4. Net İşletme Zararı Vergisel Varlıklarını Koruyan ‘Poison Pills’ (Net Operating Loss-NOL Poison Pills)	90
2.2.2. ‘Poison Pills’ Kullanımının Hedef Şirket Pay Sahipleri Üzerindeki Etkisi..	94
2.2.3. Bir Savunma Mekanizması Olarak ‘Poison Pills’in Etkinliği	99
2.2.4. Savunma Mekanizmalarının Kullanımı Sırasında Ortaya Çıkan Çıkar Çatışmaları.....	107
2.2.4.1. Anonim Şirketin Temeline İlişkin Öğretideki Yaklaşımlar	108
2.2.4.2. Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Anonim Şirketlerde Şirket Ele Geçirme Girişimlerine Karşı Yaşanan Temel Çıkar Çatışmaları	111
2.2.4.3. Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Teori Çerçevesinde Yönetim Kurulu Üyelerinin Şirket Ele Geçirmelerinde Sergileyecekleri Tutumun Değerlendirilmesi	121
3. BÖLÜM: TÜRK HUKUKUNDA ‘POISON PILLS’İN UYGULANABİLİRLİĞİ VE YETKİ SORUNU	131
3.1. GENEL OLARAK	131
3.2. TÜRK HUKUKUNDA ‘POISON PILLS’ MEKANİZMASI KAPSAMINDA DEĞERLENDİRİLEBİLECEK HÜKÜMLER.....	132
3.2.1. İmtiyazlı Paylar.....	133
3.2.2. Sermaye Artırımı Kararı Verilerek Şirket Sermayesinin Sulandırılması ...	140
3.2.3. Şirketin Pay Sahiplerine Paylarını Borçlanma Araçları İle Trampa Etme Hakkı Tanınması	158
3.3. TÜRK HUKUKUNDA ‘POISON PILLS’İN UYGULANMASINDA YETKİLİ ORGANIN TESPİTİ.....	165
3.3.1. Genel Olarak	165
3.3.2. Türk Hukuku’nda Yetkili Organın Tespiti Bakımından Genel Değerlendirme	167
3.3.3. Genel Kurul ve Yönetim Kurulu Yetkilerinin Sınırları	170

3.3.4. ‘Poison Pills’e Başvuru Halinde Yönetim Kurulunun Özen ve Bağlılık Yükümlülüklerinin Ultra Vires İlkesi Çerçevesinde İncelenmesi.....	174
3.3.5. ‘Poison Pills’e Başvurulması Durumunda Yönetim Kurulu Üyeleri Hakkında Sorumluluk Davası Açılabilmesi Şartları	183
3.3.6. ‘Poison Pills’in Türk Hukukunda Uygulanabilirliğine İlişkin Genel Değerlendirmeler.....	187
3.3.7. ‘Poison Pills’in Uygulanması Halinde Türk Hukukunda Doğuracağı Hukuki Sorunlar ve Çözüm Önerileri.....	190
3.3.7.1. Pay Sahipleri Arasındaki Eşitlik İlkesine Aykırılık Sorunu	190
3.3.7.2. Pay Sahiplerinin Karar Verme Hakkının Ortadan Kaldırarak Hedef Şirket Yönetiminin Mevcut Konumlarını Korumasına Sebebiyet Vermesi.....	193
3.3.7.3. Makul Ölçünün Aşılması	193
SONUÇ.....	196
KAYNAKÇA	204
EK-1 ORJİNALLİK RAPORU.....	228
EK-2 ETİK KOMİSYON MUAFİYET FORMU.....	230

KISALTMALAR

AÜHFD	: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
AB	: Avrupa Birliği
AT	: Avrupa Topluluğu
BATİDER	: Bankacılık ve Ticaret Hukuku Dergisi
C.	: Cilt
CA	: Companies Act
CC	: The City Code
DGCL	: Delaware General Corporation Law
ECFR	: European Company and Financial Law Review
eSPKn	: 2499 Sayılı Mülga Sermaye Piyasası Kanunu
mülga TTK	: 6762 Sayılı Mülga Türk Ticaret Kanunu
FusG	: İsviçre Birleşme Kanunu
GÜHFD	: Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
HAO	: Halka Açık Ortaklık
IRC	: Amerikan İç Gelir Yasası
İnÜHFD	: İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
İÜHFM	: İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
Is.	: Issue (Sayı)
İYUK	: 2577 Sayılı İdari Yargılama Usulü Kanunu
md.	: Madde
MÜHFD	: Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
MBCA	: Model Business Corporation Act (Model Şirketler Yasası)

NYULR	:NewYork University Law Review (NewYork Üniversitesi Hukuk Dergisi)
NOL	: Net Operation Loss (Net Vergisel Kayıplar)
OECD	:Organisation for Economic Cooperation Development (Ekonomik ve Kalkınma İş birliği Örgütü)
Panel	: The Panel on Takeover and Mergers (Birleşme ve Kontrol Değişiklikleri Kurulu)
Para.	: Paragraf
s.	: Sayfa
S.	: Sayı
SEA	: Securities Exchange Act (Amerikan Menkul Kıymet Kanunu)
SEC	: Securities Exchange Commission (Amerikan Menkul Kıymetler Komisyonu)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
TAAD	: Türkiye Adalet Akademisi Dergisi
TBB	: Türkiye Barolar Birliği
TBK	: 6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu
TTK	: 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
TCJA	: Tax Cuts Jobs Act (Amerikan Vergi Kesintisi Yasası)
UK	: Birleşik Krallık
US/USA	: Amerika Birleşik Devletleri
Vol	: Volume (Cilt)

WA : Williams Act
2004/25/EC Direktifi : Avrupa Topluluğu Komisyonu 13. Şirketler Hukuku
Direktifi



GİRİŞ

Ülkemizde anonim şirketlerin çoğunlukla kapalı tipte olması ve aile şirketi şeklinde teşekkül etmesinden ötürü yönetim kontrolünün ele geçirilmesi kavramı, ilk olarak halka açık şirketler bakımından düzenleme alanı bulmuş olup konuya ilişkin düzenlemeler 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK ikincil düzenlemelerinde yer almaktadır. Türk hukukunda yönetim kontrolünün ele geçirilmesi, yönetim kontrolünün şekli olarak elde edilmiş olması şartına bağlanmış olup hedef şirkette belirli bir oranın üzerinde oy hakkına sahip olunması ya da yönetim kurulu üyelerinin salt çoğunluğunun aday gösterilmesi yahut seçilmesi imtiyazına sahip olunan haller kapsamında açıklanmıştır. Bununla birlikte pay alım teklifleri, şirket ele geçirmelerinin doğrudan bir sebebi olarak gösterilmemiştir. Karşılaştırmalı hukuk sistemleri incelendiğinde ise yönetim kontrolünün ele geçirilmesinin sıklıkla Anglo-Amerikan hukuk sisteminde uzlaşmasız pay alım teklifleri yoluyla gerçekleştirilmekte olduğu ve kavramların birbirleri aracılığıyla açıklandığı görülmektedir. Türk hukukunda ise uzlaşmalı-uzlaşmasız pay alım teklifleri ayırımına dahi gidilmemiştir. Dolayısıyla pay alım teklifleri yoluyla yönetim kontrolünün ele geçirilmesi kavramı karşılaştırmalı hukukta ülkemize nazaran çok daha önceden uygulanmış, düzenlenmiş ve tartışılmış olması sebebiyle şirket kontrolünün ele geçirilebilmesi için hangi yöntemlerin kullanılması gerektiği, bu yöntemlerin ne şekilde işlediği ve en önemlisi ele geçirilmenin ne şekilde önlenebileceğine ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Bu doğrultuda şirket ele geçirilmesine karşı ele geçirilmeyi bertaraf edecek yöntemler geliştirilmiş olup bu yöntemler savunma mekanizmaları olarak adlandırılmıştır.

Şirket kontrolünün ele geçirilmesine karşı geliştirilen savunma mekanizmalarından biri olan ve çalışmamızın konusunu oluşturan ‘poison pills’ (zehirli haplar), ele geçirilme tehlikesi ile karşı karşıya olan hedef şirketin teklif sahibi dışındaki pay sahiplerine şarta bağlı olarak belirli haklar ihdas etmesi olarak tanımlanmaktadır. ‘Poison pills’ pay sahiplerine tanıdığı haklar sebebiyle pay sahipleri hakları planı olarak da tanımlanmıştır. ‘Poison pills’in pay sahiplerine tanıdığı hakları aktif hale getiren şart, bir diğer anlatımla ‘poison pills’i tetikleyen olgu, şirketin paylarının belirli oranının pay alım teklifine konu edilmiş olması ya da kontrol değişikliğinin sağlanmasıdır. Bununla birlikte ‘poison pills’in pay sahiplerine tanıdığı haklar teklif sonrası yahut

kontrol değişikliği sonrasında uygulanmaya başlansa da ‘poison pills’in mahiyeti gereğince potansiyel bir ele geçirme teklifine y6nelik olarak ihdas edilmesi de m6mk6nd6r. Bu y6n6yle ‘poison pills’in hem ele geçirme teklifi 6ncesinde hem ele geçirme teklifi sonrasında y6r6rl6ęe konulması m6mk6n olup mekanizmanın sağlamış olduğu şarta bağlı haklar ise ancak pay alım teklifinin mevcudiyeti ya da şirket kontrol6n6n değişmesinin ardından aktif hale gelecektir.

Her 6lkenin hukuk sistemi, sermaye piyasalarının derinliği ve etkinliği farklı şekillerde teşekk6l etmiş olduğundan ‘poison pills’in karşılaştırmalı hukukta uygulanırlığının farklılık arz ettiği g6r6lmektedir. 6lkemiz sermaye piyasaları hen6z tam anlamıyla gelişmiş ve yeterli derinliğe sahip olmadığından, sermaye piyasalarımızda kontrol6n ele geçirilmesi kapsamında pay alım teklifleri ve 6zellikle uzlaşmasız pay alım teklifleri yaygın değildir. Dolayısıyla gerek 6102 sayılı T6rk Ticaret Kanunu gerek 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda kontrol6n ele geçirilmesini bertaraf edecek savunma mekanizmalarının d6zenlemesi cihetine gidilmemiştir. Ancak her ne kadar ilgili mevzuatta savunma mekanizmaları ayrıca ve açıkça d6zenlenmese de hukukumuz d6zenlemelerinde savunma mekanizması mahiyetinde kullanılabilecek birtakım h6k6mler bulunmaktadır. Anılan h6k6mlerden çalışmamızda incelenen kısımlar ‘poison pills’in hukukumuzdaki yansıması olarak değerlendirilmiştir. Bu alışmada Anglo-Amerikan hukuku k6kenli bir savunma mekanizması olan ‘poison pills’in, T6rk hukukunda şirket ele geçirmelerine karşı uygulanabilirliğinin sınırları incelenmiştir.

Çalışmamızın birinci b6l6m6nde; anonim şirketlerde birleşme, devralma ve ele geçirme olguları açıklanarak savunma mekanizmalarına başvuru durumunun hangi yapısal değişiklik sonrasında meydana gelebileceği, şirket kontrol6n6n ele geçirilmesinde kullanılan y6ntemler ve 6zellikle uzlaşmalı, uzlaşmasız pay alım teklifleri ve uzlaşmasız şirket kontrol6n6n ele geçirilmesinin engellenmesi bakımından geliştirilen savunma mekanizmaları incelenmiştir.

İkinci b6l6m6nde; uzlaşmasız ele geçirmelerde kullanılan ‘poison pills’in karşılaştırmalı hukuktaki d6zenlemeler içerisindeki yeri, tarihçesi, eşitleri ve uygulanışı, ‘poison pills’in uygulanması sonucunda hedef şirket pay sahiplerinin menfaatine etkisi,

mekanizmanın etkinliği ve ‘poison pills’e başvurulması halinde meydana gelecek çıkar çatışmalarına yönelik değerlendirmelerde bulunulmuştur.

Son bölümde ise ‘poison pills’in Türk hukukundaki yansımaları değerlendirilerek bu kapsamda uygulanabilirliğinin sınırları çizilmiştir.



1. BÖLÜM

ANONİM ŞİRKETLERDE GENEL OLARAK KONTROLÜN ELE GEÇİRİLMESİ, BİRLEŞME VE DEVRALMA KAVRAMLARI

Şirketler ve sermaye piyasaları hukuku kapsamında sıklıkla karşılaşılan ve öğretilde zamanla birbiriyle iç içe geçmiş kavramlar haline dönüşen birleşme, devralma ve ele geçirme kavramları; her ne kadar hizmet ettikleri amaç bakımından ortak bir temelde buluşma imkânını doğursa dahi nitelikleri bakımından birbirlerinden oldukça farklı özelliklere sahiptir¹. Anılan kavramların benzerlik ve farklılıklarına detaylıca değinilecek olmakla birlikte; kavramların ekonomik olarak benzer sonucu doğurmakla beraber, hukuki niteliklerinin farklılık arz ettiğini söylemek mümkündür. Kavramlar arasındaki farklılığın temel nedeni ise şüphesiz hizmet ettikleri amacı gerçekleştirirken uygulanan farklı yöntemler ve işleme katılan tarafların iradesi doğrultusunda yahut iradesi hilafına gerçekleşiyor olmasıdır. Nihayetinde; birleşme, devralma ve ele geçirme aynı sonuca hizmet eden kavramlar olsa dahi farklı sistemlerin ürünüdürler².

1.1. ŞİRKET KONTROLÜNÜN ELE GEÇİRİLMESİ (TAKEOVER), BİRLEŞME (MERGER) VE DEVRALMA (ACQUISITION) KAVRAMLARI

1.1.1. Şirket Kontrolünün Ele Geçirilmesi (Takeover)

Karşılaştırmalı hukukta halka açık şirketlerin yönetim kontrolünün değişmesi “takeover” kavramıyla ifade edilmektedir³. Anglo-Amerikan sistemi kökenli bir kurum

¹ **Sarıkamış**, Cevat: Şirket Birleşmeleri; Satın Alma ve Yeniden Yapılandırma, 1. Baskı, İstanbul, Avcıol Basım Yayım, 2003, s. 3-4.

² **Sarıkamış**, s. 4 ; **Ayaydın** Hasan & **Dağlı** Halil: Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Geliştirilen Savunma Taktikleri: Kavramsal Bir İnceleme, Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi, C.14, S.1, 2012, s. 209-210.

³ **Yeşiltepe**, Salih Önder: AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması. İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2011, s. 12; **Karababa** Serdar: Anonim Ortaklıkta Satın Alma ve Çıkarma Hakları, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016, s. 47; **Manavgat** Çağlar: Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid), Sermaye Piyasası Kurulu, 1997, s. 8; **Gözübüyük** Barış: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolünün Değişmesi, Yayımlanmamış Doktora Tezi, 2020, s. 67.

olan⁴ şirket ele geçirilmesi (takeover) kavramı; dar anlamda hedef şirket (target company) olarak nitelendirilen şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesi anlamına gelmekteyken geniş anlamda hukuki bağımsızlığını devam ettiren bir şirketin malvarlığı üzerindeki kontrolün doğrudan malvarlığını iktisap ederek ya da dolaylı olarak hedef şirket yönetiminde tek başına karar alma yetkinliğine sahip olmak suretiyle gerçekleştirilen işlemler olarak tanımlanmaktadır⁵. Ele geçirme kavramı; hedef şirket yönetiminde tek başına söz sahibi olabilecek düzeyde malvarlığının doğrudan ya da yönetim kontrolünü⁶ elde ederek dolaylı şekilde edinilmesi olarak da açıklanabilecektir⁷.

Anonim şirketlerde kontrolün ele geçirilmesine yönelik girişimler ve bu girişimler doğrultusunda kanun koyucuların müdahalesi hususunda tüm dünyada öncülüğü Anglo-Amerikan ülkeleri ve bilhassa İngiltere⁸ ve Amerika yapmıştır⁹. Pay alım teklifleri ve şirket ele geçirmelerinin Anglo-Amerikan hukukunda öncelikli olarak ortaya çıkış sebebinin, anılan hukuk sistemlerindeki ortaklık anlayışından ve yapısından kaynaklandığı düşünülmektedir¹⁰.

⁴ **Pash**, Ali: Anonim Ortaklığın Devralınması, İstanbul, Vedat Yayıncılık, 2009, s. 78; **Karababa**, s. 42.

⁵ Geniş anlamda takeover; devralma kavramını da aşan bir kavram olarak nitelendirilmektedir. Bkz: **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 78. Ayrıntılı bilgi için bkz: **Sarıkamış**, s. 40 vd; **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, s. 15; **Sönmez**, Yusuf Z.: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesinden Doğan Sorunlar, SPK Yeterlik Etüdü, 2000, Giriş Bölümü, s.3-4.<https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/450>, (ET: 17.03.2021).

⁶ Halka Açık Anonim Şirketlerde Yönetim Kontrolü hakkında ayrıntılı bilgi için bkz: **Doğru**, Halil: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrol Değişikliği ve Çağrı, Doktora Tezi, İstanbul Kültür Üniversitesi, 2011.

⁷ **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s.78; **Şehirali Çelik**, Feyzan Hayal: Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Hukuku Enstitüsü Yayınları, Ankara, 2008, s.52-53; **Hacımahmutoğlu**, Sibel: AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin İnceleme, BATİDER, C.21, S.1, s. 97; **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Ortaklık Payının Toplanması, s. 15; Akbilek, takeover kavramını “hedef şirket çoğunluk paylarının satın alınması” olarak tanımlamaktadır. **Akbilek**, Nevzat: Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2009, s. 56; **Ayaydın & Dağlı**, s. 210.

⁸ Ele geçirme kavramı, ilk kez 20. yüzyılın ortalarında İngiltere’de ortaya çıkmıştır. **Karababa**, Serdar: Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze-Out) ve Çıkarma Hakkı, Seçkin Yayınevi, Ankara, 2016, s. 42.

⁹ **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 125.

¹⁰ **Karababa**, s. 42.

Anılan ülkelerde, yönetim kontrolünün ele geçirilmesi bakımından, mevcut yönetim kontrolü sahibinin onayının aranmadığı pay alım teklifleri önem arz etmektedir. Bu sebeple İngiltere ve Amerikan hukukunda, şirket ele geçirmeleri, hedef şirkete yöneltilen pay alım teklifleri doğrultusunda düzenlenmiştir¹¹.

Yönetim kontrolünün ele geçirilmesi her ne kadar Anglo-Amerikan hukuk sisteminde ortaya çıkmış olsa da İngiliz ve Amerikan hukuk sistemleri incelendiğinde¹² ele geçirme kavramı bakımından yaşanan terminoloji karmaşası bulunduğu görülmektedir¹³. Nitekim Amerikan hukuku kapsamında takeover kavramı; birleşme (merger) kavramını da içine alan bir üst kavram olarak görülmekteyken; İngiliz hukuk sisteminde ise birleşme (merger) kavramı bir üst kavram niteliğinde olarak ele geçirme (takeover) kavramını içine alacak şekilde kullanılmaktadır¹⁴. Dolayısıyla “ele geçirme” kavramı; Amerikan hukuk sisteminde¹⁵ bir şirketin ekonomik ve hukuki olarak devralınması durumunda kullanılırken İngiliz hukuk sisteminde ise şirketin yönetiminde kontrol değişikliğine yol açan işlemlerin geneli için kullanılmaktadır¹⁶. Belirtilen iki hukuk sisteminde salt ele geçirme kavramının temelinde yatan pay alım teklifleri için dahi

¹¹ **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 125.

¹² İngiltere ve Amerika diğer ülkelerin aksine aktif, gelişmiş ve geniş katımlı bir sermaye piyasasına sahip olduğundan şirket birleşme, devralma ve ele geçirmeleri konusunda isimleri en çok duyulan iki ülkedir. Ele geçirmeler kapsamında İngiltere’nin Amerika’ya kıyasla daha avantajlı olduğunu söylemek mümkündür. Nitekim İngiliz City Code düzenlemesinde; ele geçirme teklifi sonrasında ‘poison pills’ kullanımı yasaklanmakta ve dolayısıyla ele geçirme teklifinde bulunan şirketin başarı oranı artmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz: **Franks Julian & Mayer Colin**: “Hostile Takeovers And The Correction Of Managerial Failure”, s.164. Vol. 40, Is:1, 1996, <https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:da5f282d-040c-4c02-aaa8-95fc5b1e7738>, (ET: 12.03.2021).

¹³ **Gözübüyük**, s. 67.

¹⁴ **Morse**, Geoffrey & **Girvin**, Stephen: Charlesworth’s Company Law, Seventeenth Ed., London, Thomson – Sweet & Maxwell, 2005 akt **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 81, **Dinç** İlhan: Sermaye Piyasası Hukukunda Çağrı Yoluyla, Hisse Senedi Toplanması, Legal Yayınevi, İstanbul, 2006, s. 65; **Yeşiltepe**: Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 11-12; **Karababa**, s. 49.

¹⁵ ABD Hukukunda şirket ele geçirmelerine ilişkin ilk yasal düzenleme, Virginia eyaletinde 1968 yılında yürürlüğe giren Williams Act ile gerçekleşmiştir. Bkz: **Romano**, Roberta: “The Future Of Hostile Takeovers: Legislation And Public Opinion” University Of Cincinnati Law Review, 57(2),1988, s. 485, HeinOnline., İngiliz Hukukunda şirket ele geçirmelerine ilişkin ilk düzenleme de ABD hukukuyla eş zamanlı olarak 1968 yılında yürürlüğe giren ancak bağlayıcı olmayan kurallardan oluşan “The City Code” ile yapılmıştır. İlgili hukuki düzenlemelerin yürütme organı; Amerika’da Securities Exchange Commission, İngiltere’de The Panel on Takeover and Mergers (Panel) olarak belirlenmiştir. **Bkz: Manavgat**, Çağlar: Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer- Takeover Bid), Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:64, Ankara, 1997, s. 1-2.

¹⁶ **Şehirali Çelik**, s. 52; Ayrıca Bkz: **Manavgat**, Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer- Takeover Bid) s. 7, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, 1997; ABD hukukunda takeover kavramı bir üst kavram niteliğini haiz olduğundan; bir şirketin aktif ve pasifiyle devralınması, ortaklardan birinin ifisah etmesi suretiyle gerçekleşen birleşmeler, ortaklığın satın alınması ve aleni pay alım teklifleri de takeover kavramı içerisinde değerlendirilmektedir.

farklı kavramlar kullanıldığından bu farklılık olağandır. Nitekim Amerikan hukukunda yönetim kontrolünün ele geçirilmesi için hedef şirkete yöneltilen aleni pay alım teklifi “tender offer” kavramıyla ifade edilirken¹⁷; İngiliz hukukunda “takeover bid”¹⁸ kavramıyla ifade edilmektedir¹⁹.

Şirket ele geçirmeleri çoğunlukla hedef şirket yönetiminin rızası hilafına gerçekleşeceğinden, bu tür durumlarda teklif veren, pay alım teklifinin hedef şirket pay sahiplerine yöneltecek ve teklifinin pay sahibi tarafından kabul edilmesi durumunda hedef şirket paylarını kendi bünyesinde toplamaya başlayacaktır. Bir diğer durumda ise, hedef şirket yönetimi ele geçirmeye karşı olumlu bir tavır sergileyecek ve teklif veren, hedef şirket yönetiminin de desteğini arkasına alarak pay sahiplerine bu yönde bir pay alım teklifi yapacaktır. İşte bahsedilen ilk durumda şirket yönetim kontrolünün uzlaşmasız olarak ele geçirilmesi söz konusu olurken ikinci durumda ise uzlaşmalı bir ele geçirme yönteminden bahsedilecektir. Bu kapsamda hedef şirket yönetim kuruluyla uzlaşarak ve uzlaşmasız ele geçirme tekliflerine değinilecektir.

1.1.1.1. Hedef Şirket Yönetim Kurulu ile Uzlaşarak Ele Geçirme (Dostça/Agreed- Friendly Takeover)

Belirtildiği üzere; İngiliz hukukunda ‘takeover-bid’, Amerikan hukukunda ‘tender-offer’ olarak adlandırılan pay alım teklifleri, şirket ele geçirmeleri söz konusu olduğunda en yaygın şekilde kullanılan metottur²⁰. Şirket ele geçirmelerinde pay alım teklifinin hedef şirket yönetim kurulunca uygun bulunması zorunluluk arz etmemekle birlikte; teklif veren öncelikle hedef şirket yönetim kurulu ile anlaşarak onay alma

¹⁷ Yeşiltepe, s. 12; Gözübüyük, s. 67.

¹⁸ İngiliz hukukunda olduğu gibi Avrupa Birliği’nde de, şirket ele geçirme yöntemlerinde ileri sürülecek aleni pay alım teklifleri “takeover bids” olarak nitelendirilmiştir. Bkz: Thirteenth Council Directive On Company Law, Concerning Takeover And Other General Bids, Ayrıca bkz; Yeşiltepe, Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 11.

¹⁹ Gözübüyük, s. 67.

²⁰ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 8; Eser, Rüya: Birleşme ve Ele Geçirmelerde Avrupa Birliği Düzenlemeleri, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1998, s. 1, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/952> , (ET: 14.03.2021), s. 2; Farrar, s. 16.

yöntemini tercih edecektir²¹. Nitekim teklif veren şirketin öncelikle hedef şirket yönetimi ile anlaşma yolunu tercih etmesi, şirket ortakları üzerinde olumlu bir intiba yaratacağından, pay alım teklifinin başarıya ulaşması muhtemel olacaktır²². Bu kapsamda hedef şirket yönetim kurulu ile anlaşmaya varılması²³ ve desteğinin alınması²⁴ sonucunda şirket yönetim kontrolünün uzlaşarak-dostça şirket ele geçirilmesinden bahsedilmektedir²⁵.

Öte yandan uzlaşmalı ve uzlaşmasız ele geçirmeler ayrımında, yalnızca hedef şirket yönetim kurulu tarafından verilecek karara göre ele geçirme girişiminin uzlaşarak-dostça ve uzlaşmasız-düşmanca olarak adlandırılması eleştirilmektedir²⁶. Nitekim mevcut yönetimi tarafından iyi yönetilmeyen bir şirketin yönetim kurulu üyelerinin, yönetimden azledilmeleri korkusuyla yapılan ele geçirme teklifini desteklememeleri dolayısıyla uzlaşmasız-düşmanca ele geçirme zemini hazırlanmış olsa dahi esasında bu ele geçirme girişimi pay sahipleri ve şirketteki diğer çıkar grupları bakımından yarar sağlayabilecektir.

Hedef şirket yönetim kurulunun kendisine yöneltilen ele geçirme tekliflerini kabul etmesinin çeşitli sebepleri olabilir. Nitekim ele geçirme işlemi sonucunda; gerek pay sahipleri gerek farklı çıkar grupları tarafından birtakım haklar ve ayrıcalıklar elde edileceği düşüncesi ve ele geçirme işlemi sonrasında mevcut yönetimin değişmeyeceği

²¹ Çağrı yoluyla ortaklık paylarının toplanmasında, kural olarak pay alım teklifinin hedef şirket yönetimine iletilmesi zorunlu değildir. Ancak İngiliz City Code Rule 2.2.a hükmü uyarınca tekliflerin öncelikle hedef şirket yönetim kurulu onayına sunulması zorunludur. **Manavgat**, s. 12; **Dinç**, s. 89.

²² **Şehirali Çelik**, s. 66.

²³ Hedef şirket yönetim kurulu üyelerinin, ele geçirme teklifine olumlu bakma sebepleri şu şekilde sıralanabilir: “1. Şirket yönetimindeki kişilerin emeklilik yaşının gelmesi ve bu sebeple şirketle yeterince ilgilenememesi, 2. Şirketin başarısız yönetildiğinin farkında olma, 3. Şirketi büyütmek ve farklı pazarlara sokabilmek için yeterli ekonomik güce sahip olmama, 4. Şirket yöneticilerine vaat edilen çok daha iyi bir konum, 5. Şirket yöneticilerine yüklü tazminat ödeme teklifi” Bkz: **Sarıkamış**, s. 35.

²⁴ Hedef şirket yönetim kurulu ile iş birliği yapılması söz konusudur.

²⁵ **Manavgat**, s. 12; **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 97; **Şehirali Çelik**, s. 66; **Morck Randall & Shleifer Andrei & W. Vishny Robert**: “Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers” Harvard Law Review, 1988, s. 102, https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/characteristics_of_targets_of_hostile_and_friendly_takeovers.pdf, (ET: 17.01.2021), ‘Friendly Takeover Bid’, bu tür ele geçirme teklifleri için kullanımı en sık tercih edilen kavramdır. Bkz; **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, s. 14; **Sarıkamış**, s. 32-33.

²⁶ **Şehirali Çelik**, s. 67.

garantisi verilmesi²⁷ gibi durumlarda hedef şirket yönetiminin pay alım teklifini kabul etmesi mümkündür. Buna karşın uzlaşarak ele geçirme durumunda hedef şirket yöneticilerini anlaşılmaya iten sebebin, şirkette bulunan çıkar grupları ve bilhassa pay sahiplerinin çıkarlarından ziyade, ele geçirme teklifinde bulunan şirket tarafından hedef şirket yönetimine sunulan ayrıcalıklar olduğunu söylemek mümkündür²⁸. Bu durumda hedef şirket yöneticilerinin, şirketteki diğer çıkar gruplarıyla çıkar çatışmaları ve bu kapsamda sadakat ve özen yükümlülükleri ileride ayrıntılı olarak incelenecektir²⁹.

Uzlaşarak ele geçirme yönteminin, teklif veren şirket (offeror) tarafından olumlu yönleri bulunmaktadır. Nitekim teklif sahibi şirket, hedef şirket yönetim kuruluyla önceden anlaşarak ele geçirme prosedürünü başlattığında hedef şirketin savunma mekanizmasına başvurmasını yahut rakiplerden gelebilecek tekliflerin kabul edilebilme tehlikesini de bertaraf etmiş olacaktır. Bununla birlikte ele geçirme teklifinin hedef şirket yönetim kurulunca onaylanması, şirket ortakları üzerinde de olumlu bir etki bırakacak ve bu doğrultuda pay sahipleri önerilen teklif üzerinden, çoğunlukla payların gerçek değerinden daha yüksek bir bedel üzerinden, satmaya razı olarak işlemin hızlıca gerçekleşmesi sağlanacaktır³⁰.

Genel olarak pay alım tekliflerinin; hedef şirket yönetim kurulu üyelerine sunulma zorunluluğu bulunmamakla birlikte kimi hukuk sistemlerinde, pay alım tekliflerinin öncelikle hedef şirket yönetim kurulu üyelerine götürülmesi zorunluluğu düzenlenmiş

²⁷ Şirket ele geçirmelerinde, hedef şirket yönetiminin en büyük endişesi ele geçirme işleminden sonra mevcut yönetimdekilerin tasfiye edilerek yeni bir yönetim oluşturulmasıdır. Bu sebeple uzlaşarak ele geçirmelerde; mevcut yönetime değişiklik olmayacağı garantisi verildiğinde yönetim bu teklifi kabul etme eğilimindedir. Hedef şirketin iyi şekilde yönetilmediği durumlarda ise geniş tabana yayılmış halka açık anonim şirket pay sahiplerinin paylarını serbestçe devrederek ortaklıktan çıkma hakkı bulunmaktadır. Ancak bu şekilde gerçekleşen serbestçe pay devirleri ortaklığın uzlaşmaksızın ele geçirilmesine zemin hazırlamaktadır. Dolayısıyla şirketin etkin bir şekilde yönetilmemesi durumunun şirketin ele geçirilerek yönetimin tasfiyesine sebebiyet vermesi olasıdır. Bu sebeple hedef şirket yönetim kurulu uzlaşarak yapılan ele geçirmelerin, mevcut yönetimin korunacağı garantisi verildiğinde, başarı şansı yüksektir. Bkz: **Hacımahmutoğlu**, Sibel, “Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi (The Theory of the Market for Corporate Control)”, BATİDER, 2006, 257-289, Cilt: 23, Sayı: 3.

²⁸ **Şehirali Çelik**, s. 66; **Sarıkamış**, s. 34.

²⁹ Bkz: 2. Bölüm 2.2.4. Savunma Mekanizmalarının Kullanımı Sırasında Ortaya Çıkan Çıkar Çatışmaları ve 3. Bölüm 3.3.5. ‘Poison Pills’e Başvurulması Durumunda Yönetim Kurulu Üyeleri Hakkında Sorumluluk Davası Açılabilmesi Şartları, s. 159.

³⁰ **Manavgat**, s. 12; Uzlaşarak ele geçirme yöntemlerinde hedef şirket pay sahipleri, pay bedellerini olması gerekenden daha düşük bir fiyata satmış olduğundan, bu yöntemde hedef şirket pay sahiplerinin karlı çıkması pek olası gözükmemektedir. Bkz: **Şehirali Çelik**, s. 67.

olup anılan sistemi benimseyen ülkelerden ilki İngiltere'dir. İngiltere'de³¹ 1968 yılında yürürlüğe giren ve pay alım teklifleriyle ilgili temel formda düzenlemelerin çıkış noktası "The City Code on Takeovers and Mergers" (Birleşme ve Devralmalara İlişkin Şehir Kanunu) olarak adlandırılan iç hukuk düzenlemesidir³². The City Code hükümlerine 1972 yılında eklenen 'zorunlu çağrı' düzenlemesi, 1985 ve 1989 yıllarında önemli değişikliklere uğrayan "Companies Act" (Ortaklıklar Kanunu-CA) ve 1986 yılında yürürlüğe giren "Yellow Book" (Sarı Kitap) konu hakkındaki temel yasal düzenlemelerdir³³. The City Code, Kural 1 ve Kural 2 başlığı altında³⁴; ele geçirme amacına hizmet eden pay alım tekliflerinin öncelikle hedef şirket yönetim kurulu üyelerine sunulmasının zorunlu olduğu düzenlemesi yer almaktadır. Bu haliyle İngiliz hukuk sistemi; şirket menfaatini ortakların menfaatinin üzerinde tutarak dingin ve makul bir ele geçirme sürecine de ortam hazırlamıştır³⁵. Amerikan hukuk sisteminde, pay alım tekliflerine ilişkin ilk düzenleme ise 1968 yılında çıkarılan Williams Act (WA) ile Securities Exchange Act (SEA) hükümlerine eklenmiştir³⁶. Bu konulara ilişkin ayrıntılı bilgilere aşağıda yer verilecektir.

³¹ Hedef şirket yönetim kurulu ile anlaşarak gerçekleştirilen ele geçirmeler; teklifte bulunan şirket ve hedef şirket yönetim kurulu arasındaki karşılıklı anlaşmaya dayandığından ve dolayısıyla her iki tarafın iradeleri ortak noktada buluştuğundan ötürü bu noktada şirket birleşmeleriyle benzeşmektedir. Bu sebeple, İngiliz hukukunda uzlaşma suretiyle yapılan şirket ele geçirmeleri birleşme (merger) olarak da adlandırılmaktadır. Bkz: **Farrar**, John H: Company Law, s.589, 4th Edition, London 1998. (akt. **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 98), İngiliz Hukukunda birleşme (merger) kavramı, ele geçirme (takeover) kavramını kapsayan bir üst kavram olarak kullanılmaktadır.

³² **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 22.

³³ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 23. **Karababa**, s. 44; **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 97.

³⁴ **Dinç**, s. 89. The City Code; *Rule 1 Approach* başlıklı madde a bendi uyarınca; Teklif sahibinin teklifte bulunma niyetini öncelikli olarak teklif sunulan şirket yönetim kuruluna bildirmesi gerektiği, *Rule 2. Secrecy Before Announcements; The Timing And Contents Of Announcements* başlıklı madde 2.2. hükmü uyarınca; bir şirket, teklif verme niyetindeyse bu durum mutlaka teklif verilen şirket yönetim kuruluna bildirilir ve yönetim kurulunun verdiği karar ilgili hükümler uyarınca duyurulur. Ayrıntılı bilgi için bkz: The City Code On Takeovers And Mergers, https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2021/01/25227_008_The_Take_Over_Bookmarked_31.12.20.pdf?v=7Nov2019, (ET: 10.01.2021).

³⁵ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 12.

³⁶ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 12.

1.1.1.2. Hedef Şirket Yönetim Kurulu ile Uzlaşmaksızın Ele Geçirme (Düşmanca/Unwelcomed-Hostile-Agressive Takeover)

Şirket yönetiminin ele geçirilmesinde; hedef şirket yönetim kuruluyla yapılan müzakerelerde³⁷ bir uzlaşmaya varılamaması, bir diğer anlatımla hedef şirket yönetim kurulunun pay alım teklifine olumsuz duruşu sebebiyle pay sahiplerine yöneltilen pay alım teklifine “uzlaşmaksızın yapılan pay alım önerisi” (hostile- aggressive takeover bid) ve bu suretle uzlaşma yapılmaksızın gerçekleşen şirket ele geçirmelerine düşmanca/uzlaşmasız şirket ele geçirmeleri (hostile/aggressive/defended/unwelcomed takeover)³⁸ adı verilmektedir³⁹. Uzlaşmasız ele geçirmeler, hedef şirket yönetim kurulunun olumlu bir etkisi olmaksızın, teklif veren ve hedef şirket pay sahipleri arasında yürütülmektedir⁴⁰.

Uzlaşmasız ele geçirme tekliflerinde dikkat edilmesi gereken nokta; uyumsuzluğun teklif veren şirket ve hedef şirket yönetim kurulu arasında yaşanmasıdır. Dolayısıyla teklif veren şirket ve hedef şirket pay sahipleri arasında bir uyumsuzluğun varlığından bahsetmek kural olarak mümkün olmayıp⁴¹ “düşmanca” kavramı, teklif sahibinin ele

³⁷ Yönetimin ele geçirilmesi girişimlerinde pay alım teklifleri ile ilgili hedef şirket yönetim kurulu ile ön görüşme yapılması zorunluluğu bazı hukuk sistemlerinde mevcut iken bazı hukuk sistemlerinde mevcut değildir. Örneğin İngiliz hukuk sisteminde, teklifin öncelikle hedef şirket yönetim kuruluna sunulması zorunludur. Bkz: İngiliz Hukuku City Code Rule 2.2. hükümleri.

³⁸ Hostile Takeover kavramı, İngiltere’de 1950’lerde bir fenomen olarak ortaya çıktı. Daha sonraki dönemlerde Amerika Birleşik Devletleri’de tender offer olarak görülmeye başlandı. Bu zamana kadar ABD’de vekalet toplama savaşları sürmekteydi. Tender offer ya da takeover bid kavramları, Amerika, İngiltere, Avustralya, Kanada ve Yeni Zelanda’da şirketin kontrolünü ele geçirmede en sık başvuru metottur. **Ayrıntılı bilgi için bkz: Farrar, J. H.** “Business Judgement and Defensive Tactics in Hostile Takeover Bids” Canadian Business Law Journal,15(1),1989 15-42, (HeinOnline).; **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, s. 15; **Manavgat**, Pay Alım Teklifi s. 13; **Dinç**, s. 86.

³⁹ **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 97, ABD hukukunda aleni pay alım teklifleri literatürde “tender offer” olarak adlandırılırken, İngiliz hukukunda aleni pay alım teklifleri için tender offer yerine takeover bids terimi kullanılmaktadır. Bkz: **Manavgat**, Pay Alım Teklifi s. 7, Ayrıca bkz: 18. Dipnot; **Franks & Mayer**, s. 165; **Dinç**, s. 86-87; **Karababa**, dn: 48, s. 42.

Düşmanca ele geçirme tekliflerinin şirket ele geçirmelerinde kullanılması, Anglosakson Hukuk sisteminde , halka açık anonim şirketlerde, ortakların denetiminden kaçan yöneticileri denetleme mekanizması oluşturmamasından ötürü olumlu bakılan bir sistemdir. Ancak Kıta-Avrupası hukuk sistemi, ele geçirme tekliflerinin denetim mekanizması işlevine olumsuz baktığından yaygın şekilde kullanılan bir yöntem değildir. Bkz: **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 98 vd; **Dinç**, dn: 179, s. 87. Ayrıca bkz: **Armour, J., & Skeel, D.** “The Divergence Of U.S. And UK Takeover Regulation”30(3), 2007, s. 50, (HeinOnline)

⁴⁰ **Gözübüyük**, s. 73.

⁴¹ **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Payların Toplanması, s. 15.

geçirme teklifi sırasındaki tavrını değil, hedef şirket yöneticilerinin teklife olumsuz baktığını belirtmek amacıyla kullanılmaktadır⁴². Nitekim bu tür ele geçirme yöntemlerinde düşmanlığın sebebi; hedef şirket yönetiminin ele geçirme işleminden sonra görevlerine son verileceği korkusundan ötürü teklifin bir tehdit olarak algılanmasından kaynaklanmaktadır⁴³.

Hedef şirket yönetim kuruluna pay alım teklifinde bulunacağını ileten şirket, teklifinin kabul edilmemesi halinde, teklifte bulunan şirket ele geçirme girişiminde ısrarcı ise daha öncesinde hedef şirket yönetimine sunmuş olduğu teklifi, yöneticilerin onayı olmamasına rağmen, hedef şirket pay sahiplerine yöneltebilecektir⁴⁴. Böylelikle teklifte bulunan şirket; rakip şirketlerden gelebilecek fiyat teklifleri ve müzakere ortamını engellemiş olduğu gibi hedef şirketin savunma mekanizmalarına başvurması için gerekli zamanı da tanımayarak teklifin başarıya ulaşmasını sağlamış olacaktır⁴⁵. Her ne kadar hedef şirket yönetim kuruluyla uzlaşmaksızın yapılan şirket ele geçirmelerinde, hedef şirket tarafından kullanılacak savunma mekanizmalarına başvurulma riski belirli bir noktaya kadar bertaraf edilse de pay sahiplerine teklif götürülen süreç içerisinde, hedef şirket tarafından pay alım teklifine karşı savunma mekanizmasına başvurulması ihtimali bulunmaktadır. Bu durumlarda, düşmanca pay alım tekliflerinin bertaraf edilerek teklif veren şirket bakımından aleyhe sonuçların doğması mümkündür⁴⁶.

Şirketlerin ele geçirilme oranları incelendiğinde; ülkelerin kültürel, sosyal, ekonomik anlamda farklılıklarının her ülke bağlamında farklı sonuçlar doğurduğu görülmektedir. Bu doğrultuda İngiltere ve Amerika verileri incelendiğinde; uzlaşmasız şirket ele geçirmelerine İngiltere’de Amerika’ya nazaran daha sıklıkla rastlanmaktadır⁴⁷. Nitekim

⁴² Şehirali Çelik, s. 69.

⁴³ Bodu, Sebastian: “Hostile Takeover” Revista Romana de Drept al Afacerilor, Vol. 2020, Is: 1, s.15, (HeinOnline).

⁴⁴ Sarıkamış, s. 35; Manavgat, s. 13.

⁴⁵ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 13.

⁴⁶ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 13; Hedef şirketin potansiyel pay alım tekliflerine karşı geliştirmiş olduğu savunma mekanizmalarına başvurması halinde; teklif veren şirket açısından bir mücadele ortamı doğacağı ve başarısızlık riskinin artabileceği düşünülmektedir.

⁴⁷ Kecses, A., & Halasz, V.: “Hostile Takeover Bids in the European Union: Regulatory Steps en Route to an Integrated Capital Market, Revista Brasileira de Estudos Politicos”, Vol.109, 2014, s.133, (HeinOnline) Çalışmaya göre 1990-2005 tarihleri arasında İngiltere’de bildirilen düşmanca şirket ele geçirmelerinin başarı oranı %43 olarak açıklanmışken bu oran Amerika’da %24 olarak açıklanmıştır. Anglo-Sakson hukuk sistemini benimsemiş iki ülkenin farklı davranışlar sergilemesinin sebebi ise,

İngiltere; düşmanca şirket ele geçirmeleri bağlamında Avrupa’da adeta kral (kings of hostile takeovers) olarak anılmaktadır⁴⁸.

Uzlaşmasız ele geçirme durumlarında hedef şirket yönetim kurulunun pay alım teklifine ve dolayısıyla kontrol değişikliğine olumsuz tavır sergilemeleri halinde, teklif veren şirketin rotasını hedef şirket pay sahiplerine çevirecek ve genellikle payların piyasa değerinin üzerinde bir teklif yapacak, böylelikle hedef şirket pay sahiplerinin menfaatleri en üst seviyeye çıkarılarak pay alım teklifi ve ele geçirme işlemini gerçekleştirecektir. Dolayısıyla uzlaşmasız ele geçirmelerin hedef şirket pay sahipleri lehine sonuçlandığını söylemek pek tabi mümkündür. Bu noktada “düşmanca” kavramının hedef şirket pay sahipleri açısından her zaman düşmanca kabul edilemeyeceği de bir gerçektir⁴⁹. Nitekim ele geçiren şirket ve hedef şirketin malvarlıklarının birlikte yönetilmesi halinde bir sinerji oluşturularak daha çok kazanç elde edilebilmesi gibi amaçlarla yönetim kontrolünün ele geçirilerek hedef şirket pay sahiplerinin menfaatinin yükseltilmesi mümkündür⁵⁰.

Ancak belirtildiği üzere öğretilerde yer alan dostça-uzlaşmalı ve düşmanca-uzlaşmasız kavramları, hedef şirket yönetim kurulunun kendisine yönetilen teklifi kabul edip etmemesi üzerine şekillendiğinden; ele geçirme işleminden karlı çıkan pay sahipleri için bu ele geçirmeyi düşmanca ele geçirme olarak adlandırmak mümkün olmamaktadır⁵¹. Her halükârda bir ele geçirme işleminde, dostça ya da düşmanca olması fark etmeksizin,

Amerikan hukuk sisteminde; şirket ortaklarına doğrudan yöneltilecek düşmanca ele geçirmelerini önlemek amacıyla, her iki şirket yönetiminin müzakere ederek ele geçirme işlemini dostça (friendly) karara bağlama çabası olduğu görülmektedir. Bkz: **Armor & Skeel** s. 52.

⁴⁸ 1985-2018 yılları arasında gerçekleşen toplamda 618 düşmanca şirket ele geçirme girişiminin 385’i İngiltere’de gerçekleşmiştir. İngiltere’yi ikinci sırada Fransa ve üçüncü sırada Norveç izlerken; Almanya 17 hostile takeover ile beşinci sırada yer almaktadır. Bkz: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), <https://www.statista.com/statistics/1043178/number-of-hostile-takeovers-in-europe-by-country>, (ET: 10.01.2021).

⁴⁹ Dostça ve düşmanca kavramları, kesin çizgilerle birbirinden ayrılabilen olgular değildir. Her ne kadar hedef şirket yönetiminin ele geçirme teklifine olumsuz baktığı durumlar olsa da, teklif veren şirket tarafından hedef şirket yönetimine tazminat ödenmesi kararlaştırılması sonucunda, hedef şirket yönetiminin karar değiştirerek teklifi kabul etmesi üzerine dostça bir ele geçirme teklifinin meydana gelmesi mümkündür. Dolayısıyla dostça ve düşmanca ele geçirmelerin, hedef şirket yönetiminin ruh haline göre dahi her ele geçirmede farklı şekillerde gerçekleştiği söylenebilir. Bu sebeple kesin çizgilerle birbirinden ayrılamayan dostça ve düşmanca ele geçirmeler arasında tam olarak netliğe kavuşmamış bir gri alan bulunmaktadır. **Morck, Shleifer & W. Vishny**, s. 102.

⁵⁰ **Jensen, M. C.**: “Takeovers: Their Causes and Consequences”, 1988,2 J. Econ. Persp, s. 2 (HeinOnline); **Hacımahmuoğlu**, Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi, s. 264.

⁵¹ **Şehirali Çelik**, s. 68-69.

hedef şirket çıkar gruplarından kimilerinin yararlı kimilerinin zararlı çıkacağına şüphe yoktur.

Bununla birlikte, hedef şirket yönetim kurulu üyelerinin şirkette yüksek oranda pay sahibi oldukları durumda, ele geçirme teklifin karşı ne yönde bir tutum izleyecekleri önem taşımaktadır. Nitekim yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliği durumu, pay alım teklifinin uzlaşmalı ya da uzlaşmasız gerçekleşmesinde fark yaratacaktır. Konu ile ilgili yapılan araştırmalar, yönetim kurulu üyelerinin şirkette yüksek oranda pay sahibi oldukları durumda, teklifin uzlaşmalı olarak sonuçlanma ihtimalinin yüksek olduğunu ortaya koymuştur⁵². Gerçekten de yönetim kurulu üyelerinin hedef şirkette pay sahibi oldukları durumda, pay sahipliği sıfatları öne çıkacağından, teklif karşısında daha objektif karar verecekleri düşünülmektedir.

1.1.2. Birleşme ve Devralma Kavramları ile Savunma Mekanizmaları Kullanımına Elverişlilik Bakımından Ele Geçirilmesiyle Karşılaştırılması

1.1.2.1. Birleşme (Merger)

6012 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile yapısal bakımdan köklü değişiklikler geçirmiş kavramlardan biri olan “birleşme” ile ilgili genel hükümler mülga 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunumuz (mülga TTK) 146 ila 151’inci hükümleri arasında, TTK’nın 136 ila 158’inci hükümleri arasında düzenlenmiştir. Şirketler hukukunda yapısal değişiklikler ve bilakis birleşmeye ilişkin düzenlemeler, temelini İsviçre Birleşme Kanunu’ndan (FusG) almıştır⁵³. Hukukumuzda birleşmeye ilişkin ilk tanım mülga TTK’nın 146’ncı maddesi hükmünde: “İki veya daha fazla ticaret şirketinin birbiriyle birleşerek yeni bir ticaret şirketi kurmalarından veya bir yahut daha fazla ticaret şirketinin mevcut diğer bir ticaret şirketine itihak etmesinden ibarettir.” şeklinde yapılmış olmakla birlikte, TTK ilgili hükümleri incelendiğinde birleşmeye ilişkin

⁵² Schnitzer Monika: “Hostile versus Friendly Takeovers” *Economica*, New Series, Vol. 63, No. 249 (Feb. 1996), s. 38, <https://www.jstor.org/stable/2554633>, (ET: 19.04.2022); Gözübüyük, s. 75.

⁵³ Pulaşlı, s. 71, Bkz: TTK Gerekeçe, md. 136 Gerekeçesi, Ayrıntılı bilgi için bkz; Kaplan, İbrahim: İsviçre Birleşme Kanunu (FUSG) ile TTK’da Düzenlenmiş Bulunan Şirketlerin Birleşme, Bölünme ve Malvarlığının Devri Sözleşmeleri, 2020, TBB Dergisi, s. 315-328.

kapsamlı bir tanım yapılmadığı görülmektedir⁵⁴. Nitekim TTK md.136/1 hükmündeki ; *“Şirketler; a) Bir şirketin diğerini devralması, teknik terimle “devralma şeklinde birleşme” veya b) Yeni bir şirket içinde bir araya gelmeleri, teknik terimle “yeni kuruluş şeklinde birleşme”, yoluyla birleşebilirler.”* temel düzenleme ile kanun koyucu, şirketler arası birleşme şeklini göstermekle yetinmiş olup ayrıca bir tanım yapma gereği ve gayesi gütmemiştir. Öte yandan TTK md.136/1 hükmü kapsamında öğretide birçok tanım yapılmıştır⁵⁵.

TTK hükümlerine kıyasla birleşmeye ilişkin daha ayrıntılı düzenlemeler; 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) 23’üncü maddesi ile 130’uncu maddesinin üçüncü fıkrasına dayanılarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından hazırlanan II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği⁵⁶ (II-23.2 Sayılı Tebliğ) ile getirilmiştir. II-23.1 Sayılı Tebliğ’in 4/a maddesi uyarınca birleşme; *“devralma veya yeni kuruluş şeklinde birleşme”* olarak tanımlanmış 4/e hükmü uyarınca devralma şeklinde birleşme⁵⁷: *“En az bir şirketin, aktif ve pasif malvarlığı unsurlarını bir bütün olarak başka bir şirkete devrederek tasfiyesiz sona ermesini ve devrolunan şirketin ortaklarına belirli bir değişim oranına göre hesaplanacak miktarda devralan şirketin paylarının verilmesi”* ve 4/r hükmünde yeni kuruluş şeklinde birleşme: *“İki veya daha fazla şirketin, aktif ve pasif malvarlığı unsurlarını bir bütün olarak yeni kurulacak olan bir şirkete sermaye olarak koyarak tasfiyesiz sona ermesini ve sona eren şirketlerin ortaklarına sahip*

⁵⁴ **Tekinalp, Ünal (Poroy Reha & Çamoğlu Ersin):** Ortaklıklar Hukuku I, 14. Baskı, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2019, s. 121.

⁵⁵ **Bahtiyar** Mehmet: Ortaklıklar Hukuku, 11. Baskı, İstanbul, Beta Basım AŞ, 2016, s. 60; **Pulaşlı, Hasan:** Şirketler Hukuku Genel Esaslar, 6. Baskı, Ankara, Adalet Yayınevi, 2020, s. 71; **Paslı, Ali:** Anonim Ortaklığın Devralınması, İstanbul, Vedat Yayıncılık, 2009; **Yasaman, Hamdi:** Anonim Ortaklıklarının Birleşmesi, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara, 1987, s. 5. **Bozkurt, Tamer:** Şirketler ve Kooperatifler Hukuku, İstanbul, 12 Levha Yayıncılık, 2013, s. 415 vd; **Altaş, Soner:** Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirketler, Seçkin Yayınevi, 9. Baskı, 2019, s. 1109; **Akbilek, Nevzat:** Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2009, s. 47.

⁵⁶ 28/12/2013 Tarih ve 28865 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmıştır. Birleşme ve Bölünme İşlemlerine ilişkin II-23.2 sayılı tebliğin yürürlüğe girmesinden önce birleşmeye ilişkin işlemler Seri-I No:31 sayılı Birleşme İşlemlerine ilişkin Esaslar Tebliği hükümleri uyarınca yürütülmektedir. Her iki Tebliğ’in amacı da devralma veya yeni ortaklık kurulması yoluyla birleşme işlemlerinde taraflardan en az birinin halka açık anonim ortaklık olması durumunda, birleşme işlemlerinde uyulacak esasları düzenlemektir.

⁵⁷ Bu konu hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz: **Paslı, Ali:** Anonim Ortaklığın Devralınması. İstanbul, Vedat Yayıncılık, 2009.

*oldukları paylara karşılık gelen belirli bir değişim oranına göre hesaplanacak olan miktarda yeni kurulan şirketin paylarının verilmesi*⁵⁸” olarak tanımlanmıştır.

1.1.2.2. Devralma (Acquisition)

Türk hukuku incelendiğinde; devralma kavramına ilişkin gerek TTK hükümleri gerek SPKn hükümleri ve SPK tarafından yapılan ikincil düzenlemeler özelinde ayrıca bir açıklamaya yer verilmediği görülmektedir. TTK kapsamında devralma hususu yalnızca birleşme başlığı altında birleşmenin bir türü olarak düzenleme alanı bulurken; SPKn ve SPK’nın ikincil düzenlemelerinde de devralma (acquisition) kavramına ilişkin düzenlemeler; ‘devralma şeklinde birleşme’ başlığı altında bulunmaktadır⁵⁹. Hukukumuzda devralma kavramının ayrı bir başlık altında incelendiği tek mevzuat; 6762 Sayılı Eski Türk Ticaret Kanunumuz (mülga TTK) olup Tasfiyesiz İnfisah başlıklı 451. Madde’nin Birleşme başlığı altında *Devralma* kavramı: “1. *Devralma: Bir anonim şirket diğer bir anonim şirket tarafından bütün aktif ve pasifleriyle devralınmak suretiyle infisah ederse aşağıdaki hükümler tatbik olunur...*” şeklinde tanımlanmıştır⁶⁰. mülga TTK ve TTK hükümleri karşılaştırıldığında; devralma kavramının her iki kanunumuzda da birleşmenin bir türü olarak düzenlendiği ancak mülga TTK

⁵⁸ Bkz. TTK md. 140, ayrıca bkz TTK Gerekeçe md. 140/ 1-a :“ Birinci fıkrada birleşme hukukuna hakim, birleşmeyi tanımlayan ilkelerden biri olan ortak olma durumunun devamlılığı kısaca şirket payının devamlılığı (korunması) ilkesi, kanunî ifadesini bulmuştur. Bu ilke, devrolunan şirketin her bir ortağının, devrolunan şirketteki payının değerini karşılayacak ve şimdiye kadar ki payının verdiği haklarına eşit (veya öyle kabul edilen) hakları içeren bir devralan şirket payını talep etmeye hakkı olduğu anlamına gelir. Devrolunan şirketteki şimdiye kadar sahip olunan pay, bir değişim (değiş-tokuş) oranına göre hesaplanan bir devralan şirket payı ile devralan şirkette devam eder. Devamlılık ilkesi, devralan ile devrolunan şirketlerin malvarlıksal büyüklüğünden doğan, mutlak olmayan eşitlikle tanımlanır.” (Adalet Komisyon Raporu 1/324, TBMM Tutanak Dergisi, Dönem: 23, Yasama Yılı: 2, S. Sayısı 96) Bkz; **Tekinalp**, (Poroy & Çamoğlu): s.121; SPK Araştırma Raporu, Şirketlerin Birleşme ve Devralma Sonrası Performansları, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/946> , ET: 05.01.2021; Şirket birleşme ve devralmaları konusunda dünyada öne çıkan en önemli yargı çevresi olan Daleware 1899 yılında kabul etmiş olduğu Daleware Genel Şirketler Yasası ile konuya ilişkin çok sayıda hususu düzenlemiştir. Nitekim şirket birleşmelerinde pay sahipliğinin devamlılığı ilkesi de Tüzük’te düzenlenen hususlardan biridir. **Bkz:** The Daleware General Corporation Law (Title 8 Chapter 1 of the Daleware Code),§251 f/2, <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>, (ET: 05.01.2021).

⁵⁹ SPK, II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme İşlemleri Tebliği md. 4/e.

⁶⁰ Bkz; Sarıkamış, eski Türk Ticaret Kanunu md. 451. Madde hükmünde ayrı bir başlık altında incelenen devralma kavramının “satın alma-acquisition” kavramına karşılık gelecek şekilde kullanıldığını belirtmektedir. **Sarıkamış**; s. 7, Aynı yönde bkz: Fiiliyatta devralma kavramı, çoğu zaman satın alma kavramını karşılayacak şekilde kullanılmakla birlikte özünde satın alma kavramından daha geniş, bir üst kavram niteliğini haizdir. **Eski Mehmet**: Şirket Satın Almaları, 1. Baskı, Seçkin Yayınevi, Ankara, 2018, s. 26.

düzenlemesi aksine TTK düzenlemelerinde devralma kavramının ayrı bir başlık altında ayrıca düzenlenmeyerek öğretilde yaşanan kavram kargaşasının önüne geçilmesinin amaçlandığı kanaatindeyiz.

Öğretiye bakıldığında; birleşme ve devralmalar başlığı altındaki incelemelerde yalnızca TTK md 136 düzenlemesi birinci madde “a” ve “b” bentleri uyarınca açıklamalar yapıldığı devralmaya ilişkin ayrıca açıklamalarda bulunulmadığı görülmektedir. Dolayısıyla TTK hükümleri uyarınca kullanılan “devralma” kavramının md. 136/1-a hükmündeki devralma şeklindeki birleşmeler için kullanıldığı, 136/1-b hükmündeki yeni kuruluş şeklinde birleşmenin “birleşme” işlemine karşılık gelecek şekilde kullanıldığı görülmektedir⁶¹.

Türk hukukunda her ne kadar devralma yoluyla birleşme kurumuna karşılık geldiği düşünülse de yabancı öğretilerdeki ‘devralma (acquisition)’ kavramı, TTK md. 136/1-a hükmünden ayrık tutularak, bir şirketin hukuki yapısında ve tüzel kişiliğinde bir değişiklik meydana gelmeksizin, şirket malvarlığının ivaz karşılığında satın alınması olarak tanımlanabilmektedir⁶². Öte yandan Paslı, anonim şirketin devralınması kavramını “acquisition” kavramından daha geniş olarak yorumlayarak, anonim şirket yönetim kontrolünün, sahip olduğu yahut olacağı hukuki araçların mevcut yönetim kontrolü sahibi tarafından üçüncü bir kişiye geçirilmesi ve/veya yönetim kontrolü sahibinin rızası/katılımı olmaksızın elde edilmesi olarak tanımlamaktadır⁶³. Bu sebeple yazarın anonim şirketin devralınması kavramını yönetim kontrolünün ele geçirilmesi olarak tanımladığı kanaatindeyiz.

Amerikan hukuk sisteminden ziyade İngiliz hukuk sisteminde yaygın olarak kullanılan “acquisition”⁶⁴ kavramı, İngiliz hukuk sisteminde daha çok kapalı tip anonim şirketler

⁶¹ Aynı yönde bkz: Acquisition kavramı; Türk literatüründe Birleşme& Devralmalar başlığındaki devralma kavramını karşılayacak şekilde kullanılmaktadır. **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 82, Aksi yönde bkz: **Eski**, s. 25.

⁶² **Sönmez**, HAO’larda Birleşme, s. 3-4.

⁶³ **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 81.

⁶⁴ Nitekim aynı doğrultuda Slorach, ‘acquisition’ kavramının İngiliz City Code kapsamına girmeyen ve özellikle kapalı tip anonim şirketlere ait aktif mal varlığının unsurlarının ve paylarının satın alınması için kullanıldığını belirtirken, ‘takeover’ kavramının esasen City Code kapsamına giren halka açık anonim şirketlere ait pay satışlarında kullanıldığını belirtmektedir. **Slorach**, J. Scott: Corporate

için kullanılan ve mevcut şirket yönetimiyle mutabakata varılması suretiyle şirket hakimiyetinin üçüncü bir kişi/kişi grubuna devrini gerçekleştiren işlem olarak tanımlanmaktadır. Halka açık anonim şirketlerdeki hakimiyet değişiklikleri ise takeover kavramıyla tanımlanmaktadır. Her ne kadar takeover ve acquisition kavramları arasında keskin bir sınır çizmek çok güç olsa da İngiliz hukuk sistemi açısından bir şirketin yönetim kontrolünün değişikliği hususunda; şirket kapalı tip bir anonim şirketsen devralma (acquisition), şirket halka açıklık statüsüne sahipse ele geçirme (takeover) kavramının kullanıldığını söylemek mümkündür⁶⁵.

Öte yandan devralma kavramı, alışmamızın konusunu oluşturan “takeover” kavramıyla eş anlamlı olarak kullanılmakla birlikte takeover kavramına göre oldukça geniş bir kapsama sahiptir. Nitekim “devralma” durumunda, şirketin paylarıyla birlikte şirket malvarlıklarının tümünün ya da bir kısmının devralınması söz konusu olmaktadır. Öyle ki devralma durumunda, bir şirketin hâkimiyetini sağlayamayacak nitelikte ancak büyük çaplı yapılan bir pay alım-satımı dahi bu kapsamda değerlendirilmektedir. Bu sebeple “acquisition” kavramının daha çok bir mülkiyet iktisabı yöntemi olduğu belirtilmekte olup işlemin mutlaka hedef şirket yönetim kontrolünün değişimini sağlayacak nitelikte olması aranmamaktadır⁶⁶.

İngiliz hukukunda tanımı yapılan “devralma” kavramının, TTK hükümleri çerçevesinde karşılayan bir tanım yahut kavram bulunmamaktadır. Kanun koyucunun; devralma şeklinde birleşmeleri ayrıca ve açıkça birleşmenin bir türü olarak düzenlemiş olması da devralma ve devralma şeklinde birleşme kavramlarının iç içe geçmesine sebebiyet vermektedir. Bu sebeple hukukumuzda karşılaştırmalı hukukta ortaya çıkan “devralma” kavramına yönelik bir düzenleme bulunmadığından, “devralma” kavramının devralma yoluyla birleşme kurumu için kullanılmaya devam edileceği kanaatindeyiz.

Yabancı öğretilerde, devralmaya ilişkin başkaca tanımlarda da şirket kontrolünün ele geçirilmesi hususuna kimi zaman yer verilmemişken kimi zaman kontrolün ele

Finance, Mergers & Acquisitions, Eight Edition, London, Blackstone Press Limited, N. 5.1., 8.1, 2001 aktaran **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, dn:70, s. 108.

⁶⁵ **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 107-108.

⁶⁶ **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 107.

geçirilmesi devralmaya ilişkin şartlardan biri olarak sayılmıştır. Örneğin Romanek'e göre devralma⁶⁷; bir anonim şirketin mal varlıksal ve yönetsel haklarının ve varsa ticari işletmelerinin tümünün veya bir kısmının nakit yahut menkul kıymet karşılığında satın alınması işlemidir⁶⁸. Dolayısıyla devralma kavramı; yalnızca oy hakkının elde edilebilmesi amacıyla ziyade devralınan şirketin mülkiyete dayalı haklarının da sahibi olunması amacıyla hizmet etmektedir⁶⁹. Ancak Nobert'a göre devralma bir şirketin diğer bir şirketin varlıklarının ya da paylarının çoğunluğunu satın alınması suretiyle yönetimin ele geçirilmesidir. Bu noktada Nobert, çalışmanın temel dayanaklarından birini oluşturan şirket ele geçirme (takeover) kavramı ve devralma arasındaki farklılığı; şirket ele geçirmelerinde genel itibarıyla payları borsaya kote edilmiş ve hedef olarak seçilmiş şirketlerin, hedef şirket pay sahiplerine aleni bir pay alım teklifi yönetilmesi suretiyle payların teklif veren şirkete satılması için müzakere gerçekleştirilmesi gereği olarak açıklamaktadır⁷⁰. Türk hukukunda da “devralma” kavramını, şirket yönetiminin elde edilmesi amacıyla, hedef şirketin satın alınması şeklinde tanımlayan yazarlar bulunmaktadır⁷¹.

Her ne kadar, devralma kavramı hukuk sistemimizde şirket birleşmelerinin bir alt türü olarak düzenlenmişse de yabancı öğretilerdeki tanımlar ışığında, şirket devralmalarının şirket birleşmelerinden farklılık teşkil ettiğine ilişkin bu hususu belirtmekte fayda görüyoruz. Bir şirketin devralınması halinde (acquisition) devralma işlemine katılan şirket sayısında bir değişiklik gözlenmezken, hukukumuz düzenlemeleri gereğince en az

⁶⁷ İngiliz hukukunda “acquisition” kavramı, devralma işlemini gerçekleştirecek şirketin; devralınmak istenen şirket yönetimiyle karşılıklı bir mutabakata varılması suretiyle gerçekleşen bir devir işlemi olup daha çok kapalı tip anonim şirketlerin devralınmasında kullanılmaktadır. Nitekim halka açık anonim şirketlerde, şirket yönetimiyle mutabakata varmaya gerek olmaksızın aleni pay alım teklifiyle gerçekleştirilebilecektir **bkz:** Paslı, Anonim Ortaklıklarda Devralma, s.84. Slorach, “acquisition” kavramının The City Code kapsamına girmeyen, kapalı tip şirketlerin devralınmasında kullanıldığını belirtirken “takeover” kavramının The City Code kapsamına giren şirketlerin devralınmasında kullanıldığını belirtmektedir. **Scott & Paul, LPC: Corporate Finance, Mergers and Acquisitions**, s. N. 5.1., 8.1, 2005 (aktaran) **Paslı**, Anonim Ortaklıklarda Devralma, s. 85.

⁶⁸ **Romanek Broc & Krus Cynthia M:** Mergers and Acquisitions, Edition 1, Capstone, 2002 s. 7; **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 81.

⁶⁹ **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 81. Yazar acquisition kavramının bir mülkiyet iktisap yöntemi olduğunu; acquisition kavramının takeover kavramından farklı olarak şirketin kontrolünü ele geçirme kavramından bağımsız olduğunu ve her acquisition'ın şirket ele geçirmesiyle sonuçlanmayacağını ifade etmektedir. Dolayısıyla acquisition olgusunun temelinde şirket kontrolünü ele geçirme amacı yatmamaktadır. Aynı yönde bkz: **Sönmez**, HAO'ların Birleşmesi, s. 3-4.

⁷⁰ **Nobert**, Horn: “Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law”, 2001, s. 4.

⁷¹ **Akbilek**, s. 56.

iki şirketin katılmış olduğu devralma yoluyla birleşmelerde bu işleme katılan şirketler tek bir şirket çatısı altında birleşmektedir⁷². Dolayısıyla bu basit farklılık dahi, hukukumuzdaki devralma yoluyla birleşme ve yabancı öğretilerde yaygın kullanılan ‘acquisition’ kavramının farklı olduğunu göstermektedir.

1.1.2.3. Savunma Mekanizmalarına Elverişlilik Bakımından Kavramların Karşılaştırılması

Şirket ele geçirmeleri, her ne kadar birleşme ve devralmalar⁷³ gibi şirketin kalkınmasına ve merkezileşmesine hizmet etse ve bu haliyle öğretilerde birleşme ve devralma kavramlarıyla ikame şekilde kullanılsa dahi, hukuki açıdan bu kavramlardan farklılık teşkil eden yönleri mevcuttur⁷⁴. Nitekim şirket birleşmelerinde; şirketlerin tasfiye edilmeksizin tüm aktif ve pasif malvarlığının ve pay sahipliği haklarının yeni oluşan şirket yahut mevcut hukuki varlığını sürdüren bir şirket bünyesine alınması söz konusuyken⁷⁵ ele geçirme işleminde kontrolü ele geçirilen hedef şirket üzerindeki malvarlığı üzerinde doğrudan ya da dolaylı olarak hâkimiyetin devralana geçmesi söz konusudur⁷⁶. Görüldüğü üzere ele geçirme işleminde yalnızca malvarlığı üzerinde ya da oy hakkında hâkimiyet elde edilmesi söz konusuyken birleşme işleminde malvarlığı haklarıyla birlikte çıkma hakkını kullanmayan pay sahiplerinin birleşme sonucundaki

⁷² **Majaski**, Christina: “What are the Differences Between Mergers and Acquisitions?” <https://www.investopedia.com/ask/answers/021815/what-difference-between-merger-and-acquisition.asp> (ET: 05.01.2021).

⁷³ Şirket ele geçirmeleri ve devralmalar arasındaki farka değinmek gerekirse, Ağaoğlu iki kavram arasındaki farkı “*her şirket kontrolünü ele geçirme bir devralmadır ancak her devralma işlemi kontrolü ele geçirme işlemi değildir*” şeklinde açıklamakta ve devralma kapsamının şirket ele geçirme kapsamından daha geniş olduğunu belirtmektedir. Bkz: **Ağaoğlu**, s. 41. Birleşmeler ve devralmalar arasındaki bir diğer fark ise; devralma yönetimde devralma işlemine katılan tarafların ortak bir iradesi mevcutken; ele geçirmeler genellikle hostile takeover biçiminde gerçekleşmektedir. Bkz: 1. Bölüm, 1.1.1.2. Hedef şirket Yönetim Kurulu İle Uzlaşmaksızın Ele Geçirme.

⁷⁴ **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 96-97, Bu sebeple şirket birleşme ve ele geçirme kavramları, AT düzenlemelerinde farklı yönergeler altında düzenlenmiştir. Şirket birleşmelerine ilişkin yönerge için bkz: Directive (EU) 2017/1132 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 relating to certain aspects of company law (Text with EEA relevance.) 2017., Şirket ele geçirmelerine ilişkin yönerge için bkz: Directive 2004/25/EC Of The European Parliament And Of The Council Of 21 April 2004 On Takeover Bids (Text with EEA relevance), 2004; **Şehirali Çelik**, s.52; **Uzunhasanoğlu**, s. 1.

⁷⁵ **Tekinalp**, (Poroy & Çamoğlu), s. 121.

⁷⁶ **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 96; **Şehirali Çelik**, s. 52.

yeni şirkette kendiliğinden pay sahibi olması söz konusudur⁷⁷. Kavramlar arasındaki diğer bir fark ise birleşme ve devralma işlemlerinde işleme katılan şirketlerin en az birinin tüzel kişiliğini kaybediyor olmasına karşın, ele geçirme işleminde hedef şirket başta olmak üzere bu işleme katılan şirketlerin her birinin tüzel kişiliğini muhafaza etmesidir⁷⁸.

Diğer bir önemli fark kendisini işleme katılan tarafların irade beyanlarında göstermektedir. Nitekim birleşme ve devralma işleminde, işleme katılan şirketlerin bu hususta ortak ve aynı doğrultuda iradeye sahip olmasına, tarafların istekli olmasına ve karşılıklı mutabakata varmış olmasına⁷⁹ karşın ele geçirme gündeme geldiğinde ise çoğunlukla uzlaşmasız ele geçirme girişimleri yaşanacağından, birleşme ve devralma işlemlerinin aksine her iki tarafın da istekli olduğu bir işlem den söz edilememektedir⁸⁰. Bir başka anlatımla, şirketlerin birleşmesi durumunda hedef şirket yöneticilerinin birleşme işlemine yönelik önceden rıza vermeleri zorunluluk arz etmekte ve birleşmeye katılan şirket yöneticileri aralarında bir nevi mutabakat sağlamaktadırlar⁸¹. Oysaki şirket ele geçirmelerinde; uzlaşmalı yahut uzlaşmasız şekilde gerçekleşiyor olması fark etmeksizin, teklifin hedef şirket yönetimi tarafından onaylanması zorunluluk teşkil etmemektedir⁸². Bu sebeple Sarıkamış, şirket ele geçirmelerinde, ele geçirme inisiyatifinin teklif veren şirkette bulunduğundan bahisle, hedef şirketi “pasif oyuncu” olarak nitelendirmektedir⁸³.

Şirket birleşmelerinin, yazılı şekilde bir birleşme sözleşmesi ekseninde gerçekleşmesi sebebiyle işleme katılan şirketlerin yönetim kurulları arasında aynı yönde ve karşılıklı

⁷⁷ **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 96; **Uzunhasanoğlu**, s. 1.

⁷⁸ **Tekinalp**, (Poroy & Çamoğlu), s. 121; **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 97, Ele geçirme durumlarında, hedef şirketin ve ele geçirme telifinde bulunan şirketin tüzel kişiliklerini koruduğundan bahsetmekle birlikte; hisseleri ele geçirilen şirketin, ele geçiren şirket nezdinde bağlı ortaklık konumunda olduğu belirtilmektedir. Bkz: **Eser**, s. 1; **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 17.

⁷⁹ **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 17.

⁸⁰ **Ayaydın&Dağlı**, s. 210; **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 97.

⁸¹ **Dinç**, s. 26; **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, s. 17.

⁸² **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, s. 17.

⁸³ Ayrıntılı bilgi için bkz: **Sarıkamış**, s. 42. Bu nitelendirmeye katılmamız, çalışmanın konusu ile zıtlık yaratacaktır. Nitekim mevcut ya da potansiyel şirket ele geçirmelerine karşı hedef şirketin savunma mekanizmalarına başvurarak, ele geçirme girişimini bertaraf etmesi pek tabi mümkündür.

irade beyanlarıyla gerçekleşmesi doğaldır⁸⁴. Ancak şirket ele geçirme işlemlerinin yazılı bir sözleşme ekseninde gerçekleştiğini söylemek her zaman mümkün olmamakla birlikte ele geçirme teklifinin hedef şirket yönetim kurulunca kabul edilmemesi halinde⁸⁵, hedef şirket yönetim kurulu ile bir sözleşme ilişkisine girmeksizin paylarının borsadan toplanabilmesi imkânının olması bu hususu doğrulamaktadır⁸⁶. Nitekim şirket ele geçirmelerinde kullanılan yöntemler incelendiğinde; anonim şirketler hukuku kapsamında ele geçirme amaçlı kullanılan en yaygın yöntem, hedef şirket pay sahiplerine yöneltilen pay alım teklifidir⁸⁷. Bununla birlikte şirketlerin birleşmesi sırasında kimi zaman devrolunan şirketin devralan şirket üzerinde yönetim hâkimiyetine sahip olduğu kimi zaman birleşmeye katılan şirketlerden birinin meydana gelen şirkette yönetim hâkimiyetine sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla birbirinden farklı işlemler olmasına karşın birleşmenin, şirket ele geçirilmesine sebep olduğu durumlar mevcuttur. Bu tür istisnai durumlarda hâkimiyeti ele geçiren pay sahibi kişi ya da grupların pay alım teklif zorunluluğu doğabileceği göz ardı edilmemelidir⁸⁸.

Çalışmanın temel konusunu oluşturan savunma mekanizmalarının kullanılması kapsamında anılan üç kavram arasındaki ayırıcı özellik, işleme katılan şirketlerin yönetim kurullarının iradesi doğrultusunda yahut iradesi hilafına gerçekleşiyor olmasıdır. Nitekim birleşme ve devralma işlemlerinde, söz konusu edilen işleme katılan şirketlerin pay sahiplerinin ve dolayısıyla yönetim kurullarının ortak iradesi doğrultusunda hareket edilmekteyken; şirket kontrolünün ele geçirilmeleri ise çoğunlukla hedef şirket yönetiminin iradesi hilafına, hedef şirket pay sahiplerinin ise iradesi doğrultusunda gerçekleştirilmektedir. Bu kapsamda ortaya çıkan savunma

⁸⁴ Nitekim Türk Borçlar Kanunu md.1/1 hükmü gereğince: “Sözleşme, tarafların iradelerini karşılıklı ve birbirine uygun olarak açıklamalarıyla kurulur.” Başka bir anlatımla sözleşme; belirli bir hukuki sonuç doğurmaya endeksli ve tarafların aynı yönde ve karşılıklı irade beyanlarıyla kurulan bir işlemdir. Bkz: **Eren**, Fikret: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Yetkin Yayınevi, Ankara, 2015, s. 200; TTK md. 145-147; **Bahtiyar**, s. 64; **Pulaşlı**, s. 78-79;

⁸⁵ Bkz. 1. Bölüm, 1.1.1.2 Şirket Yönetim Kurulu İle Uzlaşmaksızın Ele Geçirme.

⁸⁶ **Sarıkamış**, s. 42.

⁸⁷ **Eser**, s. 2; **Farrar**, J. H: “Business Judgment And Defensive Tactics in Hostile Takeover Bids” Canadian Business Law Journal, 15(1),1989, s. 16. (HeinOnline); Şirket ele geçirmelerinin temelinde hedef şirket ortaklarına yöneltilmiş pay alım teklifi bulunmakla birlikte, bir şirketi ele geçirme kararı verildiğinde; doğrudan hedef şirket ortaklarına pay alım teklifi yapılması zorunlu olmayıp ele geçirme kavramının uygulamada genellikle düşmanca ele geçirme anlamında kullanılması sebebiyle uygulamada ele geçirme yönteminin hedef şirket ortaklarına doğrudan pay alım teklifi yöneltilmesi suretiyle yapıldığı görülmektedir.

⁸⁸ **Sönmez**, HAO’ların Birleşmesi, s. 4.

mekanizmaları⁸⁹, anonim şirketler hukukunda, iradesi hilafına bir işleme maruz kalan şirketlerin başvurabilecekleri bir çıkış kapısı olarak adlandırılabilir. Savunma mekanizmaları, mahiyetleri gereğince hedef şirketin iradesi hilafına gerçekleşen işleme karşı kullanıldığından birleşme ve devralmalardan ziyade, anılan mekanizmaların yalnızca uzlaşmasız şirket ele geçirmelerinde kullanıldığını söylemek mümkündür⁹⁰.

Savunma mekanizmalarının mahiyeti gereğince bir işleme tepki olarak kullanılmalarından ve şirketlerde yapısal değişiklikler adına yalnızca şirket ele geçirmelerinde kullanım alanı bulduğundan ötürü, bu mekanizmaları kullanma yetkisi yalnızca hedef şirkette olup teklif veren şirket açısından mekanizmalara başvurulması söz konusu değildir⁹¹.

1.2. ANONİM ŞİRKETLERDE YÖNETİM KONTROLÜNÜ ELE GEÇİRME YÖNTEMLERİ VE ORANLARI

1.2.1. Anonim Şirketlerde Yönetim Kontrolünü Ele Geçirme Kavramı ve Kontrole Elverişli Oran

Anonim şirketlerde yönetim kontrolü; şirkette karar alabilme yetkisine elverişli olacak nitelikte ve nicelikteki hukuki araçların mülkiyetinin sahipliği olarak adlandırılabilir⁹². Kontrol kavramı, şirketteki mevcut yönetimi karar alma noktasında etki edebilmeyi ve yönlendirmeyi yapabilecek güce sahip olmayı sağlamakla birlikte bu olgu genel kurulda oy çoğunluğa sahip şirket ortaklarına özgülenmiştir. Nitekim anonim şirkette yönetim

⁸⁹ Savunma mekanizmaları (Takeover Defenses); hedef şirket yönetiminin pay alım teklifine karşı olumsuz bakış açısının bir nevi pay sahiplerine iletilmesini sağlamaktadır. Bkz: **Howard**, J. : “Takeover Defenses: Reappraisal” University of British Columbia Law Review, 24(1), 1990 s. 54, (HeinOnline).

⁹⁰ Devralma kavramı; yabancı hukuk sistemlerinde kimi zaman “acquisition” kimi zaman “takeover” kavramlarına karşılık gelecek bir biçimde kullanıldığından; şirket devralmalarını inceleyen çalışmalarda da savunma mekanizmalarından bahsedilmesi olasıdır.

⁹¹ **Desai**, Kruri: “Defense Mechanisms Under the Takeover Code”, Law Review, Government Law College, Vol 2, 2003, s. 238, (HeinOnline).

⁹² **Okutan Nilsson**, Gül: Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, 12 Levha Yayıncılık, İstanbul, 2009, s. 81; **Sönmez**, Yusuf Z.: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Kavramı-Yönetim Kontrolünde Değişiklik Olması ve Buna Bağlı Sonuçlar”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi , 4 (2) ,2018, 263-325, s. 264, <https://dergipark.org.tr/tr/pub/tfm/issue/41027/495822> ,(ET: 12.02.2021); **Şehirali Çelik**, s. 12.

kurulu üyelerini seçme ve azletme yetkisi pay sahiplerine tanınmıştır⁹³. Kontrol sahibi⁹⁴ bir nevi şirketin de sahibi olarak nitelendirildiğinden şirket malvarlığının kaderini belirleme yetkisine sahiptir⁹⁵. Şirkette bir gerçek veya tüzel kişinin yahut grubun şirket üzerinde tek başlarına bir etkide bulunamaması ve dolayısıyla mülkiyetin dağınık olarak görüldüğü durumlarda yönetimde kontrolün ele geçirilmesi girişimlerinden bahsedilebilecektir⁹⁶.

Anonim şirket pay sahiplerinin mülkiyet sahibi olmalarına karşın yönetimde söz sahibi olamamaları doktrinde mülkiyet kontrol ayrımını yaratmıştır. Berle ve Means; şirketlerde pay sahipleri arasındaki dağınık mülkiyeti ve buna bağlı olarak mülkiyet kontrol ayrımı ilkesini öğretmeye kazandırmıştır⁹⁷. Kontrol-mülkiyet ayrılığına ilişkin bu ilke, Amerikan şirketler hukukunun temel ilkelerinden biri olarak kabul edilmekle birlikte etki alanı Amerika ile sınırlı kalmamış ve Avrupa şirketler hukukunu da etkisi altında almıştır⁹⁸.

Yönetim kontrol kavramını maddi ve şekli anlamda yönetim kontrolü olmak üzere iki farklı esasa dayandırmak mümkündür. Maddi anlamda yönetim kontrolünde fiili ve

⁹³ **Pash**, Ali: “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu” İÜHFM C. LXVI, S.2, s.345-358, 2008, s. 346; **Doğru**, s. 2.

⁹⁴ Kontrolü elinde tutan kişi ya da gruplar “controller” olarak adlandırılır. “Controller”ın pay sahiplerinden biri olması durumunda kontrol sahibi kişi ya da gruba, diğer pay sahiplerine nazaran ekstra sorumluluk yüklenmiştir. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz: **Pash**, Ali, Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu, s. 345-358.

⁹⁵ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz: **Pash**, Ali, Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul, 2004.

⁹⁶ **Şehirali Çelik**, s. 12.

⁹⁷ **Adolf Berle & Means** Gardiner C.: The Modern Corporation and Private Property, 1933, s.69-70.; Şirket servetinin mülkiyeti, pay sahiplerinin fazlalığı sebebiyle giderek daha geniş alanlara yayılmaya başladıkça şirkette yönetim ve kontrol kavramlarının birbirinden giderek ayrıldığı görülmektedir. İki kavramın birbirinden ayrılması sebebiyle kontrol için ayrı bir tanımlama yapılması zorunluluğu doğmuştur. Şirkette kontrolün sağlanması çok farklı yöntemlerle gerçekleştirilebilir. Berle ve Means, kontrol kavramını, birbirlerinden çok keskin farklılığı bulunmayan beş farklı şekilde gerçekleştirebileceği ayrımını yapmış bulunmaktadırlar; 1. Neredeyse tamamen sahiplik yoluyla kontrol, 2.Çoğunluk Kontrolü, 3. Çoğunluk kontrolü olmaksızın yasal yollarla kontrol, 4. Azınlık kontrolü, 5. Yönetim kontrolü. Berle ve Means, 200 Amerikan şirketi üzerinde gerçekleştirdikleri incelemeler sonucunda inceleme kapsamında şirketlerden %44’ünde Yönetim Kontrol sistemi (Management Control- beşinci ayırım) bulunduğunu saptamışlardır. Hukukumuz düzenlemeleri uyarınca kontrol kavramının, beşinci ayırmada belirtilmiş yönetim kontrolüne ilişkin olduğunu söylemek mümkündür. Ayrıca bkz: **Doğru**, s. 4 vd.

⁹⁸ Her ne kadar kontrol-mülkiyet ayrımı ilkesi etkisini Avrupa hukukunda da gösterse dahi Amerika ve Avrupa hukuk sistemlerinin farklılığından ötürü bu ilkenin Avrupa’daki uygulama alanı sınırlıdır. Bkz: **Şehirali Çelik**, s. 12.

hukuki olgular birlikte değerlendirilirken şekli anlamda yönetim kontrolünde oy haklarının belirli yüzdesine sahip olunması gibi kriterler aranmaktadır. Nitekim SPKn'da da şekli anlamda yönetim kontrolü esası tercih edilmiştir⁹⁹. Kontrol olgusu, esas itibarıyla, genel kurulda çoğunluğu sağlayacak payları elde bulundurmak ya da yönetimde imtiyazlı paylar ile çoğunluğu elde edecek temsil kabiliyetine sahip olmak şeklinde ortaya çıkmaktadır. Öte yandan şirket yönetiminin ele geçirilmesi kavramı, yalnızca şirket yönetim kurulu üyelerinin değişmesi anlamına gelmeyip aynı zamanda şirket yönetim kurulunu seçebilme yetkisine sahip olacak düzeyde yönetim haklarını içeren oy ve pay haklarının iktisabını içerdiğinden ¹⁰⁰ kavramın geniş yorumlanması gereklidir.

1.2.1.1. TTK İlgili Hükümleri Uyarınca Belirlenen Oran

TTK hükümleri incelendiğinde; anonim şirketlerde yönetim kontrolüne ilişkin düzenleme, şirket topluluğunun oluşumunu konu alan 195'inci maddesinin birinci ve ikinci fıkrası uyarınca karşımıza çıkmaktadır¹⁰¹. Anılan madde gereği yönetim kontrolünün tanımı yapılmasa dahi kontrolün ele geçirilmesi için gerekli nitelikler madde lafzında sıralanmıştır¹⁰². Madde hükmünden olmak üzere genel kurulda yönetim kontrolü kavramı, şirket yönetimini seçebilme niteliğine sahip olunması dolayısıyla şirket oy haklarının çoğunluğuna sahip olunması şeklinde açıklanmaktadır. Ancak TTK hükümleri uyarınca bir şirket özelinde yönetim kontrol kavramının oransal eşiğine

⁹⁹ Sönmez, Yönetim Kontrolü Kavramı, s. 264.

¹⁰⁰ Balcı Murat & Turan Sinem: Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi , Adalet Yayınevi, Cilt I, Ankara , 2020 s. 550.; Subaşı, Emre: “Zorunlu Pay Alım Teklif Fiyatının Şirket Esas Sözleşmesi İle Belirlenmesi Hakkında Bir İnceleme”, TBB Dergisi, 2017, s. 279.

¹⁰¹ **MADDE 195-** “(1) a) Bir ticaret şirketi, diğer bir ticaret şirketinin, doğrudan veya dolaylı olarak; *“1. Oy haklarının çoğunluğuna sahipse veya 2. Şirket sözleşmesi uyarınca, yönetim organında karar alabilecek çoğunluğu oluşturan sayıda üyenin seçimini sağlayabilmek hakkını haizse veya 3. Kendi oy hakları yanında, bir sözleşmeye dayanarak, tek başına veya diğer pay sahipleri ya da ortaklarla birlikte, oy haklarının çoğunluğunu oluşturuysa, b) Bir ticaret şirketi, diğer bir ticaret şirketini, bir sözleşme gereğince veya başka bir yolla hâkimiyeti altında tutabiliyorsa, birinci şirket hâkim, diğeri bağlı şirkettir. Bu şirketlerden en az birinin merkezi Türkiye’de ise, bu Kanundaki şirketler topluluğuna ilişkin hükümler uygulanır.*

(2) Birinci fıkrada öngörülen hâller dışında, bir ticaret şirketinin başka bir ticaret şirketinin paylarının çoğunluğuna veya onu yönetebilecek kararları alabilecek miktarda paylarına sahip bulunması, birinci şirketin hâkimiyetinin varlığına karinedir.”

¹⁰² Sönmez, Yönetim Kontrolü Kavramı, s. 271.

ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır¹⁰³. Bununla birlikte md.195 hükmünden hareketle bir anonim şirket özelinde yönetimde kontrolün sağlanması olgusu; anonim şirket genel kurullarında gerekli toplantı ve karar yeter sayısına ulaşılabilmesi olarak anlaşılabilecektir¹⁰⁴. Kanun metninde atıf yapılmış ayrıksı durumlar, bir başka anlatımla genel kurul toplantılarında toplantı ve karar yeter sayılarının ağırlaştırılmış nisapla alınması gerektiğine ilişkin hükümler TTK md.421 hükmünde düzenlenmiştir¹⁰⁵. Genel kurulda ağırlaştırılmış nisaba ilişkin diğer düzenlemeler ise birleşmeye ilişkin 151'inci madde, bölünmeye ilişkin 173'üncü madde ve tür değiştirmeye ilişkin gerekli nisaplar 189'uncu madde hükümlerinde yer almaktadır. TTK ilgili hükümleri göz önünde bulundurulduğunda, genel kurulda yönetim kontrol oranı belirlenmesinde asgari kontrol oranlarının hükme bağlandığını ve bu oranın alınacak kararın niteliğine göre değiştiğini söylemek mümkündür¹⁰⁶.

¹⁰³ Şehirali Çelik, s. 55.

¹⁰⁴ Karayalçın, s. 358, Manavgat, s. 230 vd, Şehirali Çelik, s. 56. Genel kurul toplantı yeter ve karar nisabını düzenleyen 418'inci madde hükmü uyarınca genel kurullar, kanunda veya esas sözleşmede, aksine daha ağır nisap öngörülmüş bulunan haller hariç, sermayenin en az ¼'ini karşılayan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin varlığıyla toplanır ve toplantı kararları mevcut oyların çoğunluğu ile alınır.

¹⁰⁵ **MADDE 421-** “(1) Kanunda veya esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadığı takdirde, esas sözleşmeyi değiştiren kararlar, şirket sermayesinin en az yarısının temsil edildiği genel kurulda, toplantıda mevcut bulunan oyların çoğunluğu ile alınır. İlk toplantıda öngörülen toplantı nisabı elde edilemediği takdirde, en geç bir ay içinde ikinci bir toplantı yapılabilir. İkinci toplantı için toplantı nisabı, şirket sermayesinin en az üçte birinin toplantıda temsil edilmesidir. Bu fıkra da öngörülen nisapları düşüren veya nispî çoğunluğu öngören esas sözleşme hükümleri geçersizdir.

(2) Aşağıdaki esas sözleşme değişikliği kararları, sermayenin tümünü oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin oybirliğiyle alınır: a) Bilanço zararlarının kapatılması için yükümlülük ve ikincil yükümlülük koyan kararlar. b) Şirketin merkezinin yurt dışına taşınmasına ilişkin kararlar.

(3) Aşağıdaki esas sözleşme değişikliği kararları, sermayenin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oylarıyla alınır: a) Şirketin işletme konusunun tamamen değiştirilmesi. b) İmtiyazlı pay oluşturulması. c) Nama yazılı payların devrinin sınırlandırılması.

(4) İkinci ve üçüncü fıkralarda öngörülen nisaplara ilk toplantıda ulaşamadığı takdirde izleyen toplantılarda da aynı nisap aranır.

(5) Pay senetleri menkul kıymet borsalarında işlem gören şirketlerde, aşağıdaki konularda karar alınabilmesi için, yapılacak genel kurul toplantılarında, esas sözleşmelerinde aksine hüküm yoksa, 418 inci maddedeki toplantı nisabı uygulanır: a) Sermayenin artırılması ve kayıtlı sermaye tavanının yükseltilmesine ilişkin esas sözleşme değişiklikleri. b) Birleşmeye, bölünmeye ve tür değiştirmeye ilişkin kararlar.

(6) İşletme konusunun tamamen değiştirilmesi veya imtiyazlı pay oluşturulmasına ilişkin genel kurul kararına olumsuz oy vermiş nama yazılı pay sahipleri, bu kararın Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlanmasından itibaren altı ay boyunca payların devredilebilirliği hakkındaki kısıtlamalarla bağlı değildirler.”

¹⁰⁶ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 229, Doktrindeki genel kabule göre; genel kurul toplantılarında gerekli nisapların esas sözleşme yoluyla ağırlaştırılması mümkündür. Bu noktada kanunda belirtilen karar ve toplantı yetersayılarının esas sözleşme hükümleri ile daha alt sınırlara çekilip çekilemeyeceği sorunu ortaya çıkmaktadır. 6762 sayılı eski TTK döneminde doktrinde Halil Arslanlı, Tuğrul Ansay

İlgili düzenlemeler doğrultusunda, anonim şirket özelinde alınacak bir karara ilişkin, kararın niteliği doğrultusunda bir nisap oranının belirlenmekte ve kontrol oranı amaca göre değişmektedir. Anılan nisap oranının en az sermayenin dörtte birini temsil eden çoğunluk, en fazla genel kurulda oybirliğine varıncaya kadar değiştiği gözlemlenmektedir. Bu sebeple anonim şirket yönetiminde mutlak bir kontrolden bahsedebilmek için, imtiyazlı paylar yoluyla yönetimde hâkimiyet sağlanmayan durumlarda, şirket sermayesinin %51'i oranında paya sahip olunması gerektiği söylenebilecektir¹⁰⁷.

1.2.1.2. SPKn İlgili Hükümleri Uyarınca Belirlenen Oran ve II-26.1 Sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği Hükümleri

Belirtildiği üzere kontrol oranına ilişkin TTK uyarınca açık ve doğrudan bir düzenleme bulunmamasına karşın; halka açık anonim şirketler kapsamında yönetim kontrol oranına ilişkin düzenlemeler SPKn ve ikincil düzenlemeler ile karşımıza çıkmaktadır. Sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen yönetim kontrolü kavramı, bilakis pay alım teklifleri özelinde, yönetimin şekli anlamda kontrolü olup bu suretle yönetim kontrolünde kullanılan hukuki araçların mahiyetinden ziyade kontrolü sağlayan hukuki araçlar ve

ve Oğuz İmregün'ün savunduğu baskın görüş, genel kurul toplantı yetersayısına ilişkin nisabın esas sözleşme ile ağırlaştırılabilmesine karşın hafifletilemeyeceği kanaatindeyken; Hayri DOMANIÇ; mülga TTK md 372 hükmü düzenlemesinin esas sözleşmede nisap belirlenmeyen hallerde uygulanacağından bahisle esas sözleşme düzenlemeleri yoluyla nisabın ağırlaştırılmakla birlikte hafifletilebileceği kanaatindedir. Bkz: **İmregün** Oğuz: Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Toplantı ve Karar Yeter Sayıları, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, Cilt: L, Sayı: 1-4, 349-362, 1984. Buna karşın 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunumuz, 6762 sayılı Kanun'dan farklı olarak emredici hükümler ilkesini benimsemiş olduğundan anılan tartışma yeniden alevlenmiştir. Hukukumuz Alman öğretisinden kazandırılmış "emredici hükümler ilkesi" gereğince; anonim ve limited şirketlerde, esas sözleşmede kanundan farklı bir düzenleme yapılabilmesi için Kanun'un belirtilen duruma açıkça izin vermiş olması gerekmektedir. Bir diğer söyleyişle, Kanun düzenlemelerinden sapılabilmesine açıkça izin verilmeyen durumlarda, esas sözleşme ile değişiklik yapılabilmesi mümkün değildir. **Bkz:** TTK Gerekçe md 340. Genel kurul toplantı ve karar nisabını düzenleyen 418 madde hükmünde "Kanunda veya esas sözleşmede, aksine daha ağır nisap öngörülmuş bulunan hâller hariç" denilerek açıkça kanunda belirlen nisaptan sapılabilecek bir hal gösterilmiştir. Ancak kanun lafzı anılan nisabın yalnızca ağırlaştırılabilmesine cevaz vermektedir. Emredici hükümler ilkesi ışığında; Kanuni düzenlemelerde, nisabın esas sözleşme ile hafifletilmesine cevaz verilmediğinden ötürü kanunda belirtilmiş nisabın esas sözleşme suretiyle hafifletilmesinin mümkün değildir. Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: **Karasu**, Rauf: Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, 2015, 2. Baskı, Ankara.

¹⁰⁷ **Karayalçın**, s. 358; **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 230; **Şehirali Çelik**, Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları, s. 56; Türk Ticaret Kanunu'nda yönetim kontrolünün ele geçirilmesine ilişkin düzenlemelere genel bakış için bkz: **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Payların Toplanması, s. 26-28.

sayısı esas alınarak açıklanır¹⁰⁸. Bir başka anlatımla şekli anlamda yönetim kontrolünde, sahip olunan hukuki araçların niteliği değil niceliği önem taşımaktadır.

SPKn hükümleri uyarınca yönetim kontrolü, zorunlu pay alım tekliflerini düzenleyen 26'ncı maddenin ikinci fıkrasında düzenlenmiştir. İlgili hüküm uyarınca halka açık anonim şirketlerde yönetim kontrolünün ele geçirilebilmesi; şirket oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahip olunması¹⁰⁹ yahut belirtilen oranda oy hakkına sahip olunmaksızın yönetim kurulu üyelerini seçebilme ehliyeti ya da yönetim kurulu üyelerinin seçilebilmesi için genel kurulda üyeleri aday gösterebilecek imtiyazlı paylara sahip olunması şeklindeki üç koşuldan birinin varlığına bağlanmıştır¹¹⁰. SPKn md. 26 hükmü dayanak alınarak hazırlanan II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği'nin¹¹¹ (II-26.1 sayılı Tebliğ) 12'nci maddesinde de Kanuna paralel bir şekilde yönetim kontrolü kavramı açıklanmıştır. Gerek SPKn'nun 26'ncı maddesi gerek II-26.1 sayılı Tebliğ'in 12'nci maddesi uyarınca şirket yönetiminde kontrol oranı; şirket oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahip olunmasını içeren genel kurulda temsil kabiliyetine ya da yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu seçme veya genel kurulda söz konusu sayıdaki üyelikler için aday gösterme hakkını veren imtiyazlı paylara sahip olunmasını içeren yönetim kurulunda temsil kabiliyetinin mevcudiyetine bağlanmıştır¹¹².

¹⁰⁸ Şekli yönetim kontrolü kavramı için bkz: **Sönmez**, Yönetim Kontrolü Kavramı, s. 266.

¹⁰⁹ Şekli anlamda yönetim kontrolü, kontrolün belirli yüzdelere ifade edilebilmesi esasına dayanır. Bkz: **Sönmez**, Yönetim Kontrolü Kavramı, s. 269.

¹¹⁰ **Balci & Turan**, s. 550, **Sönmez**, Yönetim Kontrolü Kavramı, s. 276.

¹¹¹ 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır. Kurulun 02.09.2009 tarihli ve 27337 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri-IV, No: 44) yürürlükten kaldırılmıştır. II-26.1 Sayılı Tebliğ, esasında çalışma konusunu yakından ilgilendiren yönetim kontrolünün ele geçirilmesi amacına hizmet etmekten ziyade; bir şirkette yönetim kontrolüne sahip kişi veya grupların bulunmadığı ya da hali hazırda yönetim kontrolünün sağlandığı ancak mevcut kontrol durumunda hangi oranın aşılması yahut hangi şartların gerçekleşmesi halinde şirket ortaklarına zorunlu olarak pay alım teklifinde bulunulması gerektiğinin tespit edilmesi amacına hizmet etmektedir. Bir diğer anlatımla; Tebliğ düzenlemeleri hali hazırda yönetim kontrolüne sahip olan kişi ya da grupların hangi hallerde zorunlu pay alım teklifinde bulunmaları gerektiğine ilişkin düzenlemeler içermektedir. Dolayısıyla Tebliğ düzenlemeleri, şirkette belirli kişi ya da grupların yönetim kontrolüne hali hazırda sahip olsalar dahi belirli kontrol oranını aşmaları halinde şirket ortaklarına yöneltilmesi gereken pay alım teklifini düzenlemektedir. Belirlenen kontrol oranının aşılmadığı durumlarda ise şirket üzerinde yönetim kontrolüne sahip olursa dahi bir pay alım teklifi zorunluluğu bulunmayacaktır. Bu noktada, Kanun'da yönetim kontrol oranı olarak belirtilmiş oy haklarının yüzde ellisine sahip olunması şartının bulunmadığı hallerde de yönetim kontrolüne sahip olunabileceği açıkça gözler önüne serilmiştir.

¹¹² Nitekim, SPKn ve Tebliğ ile getirilen düzenlemede, kanunkoyucunun hem genel kurulda temsil kabiliyeti hem de yönetim kurulunda temsil kabiliyetinin yönetim kontrolünün elde edilmesi olarak değerlendiren ikili sistemi benimsediği görülmektedir.

Dolayısıyla açıklanan durumlardan birinin, birbirlerinden bağımsız olarak, somut olayda mevcut olması ilgili kişi/kişi gruplarınca yönetim kontrolüne sahip olunduğu anlamına gelmektedir.

Her ne kadar yönetim kontrolüne sahip olunması iki durumdan birinin varlığına bağlansa da doktrinde yönetim kontrolü kavramından esas olarak anlaşılması gerekene ilişkin iki farklı görüş ileri sürülmekte bu kapsamda mevzuat hükümleri de iki farklı şekilde yorumlanmaktadır. Doktrindeki görüşlerden ilki yönetim kontrolü kavramını mevzuatta belirtilen şekli şartların sağlanması halinde, maddi anlamda yönetim kontrolü sağlanmamış olsa dahi, yönetimde kontrolün sağlanacağı şeklinde yorumlamaktadır. Bu kapsamda şirketin oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahip olunması halinde, şirket yönetim kurulu üyelerinin salt çoğunluğunu seçme ya da yönetim kuruluna belirtilen çoğunlukta aday gösterme imtiyazı olmasa dahi, yönetim kontrolünün sağlanacağı öngörülmektedir. Bu ifade, oy haklarının çoğunluğunun elde edilmesi ile yönetimde temsil kabiliyetinin sağlanmasından hangisine üstünlük tanındığı ile ilgilidir. Şirket sermayesini temsil eden oy haklarının çoğunluğuna sahip olan kişi/gruptan başka bir kişi/grup imtiyaz ile yönetimde temsil gücü elde etmiş ise yönetimde temsil kabiliyeti ölçüsüne üstünlük tanınmaktadır. Bunun dışında sahip olunan oy hakkının yüzde elliye geçtiği her durumda yönetim kurulunda temsil gücü verip vermediğine ayrıca bakılmayacaktır. Bu görüşü savunan yazarlar tarafından yönetim kontrolü kavramının yönetim kurulunda temsil kabiliyetinden daha geniş bir kavram olduğu ve bu nedenle yönetim kurulunda temsile indirgenmesinin hükmün yorumu açısından doğru olmadığı belirtilmektedir¹¹³.

Yönetim kontrolü¹¹⁴ kavramı, şirket yönetim kurulunda belirleyici ölçüde söz sahibi olunması olarak ifade edildiğinden ötürü¹¹⁵ doktrinde diğer yazarlarca da yönetim

¹¹³ **Altay**, Sıtkı Anlam: Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler, (Equity Joint Ventures), İstanbul, 2009, s. 388.

¹¹⁴ Yönetim kontrolü temel olarak “*bir ortaklığın karar alma mekanizmaları üzerinde etki edebilme gücünü veren hukukî araçlara sahip olunması*” olarak bir fiili durumu ifade etmektedir. Yönetim kontrolünün bu tanımı maddi anlamda yönetim kontrolüne işaret etmektedir. Nitekim maddi anlamda yönetim kontrolü bakımından kontrolün sağlanmasını sağlayan hukuki araçlardan ziyade araçların Şirket üzerindeki etkisi üzerinde durulmaktadır. Şekli anlamda yönetim kontrolünün sağlandığından söz edebilmek için ise elverişli hukuki araçlara belirli nicelikte sahip olmak veya belirli niceliksel yoğunlukta kullanma imkânına sahip olmak gerekmektedir. Bkz: **Sönmez**, Yönetim Kontrolü

kontrolünün sağlanması olgusu, yönetim kurulu kararlarını almaya yetecek oranda yönetim kurulu üyesi belirlemeye imkân veren sermaye çoğunluğunu elde etmek olarak tanımlanmış ve yönetim kurulunda salt çoğunlukla temsil edilmeye indirgenmiştir¹¹⁶. Bu bakımdan yönetim kontrolünden bahsedilebilmesi için, hükmedici etkinin şirketin temel yönetim politikaları ile ilgili tüm iş ve işlemlere ilişkin olması gerekmektedir¹¹⁷. Dolayısıyla salt şirket oy haklarının yüzde ellisinden fazlasına sahip olunması, kontrolün ele geçirilmesi için yeterli olmamakla birlikte sahip olunan oy imtiyazının yönetim kurulunda üye seçimine de mutlak üstünlük sağlaması gerektiği düşünülmektedir¹¹⁸.

Tartışılan iki görüş kapsamındaki kanaatimizce yönetim kontrolünü şirket yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu seçebilme hakkına indirgeyerek hükmü dar yorumlayan görüş, yönetim kontrolünün mahiyetiyle örtüşmektedir. Nitekim yönetim kontrolünden bahsedilebilmesi için, hükmedici etkinin şirketin temel yönetim politikaları ile ilgili tüm iş ve işlemlere ilişkin olması gerekmekte olup şirket yönetim kurulu üyelerinin salt çoğunluğunun seçilememesine karşın oy haklarının yüzde ellisine sahip olunması halinde, yönetim kontrolünün sağlanmış olduğundan bahsedilemeyecektir.

1.2.2. Çağrı Yoluyla Oy Toplanması Suretiyle Elde Edilecek Kontrol Oranı

Halka açık anonim şirketlerde kontrolün ele geçirilmesi yöntemlerinden¹¹⁹ bir diğeri şirket genel kurullarında pay sahiplerinin iradesini doğrudan aktaran üçüncü kişiler aracılığıyla oy kullanılması yani ‘vekâlet toplanması’¹²⁰ suretiyle gerçekleşmektedir¹²¹.

Kavramı, s. 266 vd. **Manavgat**, Çağlar: Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Ankara, 2016, s. 358.

¹¹⁵ **Türkyılmaz**, Sermaye Piyasası Hukukunda Pay Alım Teklifi Zorunluluğu, s. 42.

¹¹⁶ **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 150.

¹¹⁷ **Sönmez**, Yönetim Kontrolü, s. 265.

¹¹⁸ **Manavgat**, Halka Açık Anonim Ortaklıklar, s. 358.

¹¹⁹ Aşağıdaki bölümde inceleneceği üzere; aleni pay alım teklifleri, vekâleten oy toplanması suretiyle yönetimin ele geçirilmesi yöntemine nazaran daha başarılı ve etkin sonuç getiren bir yöntemdir. Bkz: **Bainbridge**, Stephen M.: Redirecting State Takeover Laws At Proxy Contests. Wisconsin Law Review, 1992(4), s. 1074 (HeinOnline) ; **Doğru**, s. 396.

¹²⁰ **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 80.

¹²¹ **Manne**, Henry G. :Mergers and the Market for Corporate Control, s. 114, Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2, 1965, s. 114,

Amerikan hukukunda doğmuş ve “Proxy”¹²² olarak adlandırılan genel kurullarda vekâleten oy kullanabilme sistemi, şirket yönetiminden memnun olmayan pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına katılmama eğilimleri¹²³ doğrultusunda, temsilcilerine talimat vermek yerine doğrudan doğruya kullanılacak oyların yönünü belirtecek şekilde yazılı talimat vermesi şeklinde ortaya çıkmıştır¹²⁴. Proxy yöntemi, şirket genel kurul toplantısında ele geçirme işlemini sağlayacak kararlar alınmasına ya da şirketin ele geçirilebilmesi için bu yönde olumlu karar verebilecek yönetim kurulu üyelerini seçmeyi öngörür¹²⁵. Şirket kontrolünü ele geçirerek yönetimi elde etme arzusu, mevcut şirket yönetimi ve muhalif pay sahipleri arasında vekâlet savaşlarını (Proxy fights) oluşturmuştur.¹²⁶ Şirket pay sahipleri ve yönetim arasındaki gerginliklerin bir ürünü olan Proxy fights, bu sebeple iki çıkar grubu arasındaki ekonomik bir savaş olarak lanse edilmektedir¹²⁷.

Amerikan hukukunda yaygın bir şekilde kullanılan Proxy, 1934 Securities Exchange Act (SEA/ABD Menkul Kıymetler Kanunu) md. 14-a hükmü içerisinde düzenlenmiş olup ayrıca çağrı yoluyla oy toplanmasına ilişkin düzenlemeler hususunda Securities and Exchange Commission’a (SEC/ABD Menkul Kıymetler Komisyonu) yetki verilmiştir¹²⁸. 1934’teki SEA düzenlemesinden bu yana, bir vekâlet savaşı yürütmenin maliyeti önemli ölçüde artmış olup SEC felsefesinin, vekâlet sistemini, pay sahiplerinin

https://www.jstor.org/stable/1829527?seq=5#metadata_info_tab_contents, (ET: 04.02.2021); **Doğru**, s. 396.

¹²² Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda “Proxy”e ilişkin düzenlemeler Securities Exchange Act 14.a maddesi ile düzenlenmiş olup ilgili hükümlerin yürütülmesi Securities Exchange Commission tarafından yürütülmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz: **Armstrong**, J.: “Regulation Of Proxy Contests By The SEC” Virginia Law Review, 42(8), 1075-1086, 1956, (HeinOnline) Ayrıca bkz: **Turanboy** Asuman: Anonim Şirketlerde Temsilci Aracılığıyla Oy Kullanma ve Hissedarlara Çağrı Yoluyla Oyda Vekâlet, AÜHFD, 1996, C. 45, S. 1- 4., s. 432 vd; **İhtiyar**, Mustafa: Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta Basım, İstanbul, 2006, s. 207-210.

¹²³ Proxy sistemini, genel kurulun işlerliğini kazandırma amacına hizmet eden bir sistem olarak tanımlamak da mümkündür; **İhtiyar**, s. 211.

¹²⁴ **Şehirali Çelik**, s. 53; **Gündüz**, Seçil: “ Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Pay Sahiplerinin Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kuruluna Etkin Katılımı, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü” 2001, s. 14, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/438>, (ET: 13.02.2021); **İhtiyar**, s.210; **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, dn:367, s. 197; **Tekinalp**, Yönetime Katılma Sorunları, s. 61-62; **Çeker**, Mustafa: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahiplerinin Yönetime Katılması, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2004, Cilt 13, Sayı 1, 37-56, s. 48 , <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/50155> , (ET:13.04.2021).

¹²⁵ **Sarıkamış**, s. 52.

¹²⁶ **İhtiyar**, s. 213.

¹²⁷ **Şehirali Çelik**, s. 53.

¹²⁸ **Doğru**, s. 396; **Turanboy**, s. 434; **Çeker**, Yönetime Katılma, s. 48.

gerçekleşen toplantılara olabildiğince yakın ve gerçek bir şekilde katılabilmesi ihtiyacını karşıladığını söylemek mümkündür. Bu sebeple bugün proxy'nin gerçek bir oy vermekle eşdeğer olduğu ve tamamen pay sahibinin kendi iradesi doğrultusunda bir oy kullanılmış olduğundan, şirket işlerinin tüm yönleri hakkında tam ve doğru bir bilgilendirme gerçekleştirilmiş olduğu söylenebilecektir¹²⁹.

Proxy sisteminin temel özelliği; genel kurula katılmak istemeyen pay sahibinin doğrudan bir şekilde, kendi adına genel kurulda kullanılacak oyun yönünü belirtmek suretiyle¹³⁰ bir belge vermesi esas olup tayin edilen temsilci tarafından belgede yazılanlar doğrultusunda oy hakkı kullanılması olup böylelikle temsilcilerin pay sahiplerinin iradesi hilafına yahut daha farklı bir oy kullanmasını önüne geçilmiş olacaktır¹³¹. Bu sebeple Proxy bir temsil belgesi olmaktan ziyade pay sahibinin iradesini doğrudan aktaran bir iletim aracıdır¹³². Öyle ki Pash, Proxy için *“genel kurul gündem maddelerinin gösterildiği bir ankete cevap kağıdı gibidir”* ifadelerini kullanmaktadır. Bu özelliği ile Proxy, pay sahibinin iradesinin yazılı olarak genel kurula ulaştırılması kurumuna verilen isimdir ve pay sahibinin iradesi adeta bir ulak tarafından genel kurula sunulmaktadır. Hal böyle olunca bir temsilin varlığından ziyade pay sahibi iradesinin bir elçi tarafından muhataba ulaştırılması söz konusu olmaktadır¹³³. Proxy'nin temsil yetkisi vermemesi sebebiyle TTK md. 425 hükmünde düzenlenen genel kurulda temsil hükümlerinden daha farklı bir yapı olduğu belirtilmektedir¹³⁴. Nitekim TTK hükümleri

¹²⁹ Manne, s. 115.

¹³⁰ Proxy sisteminde, pay sahibi adına oy kullanacak kişi, pay sahibinin talimatlarına uymak zorundadır. Bu sebeple Proxy sisteminin en cazip yanı, vekilin pay sahibinin iradesini doğrudan genel kurula aktarabilmesidir. **Tekinalp**, Ünal: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları, İstanbul, 1979, s. 62; **İhtiyar**, s. 209.

¹³¹ **Şehirali Çelik**, s. 53; **Gündüz**, s. 14; **Sarıkamış**, s. 52; Vekâletname verilen kişiler genellikle şirket yönetim kurulu üyeleri yahut yönetim kurulu üyelerini seçmeye yetkili pay sahipleridir.

¹³² **Tekinalp**, Yönetime Katılma Sorunları, s.62; **Gündüz**, s. 14; **Çeker**, M.: Halka Açık Anonim Şirketlerde Temsilci Aracılığıyla Oy Kullanma ve Pay Sahiplerine Çağrıda Bulunarak Vekalet Toplanması, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 18(1), 1995, s. 181, <https://www.jurix.com.tr/article/6125>, (ET: 03.02.2021); **Şehirali Çelik**, s. 53-54.

¹³³ **Çeker**, Vekalet Toplanması, s.181; **Tekinalp**, Yönetime Katılma Sorunları, s.62; **Yasaman**, Menkul Kıymetler, s. 243 vd.; **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması, dn: 367, s. 197.

¹³⁴ **Tekinalp**, Yönetime Katılma Sorunları, s. 62, **Şehirali Çelik**, s.53. Amerikan hukukunda vekâlet ve temsil kavramları hukukumuzda olduğu gibi birbirlerinden farklı anlam taşıyan kavramlar değildir ki bu sebeple hukukumuzda Proxy'nin niteliğine ilişkin tartışmalar yaşanmıştır. Öğretide, Poroy ve Pulaşlı'nın da içerisinde olduğu bir grup proxyi temsil kavramıyla bağdaştırırken Moroğlu ve İmregün'ün aralarında olduğu bir diğer grup ise vekâlet kavramıyla bağdaştırmaktadır. Öğretide yaygın şekilde kabul edilmiş bir diğer yoruma göre ise; Proxy tamamen kendine özgü bir oy kullanma şeklidir. Bkz: **İhtiyar**, s. 209.

uyarınca genel kurulda vekâleten oy kullanılması durumunda, vekilin her zaman vekil edenin rızası hilafına oy kullanması mümkündür ve dahası bu oylar geçerli sayılacaktır¹³⁵. Ancak Proxy sisteminde, üçüncü kişi, pay sahibinin iradesini Proxy belgesi üzerinde yazan bilgiler ışığında doğrudan ileteceğinden, pay sahibinin iradesi dışında bir oy kullanımından bahsetmek mümkün değildir¹³⁶.

Şahsına münhasır bir kurum olarak nitelendirilen Proxy usulü¹³⁷, özellikle kendi başlarına yönetimde herhangi etkin bir role sahip olamayan küçük pay sahiplerinin oylarının yönlendirilerek ve bu suretle yönetim kontrolünün ele geçirilmesi açısından büyük önem taşımaktadır¹³⁸. Bu sebeple genel kurulda oyların hangi yönde ve ne şekilde kullanılacağına dair pay sahiplerine karşı bir yön gösterme mücadelesi yaşanmaktadır¹³⁹. Tek başlarına ve dağınık halde kullanılan oyların bir etkinliğinin olmayacağı sebebiyle pay sahipleri ikna edilerek mevcut yönetimin devamı yahut şirket yönetiminin değiştirilmesi hususunda oyların belirli yönde kullanılması noktasında yönlendirilmektedirler¹⁴⁰.

Manne, “Proxy Fights” kavramını; en çarpıcı, en bilinen ama aynı zamanda en pahalı ve kesin olmayan bir ele geçirme yöntemi olarak tanımlamaktadır¹⁴¹. Kontrolün ele geçirilmesi arzusunda olan kişilerin kontrolü ele geçirmeye yetecek miktarda sermayelerinin olmadığı durumlarda, Manne’in anlatımıyla “*yarım somun ekmeğe razı olarak*” Proxy yöntemiyle ele geçirme faaliyetinde bulunduğu görülmektedir. Her ne kadar ilk bakışta, Proxy yöntemi ile ele geçirmelerin temel mantığının fazla sayıda paya sahip olma şartını getirmemesinden ötürü bu yöntemin ucuz bir ele geçirme şekli olduğu intibai uyansa da ele geçirme durumunda şirket yöneticilerine ödenecek yüksek tazminatların gündeme gelmesi halinde yöntemin pahalı bir hale gelebileceği görülmektedir. Bu sebeple; vekâletname savaşlarının yönetim politikaları ile değil

¹³⁵ Çeker, Vekâlet Toplanması, s. 184-185.

¹³⁶ Çeker, Vekâlet Toplanması, s. 184-185; İhtiyar, s. 209.

¹³⁷ Proxy (Çağrı Yoluyla Vekaleten Oy Toplanması) Hakkında Detaylı bilgi için bkz: Mustafa İhtiyar, Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, Beta Basım A.Ş., Mayıs 2006, İstanbul, s. 321 vd.

¹³⁸ İhtiyar, s. 213.

¹³⁹ Gündüz, s. 14.

¹⁴⁰ Gündüz, s. 14.

¹⁴¹ Manne, s. 114; Bainbridge, s. 1074.

içeriden öğrenenlerin¹⁴² ticareti söz konusu olduğunda nispeten daha sık kullanılacağını göstermektedir¹⁴³. Belirtilenlere ek olarak Proxy mücadelesinde şirket pay sahipleriyle irtibata geçilerek bilgi verilmesi, ki HAO'lardaki çok sayıda pay sahipleriyle irtibata geçilecektir, için de ekonomik bir güç gerektirdiğinden Proxy kullanımının oldukça masraflı bir yöntem olduğunu söylemek mümkündür¹⁴⁴.

Her ne kadar kendine özgü olarak nitelendirebileceğimiz ve hukukumuzdan farklı bir temsil ve vekâlet ilişkisi içerse de proxy kavramı ile hukukumuzdaki çağrı yoluyla vekâleten oy toplanması kavramlarını benzeştirmek mümkündür. Bu kapsamda Proxy uygulamasıyla benzerlik teşkil eden ilk uygulama, hukukumuzda Kurul tarafından çıkarılan Seri: IV, No:8 sayılı Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekâleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yolu ile Vekâlet ve Hisse Senedi Toplanmasına ilişkin Esaslar Tebliği (Seri: IV, No:8 Sayılı Tebliğ) ile yapılmış olup anılan Tebliğ'in yürürlükteki hali II-30.1 Sayılı Vekâleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekâlet Toplanması Tebliğidir¹⁴⁵. Bu sebeple çağrı yoluyla vekâlet toplanmasına ilişkin hususlar güncel hükümler uyarınca yürütülmektedir¹⁴⁶. Anılan düzenleme ile Türk Hukukuna bir nevi Proxy sistemi getirilmek istendiğini söylemek mümkündür¹⁴⁷. Düzenlemenin amacı şirket genel kurullarına bizzat katılamayacak durumda olan yahut kendisinden daha bilgili ve deneyimli kişilerin kendisi adına toplantıya katılmasına

¹⁴² "İçeriden Öğrenen" kavramı hakkında ayrıntılı bilgi için bakınız: Çağlar Manavgat, "Türk Hukukunda İçerden Öğrenen Kavramı", BATİDER, C. XIX, S. 4, Ankara, 1999; **Manavgat**, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 101-107; **İhtiyar**, s. 180 vd. Amerika Birleşik Devletleri'nde içeriden öğrenenler kavramına ilişkin ilk hukuki düzenleme; Williams Act 14.e hükmüne binayen Securities Exchange Commission tarafından 1980 yılında yayımlanan 14.e.3 kuralı uyarınca yapılmıştır. 14.e.3 kuralı olarak bilinen düzenleme uyarınca; hedef şirketten, ortaklık yönetici, pay sahibi, denetçisi gibi kişilerden yapılan teklif hakkında bilgi edinilmesi halinde, bilgi edinen kişiler içeriden öğrenen kişi sayılırlar ve bu kişilerin hedef şirketle ilgili kamuya açık olmayan bilgileri edindiğinden ötürü ortaklığa ilişkin ticaret yapma yasağına tabidirler. İngiltere'de içeriden öğrenenlere ilişkin ilk düzenlemeler ise 1985 The Company Securities Act madde 8 vd ve City Code Rule 4 hükümlerinde yapılmıştır. **Bkz: Banoff**, Barbara Ann; The Regulation of Insider Trading in the United States, United Kingdom, and Japan, Michigan Journal of International Law, Vol.9, Is:1, 1988, 145-170, (HeinOnline).

¹⁴³ **Manne**, s. 114. Karşı yönde bkz: **Sarıkamış**, s. 52-53. Sarıkamış vekâlet toplanması yoluyla ele geçirme maliyetlerinin düşüklüğünü savunarak bu düşüklüğün sebebini vekâletnamelerin bedelsiz devredilmesi olduğunu savunmaktadır. Ancak vekâletname toplama girişiminin hedef şirket pay senedi fiyatlarını artırmadaki etkisi göz önünde bulundurulduğunda bu yöntemin öngörülenden daha yüksek fiyatlarla sonuçlanabileceğini de belirtmektedir.

¹⁴⁴ **İhtiyar**, s. 214.

¹⁴⁵ 24/12/2013 tarihli ve 28862 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

¹⁴⁶ **Şehirali Çelik**, s. 54; **Doğru**, s. 369.

¹⁴⁷ **Yiğit**, İlhan: Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İşleyişi ve Ortaya Çıkan Sorunlar, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2005, s. 73.

istekli olan pay sahipleri adına oy kullanılmasını sağlamaktır¹⁴⁸. Anılan Tebliğ'in ikinci bölümünde düzenlenen çağrı yoluyla vekâlet toplanması uygulaması ile pay sahibi sayısı giderek artan halka açık anonim şirketlerde, pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına karşı ilgisiz duruşlarının giderilebilmesi ve tek başına etki edemeyecek nitelikteki küçük pay sahiplerinin oy haklarının ortak bir amaç doğrultusunda¹⁴⁹ yönlendirilerek etkin bir karar aldırılabilmesi çabası içerisinde bulunduğu görülmektedir. Nitekim halka açık şirketlerdeki çoklu pay sahipliği yapısı, genel kurulların toplanamaması sonucuna sebebiyet verebileceğinden çağrı yoluyla pay sahiplerinden vekâlet toplanması yöntemi ile bu tarz sıkıntılar bertaraf edilmiştir¹⁵⁰.

Anılan Tebliğ'in¹⁵¹ md.11/1 hükmü¹⁵² lafzından yönetimin ele geçirilmesi amacıyla çağrı yoluyla vekâleten oy kullanılması yöntemine başvurulabileceği açıkça belirtilmiştir. 11'inci madde 4'üncü fıkrası gereğince çağrı yoluyla vekâlet toplanılan hallerde, fiziki olarak oy kullanacak pay sahipleri ile vekillerin genel kurulda oyların oy pusulaları vasıtasıyla yazılı olarak kullanması zorunlu tutulmuştur¹⁵³.

Çalışma kapsamında incelenen yönetimin ele geçirilmesi bakımından; mülga Seri: IV No:8 sayılı Tebliğ ve yürürlükteki düzenlemelerini içeren II-30.1 sayılı Tebliğ arasındaki en büyük benzerlik şüphesiz; her iki Tebliğ'de de çağrı yoluyla vekâlet toplanmasına ilişkin hükümlerin şirket yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay

¹⁴⁸ **Turanboy**, s. 432.

¹⁴⁹ Bu amaç genellikle yönetim kontrolü değişikliklerinin sağlanmasıdır.

¹⁵⁰ **Turanboy**, s. 433; **Gündüz**, s. 14.

¹⁵¹ TTK düzenlemeleri ile pay sahiplerinin temsilci aracılığıyla genel kurulda oy kullanabilmesi imkânı, halka açık anonim şirketler bakımından çağrı yoluyla hisse senedi toplanması düzenlemelerinin önünü açmış bulunmaktadır. Nitekim özellikle halka açık anonim şirketlerde pay ile pay sahibi arasındaki ilişkinin sıkı olmaması, çağrı yoluyla vekâlet toplanması düzenlemelerinin uygulanabilirliğini destekler niteliktedir.

¹⁵² *"Halka açık ortaklıkların pay sahiplerinden çağrı yoluyla, genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekâlet istenebilir. Vekalet toplama çağrısı, ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacı dahil, genel kurul gündeminde yer alan tüm hususlar için gerekçe belirtilmek suretiyle yapılabilir."*

¹⁵³ Çağrı yoluyla toplanan vekaletlere göre oy kullanılacak durumlarda, oyların yazılı olarak kullanımının zorunlu tutulması oy hakkını hangi yönde kullanıldığının tespiti amacıyla yöneliktir. Nitekim toplanan vekaletlere istinaden kullanılacak oy bakımından, oyun pay sahiplerinin iradesi doğrultusunda kullanılacağına ilişkin taahhüt altına girilmiştir. Taahhüdün yerine getirilip getirilmediği ise oyun ancak yazılı şekilde kullanılması halinde mümkündür, **Turanboy**, s. 436; **Çeker**, Vekâlet Toplanması, s. 193.

sahiplerine çağrıda bulunulabilmesine ilişkin düzenlemedir¹⁵⁴. Bununla birlikte; mülga Tebliğ'in 13'üncü maddesi uyarınca; pay sahibinin yalnızca yönetimi ele geçirme amacıyla ilgisi kurulamayan gündem maddeleri için, vekile talimat verme yetkisine sahip olduğu belirtilmişken yürürlükteki Tebliğ'de bu husus ayrıca düzenlenmemiş bulunmaktadır¹⁵⁵. Bir başka anlatımla mülga Tebliğ, vekile verilen temsil yetkisi sınırlarını yönetimin ele geçirilmesi dışındaki hususlar olarak düzenlemişken¹⁵⁶; yürürlükteki Tebliğ'i açıkça yönetimin ele geçirilmesi amacı da dâhil olmak üzere vekâleten oy toplanabileceğini ve bu yönde temsil yetkisi verilebileceğini düzenlemiştir.

Mülga Tebliğ düzenlemeleri gereğince; yönetim kontrolünü değiştirmek amacıyla vekâlet toplayan kişiler için; Tebliğ md. 13/1 hükmü doğrultusunda, pay sahibinin vekâletnamede ilgili gündem maddesi için vekilin serbest olduğunu belirten kutucuğu işaretlemesi gerekmektedir¹⁵⁷. Çağrı yoluyla vekâlet toplama sürecinin yönetimde kontrolü sağlama amacına hizmet ettiği düşünüldüğünde, bir an için Tebliğ'in md.13/1 düzenlemesinin mevcut olmadığı ve vekâlet toplayan kişilerin yalnızca pay sahibi tarafından verilen talimata uygun şekilde oy kullandığı durumda, dağınık oyların yönetimde kontrol değişikliği yapamayacağı ve bu suretle çağrı yoluyla vekâlet toplayan kişilerin amaçlarına erişemeyeceğine şüphe olmazdı. Nitekim sözü edilen durumda en iyi ihtimalle vekâlet toplayan kişiler her bir pay sahibi ile müzakere sürecini yürüterek halka açık anonim şirketlerde sayısı oldukça fazla olan pay sahiplerini belirli bir yönde talimat vermesi noktasında ikna etmeye çalışacak ve bu durum büyük bir zaman kaybına ve oldukça yorucu ve zorlayıcı bir sürecin yürütülmesine sebebiyet verecekti. Bununla birlikte harcanan yoğun emek ve zamanın karşılığında, istenilen yönde bir talimat alınamaması da mümkün olabilirdi. Yürürlük Tebliğ'inde ise açık bir şekilde yönetim kontrolünün sağlanması amacıyla yapılan vekâlet toplama çağrısı sonucunda, pay sahibinin vekile bu hususla ilgili bir talimat

¹⁵⁴ Bkz: Seri IV No:8 Sayılı Tebliğ md.11/1, Seri II No:30/1 Sayılı Tebliğ md.13.

¹⁵⁵ Seri-IV No:8 sayılı Tebliğ md.13/1: *"Çağrı yoluyla vekâlet toplanması halinde Ek.2'de yer alan vekâletname formuna, Ek.3'de verilen "Bilgi Formu"nun eklenmesi zorunludur. Bu durumda, müvekkil, yönetimi ele geçirme amacıyla ilgisi kurulamayan gündem maddeleri için, vekile talimat verme yetkisine sahiptir."* Bu sebeple pay sahibinin, gündemde olan her bir madde için görüş bildirme ve talimat verme yetkisi bulunmamaktadır. **Çeker**, Vekâlet Toplanması, s. 191-193.

¹⁵⁶ Şirket yönetimini ele geçirebilmek amacıyla vekâlet toplayan kişilerin bu amaçlarını gerçekleştirebilmeleri için, bu konudaki kısımlarda pay sahibinin, vekilin serbest olduğuna ilişkin kutucukları işaretlemesi gerekir. **Çeker**, Vekâlet Toplanması, s. 191.

¹⁵⁷ **Çeker**, Vekâlet Toplanması, s. 191.

veremeyeceğine ilişkin açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak II-30.1 sayılı Tebliğ'in 12'nci ve 13'üncü maddelerinde; çağrı yoluyla vekâlet toplamak isteyenlerin, Tebliğ ekinde bulunan Ek-2 numaralı formu doldurması gerektiği belirtilmiştir.

Pay sahibi, çağrı yoluyla vekâlet toplayan kişiye, çağrıda bulunan tarafından görüş belirtilmeyen gündem maddelerine ilişkin talimatlarını Ek-2'de yer alan vekâlet formunu kullanarak bildirir¹⁵⁸. Ek-2 numaralı form incelendiğinde; pay sahibinin bir numaralı alanda belirtmediği gündem maddeleri için iki numaralı alandaki c bendinin seçilmesi halinde; gündem maddesi özelinde talimatlar ilgili genel kurul gündem maddesinin karşısında verilen seçeneklerden birini işaretlemek suretiyle tamamlanır. Bu aşamada, pay sahibi "serbest" sütununu işaretlerse; bu husus vekilin kendi görüşü doğrultusunda oy verebileceği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla şirket yönetimini ele geçirme amacıyla vekâlet toplayan kişiler için, pay sahiplerinin bu sütunu işaretleyerek, vekâlet toplayanların amacına ulaşabilmesini sağlamış olacaktırlar.

Bununla birlikte her ne kadar pay sahibi tarafından temsilci aracılığıyla oyların belirli bir yönde kullanılmasına ilişkin talimat verilmiş olsa dahi, oyların pay sahibinin iradesi hilafına kullanılarak şirket kontrolünün ele geçirilmesine sebebiyet verilebilecek bir işlem gerçekleşmesi durumunda ne olacağı hususu da Tebliğ düzenlemelerinde mevcuttur. Nitekim II-30.1 Sayılı Tebliğ'in Vekilin Yetkisinin Sınırlarını düzenleyen 9'uncu maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca¹⁵⁹, talimata aykırı şekilde kullanılan oyların geçerli olacağı açıkça düzenlenmiştir. Dolayısıyla her ne kadar hukuk düzeni hakkın kötüye kullanımını korumamakta ise de salt yönetimi ele geçirme amacıyla vekâlet toplayan pay sahiplerinin iradesi hilafına oy kullanılması halinde bu oyların tamamının geçerli olacağı ancak genel hükümler uyarınca taraflar arasında tazminat hukukuna ilişkin taleplerde bulunulacağı görülmektedir.

Görüldüğü üzere, vekâleten oy toplanması sisteminde, pay sahibi vekil olarak tayin ettiği kişiye bazı konularda ilgili oyun yönünü doğrudan bildirebileceği gibi bazen yalnızca talimat vererek vekilin pay sahibinin menfaatleri doğrultusunda oy

¹⁵⁸ II-30.1 sayılı Tebliğ md. 12.

¹⁵⁹ "...Ancak, vekil tarafından talimata aykırı hareket edilmesi, oyu geçersiz kılmaz. Vekilin, pay sahibinin talimatlarına uygun hareket etmemesi halinde genel hükümler uygulanır."

kullanabilmesi olanaklıdır¹⁶⁰. Dolayısıyla Proxy sisteminde, vekâlet toplayan üçüncü kişi herhangi bir irade beyanında bulunmayıp salt bir haberci niteliğindedir. Ancak çağrı yoluyla vekâleten oy toplanmasında temsilci, şirket genel kurulunda pay sahibi adına bir irade beyanında bulunur. Nitekim vekâleten oy toplanması yönteminde, kişiye talimat verilmesi yahut kişinin serbest bırakılması, temsilci sıfatı göz çarpar hale gelir¹⁶¹. SPKn ve ilgili Tebliğler aracılığıyla düzenlenen çağrı yoluyla vekâleten oy toplanması sisteminde, vekile talimat verilmemesi halinde vekilin kendi iradesiyle oy kullanabilmesi sistemin, Proxy sisteminden açıkça farklılığını ortaya koymuştur¹⁶².

1.2.3. Hedef Şirket Yönetim Kontrolünü Ele Geçirmeye Elverişli Pay İktisap Yöntemleri

Şirket ele geçirmelerinde kullanılan yöntemler esas olarak pay alım teklifleri çerçevesinde gerçekleştirilmekte olup pay alım tekliflerine ilişkin hukukumuz düzenlemeleri, SPKn başta olmak üzere Kurul Tebliğleri ile ayrıntılı şekilde tanzim edilmiştir. Şirket kontrol mücadelesinde vekâletname suretiyle oy kullanmaktansa doğrudan pay alım teklifi yapılarak ve mülkiyet hakkına dayanarak bu mücadeleyi vermek, harcanan emek, zaman ve para gözetildiğinde sıklıkla tercih edilen bir yöntem halinde gelmiştir¹⁶³. Yönetim kontrolünün ele geçirilmesine ilişkin pay alım yöntemleri aşağıdaki gibi sıralanmıştır¹⁶⁴.

1.2.3.1. Pay Alım Teklifi

Şirket ele geçirmelerinde en sık başvuru¹⁶⁵ yöntemlerden biri, hedef şirket pay sahiplerine yönelik pay alım teklifinde¹⁶⁶ bulunulmasıdır¹⁶⁷. Pay alım teklifi, kontrolü

¹⁶⁰ Çeker, Yönetime Katılma, s. 49.

¹⁶¹ Çeker, Yönetime Katılma, s. 53.

¹⁶² Yiğit, s. 209.

¹⁶³ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 1.

¹⁶⁴ Şehirali Çelik, s. 58.; Doğru, s. 51 vd.; Manne, s. 262;

¹⁶⁵ Öyle ki şirket ele geçirmelerinde en çok başvuru¹⁶⁵ yöntem olduğundan, aleni pay alım teklifleri, şirket ele geçirmeleri olarak da adlandırılmaktadır. Nitekim Kabaalioglu, aleni pay alım tekliflerini: “şirket ele geçirmeleri” “hisse senetlerinin toplanması yoluyla şirkete hakim olma” olarak adlandırmaktadır. Bkz: Kabaalioglu, Haluk A., “Ortaklıkların Ele Geçirilmesi Yöntemleri ve Hukuki Düzenleme Sorunu”, BATİDER, C.10, S.4,1980, s. 881 vd.

¹⁶⁶ Doktrinde aleni pay alım teklifi terimini literatüre kazandıran kişi Çağlar Manavgat’tır. Bkz: Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer- Takeover Bids), 1997.

ele geçirilmek istenen hedef şirket paylarını satın almak adına pay sahiplerinin tümüne yönelik gerçekleştirilmektedir. Bu teklif sonucunda hedef şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesi yahut şirkette mevcut kontrolün güçlendirilmesi amaçlanmaktadır¹⁶⁸. Teklif veren, pay alım teklifi sonucunda şirkette yönetim kontrolünü sağlayacak payları yahut hedef şirket paylarının tümünü, karşılığında nakit yahut menkul kıymet vererek satın alma isteğini dile getirmektedir¹⁶⁹.

Pay alım tekliflerinin genel hukuki sürecine bakıldığında, bu kurumun Anglo-Amerikan hukuku sistemi ürünü olduğu görülmektedir¹⁷⁰. Ancak ortak hukuk sistemini benimsemiş olmalarına karşın; Anglo-Amerikan hukuk sistemindeki ülkeler arasında dahi pay alım teklifleri konusuna farklı yaklaşımlar getirilmiştir¹⁷¹. Nitekim pay alım teklifleri, Amerikan hukuk sisteminde ‘tender offer’ olarak adlandırılırken İngiliz hukuk sistemindeki karşılığı ‘takeover bids’ olarak bilinmektedir¹⁷². Aleni pay alım teklifleri için doktrinde; ‘ortaklıkların ele geçirilmesi’¹⁷³, ‘hisse senetlerinin toplanması yoluyla hâkimiyetin sağlanması’¹⁷⁴, ‘ortaklığın kontrolünü ele geçirme aracı olarak pay alım önerisi’¹⁷⁵ ‘genel alım önerisi’¹⁷⁶ ‘çağrı yoluyla hisse senedi toplanması’¹⁷⁷ tanımları da

¹⁶⁷ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 2 vd; **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 406; **Karababa**, s. 231. Her ne kadar aleni pay teklifleri, çoğunlukla ortaklık kontrolünün ele geçirilmesi amacıyla yapılsa da yapılan teklifin her zaman başarıya ulaşması mümkün olmayabilir. Bununla birlikte aleni pay alım teklifi, mevcut pay sahipliği pozisyonunun korunması ve devamı amacıyla da yapılabilmektedir. Aynı yönde bkz: **Karababa**, Satın Alma Hakkı, s. 234; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 115.; **Şehirali Çelik**, s. 61 ; **Sarıkamış**, s. 52-53; **Karacan**, Ali İhsan & **Karacan** Esra, Pay Alım Teklifi, Legal Yayıncılık, İstanbul, 2018, s. 7; **Dinç**, s. 19.

¹⁶⁸ **Şehirali Çelik**, s. 58; **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 7; **Hacımahmutoğlu**, Pay Alım Önerisine İlişkin İnceleme, s. 95-96; **Yasaman**, s. 234; **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 173, **Karababa**, s. 231; **Yeşiltepe**, Salih Önder: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları, Seçkin Yayınevi, Ankara, 2015, s. 69; **Uzunhasanoğlu**, s. 4.

¹⁶⁹ **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 173,

¹⁷⁰ **Pash**, Pay Alım Teklifi, s. 374.

¹⁷¹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz: **Manavgat**, Aleni Pay Alım Teklifi s. 20-25; **Karacan& Karacan**, s.40 vd; **Pash**, Pay Alım Teklifi, s. 374.

¹⁷² **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 8; **Pash**, Ali: “Pay Alım Teklifi, Türk Hukukunun Avrupa Birliği Hukukuna Uyumu Özel Hukuk”, İstanbul, Istanbul University Press, İstanbul, 2020, s. 373; **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 173; **Dinç**, s. 62; **Karababa**, s. 231.

¹⁷³ **Kabaalioglu**, Haluk A.:” Ortaklıkların Ele Geçirilmesi Yöntemleri ve Hukuki Düzenleme Sorunu”, BATİDER, C.10, S.4,1980, s. 881 vd.

¹⁷⁴ **Kabaalioglu**, Haluk A. : “Hisse Senetlerinin Toplanması Yoluyla Şirkete Hâkim Olma (Tender Offer-Takeover Bid.) ve Hukuki Çözümler”, İÜ. İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi, S.30, 1982, s. 59 vd.

¹⁷⁵ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 131 vd.

¹⁷⁶ **Karayalçın**, s. 347.

kullanılmıştır. Kurul tarafından çıkarılmış mülga Seri-IV No:8 sayılı Tebliğ'de çağrı yoluyla hisse senedi toplanması terimi tercih edilirken, yürürlük Tebliğ'i II-26.1 sayılı Tebliğ ve SPKn md. 25 hükmünde ise 'pay alım teklifi' kavramı uygun bulunmuştur¹⁷⁸.

Pay alım tekliflerinde; hedef şirket pay sahiplerine yönelik tüm payları satın alma teklifinde bulunan teklif sahibi, yalnızca satın alma niyetini açıklamaktadır. Bu sebeple bir icap niteliği haiz olan teklifin, hedef şirket ortakları tarafından kabul edilerek zorunlu olarak satış gerçekleşmesi gibi bir sonucun gerçekleşmesi mümkün değildir. Ancak pay alım teklifleri ortaklık paylarının gerçek değerinden daha yüksek miktarlar içermesi sebebiyle bu teklifler cazip olarak görülmekte ve hedef şirket pay sahipleri tarafından kabul edilme eğilimindedirler¹⁷⁹. Pay alım teklifi sonucunda, hedef şirkette mevcut kontrol sahibi de paylarını devredebileceği gibi, mevcut kontrol sahibinin paylarını devretmemesi halinde diğer pay sahiplerine ilişkin pay alım teklifi geçerliliğini korumaktadır. Nitekim teklif veren, mevcut yönetim sahiplerinin onayı olmasa dahi, hedef şirketteki payları iktisap ederek yönetimi ele geçirmeye çalışmaktadır¹⁸⁰. Bu durum şirketin uzlaşmasız olarak ele geçirilmesine sebebiyet verecek ve kontrolün ele geçirilmesi- elde tutulması savaşları başlatarak hedef şirketin savunma mekanizmalarına (takeover defenses) başvurma isteğini tetikleyebilecektir.

Pay alım teklifleriyle ilgili hukukumuzda yapılan ilk düzenleme Kurul tarafından çıkarılan mülga Seri-IV No:8 sayılı Tebliğ'in üçüncü bölümünde yer almaktadır¹⁸¹. Tebliğ'de pay alımlarına ilişkin ayrıca ve açıkça bir tanıma yer verilmemiş olmasına karşın Tebliğ'in md. 14 hükmü uyarınca; ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolün sağlanması amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplayabilecekleri ve md. 16 hükmü uyarınca çağrıya karşılık veren pay sahiplerinin

¹⁷⁷ **Kendigelen** Abuzer: Anonim Ortaklık-Çağrıda Bulunma Yükümlülüğü, Hukuki Mütalaalar, Cilt IV 2002, s. 227 vd; **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 405 vd; **Dinç**, s. 67; **Uzunhasanoğlu**, s. 5; **Karababa**, s. 231.

¹⁷⁸ Bkz: SPKn md. 25, **Karababa**, s. 231.

¹⁷⁹ **Aydın**, Alihan, Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, Arıkan Yayınları, İstanbul, 2008, s. 58; **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 173.

¹⁸⁰ Aleni pay alım teklifi sonrasında, yönetim kontrolünü sağlayacak miktarda kabul gelmemesi durumunda, pay alım teklifinin geçerli olmayacağına ilişkin şartlar öngörülmesi mümkündür. Nitekim aleni pay alım teklifinde bulunanların amacı yönetimde kontrolü ele geçirmek olduğundan bu amacı gerçekleştirmeye yetmeyecek düzeyde pay iktisabının bir anlam ve önemi kalmayacaktır. Detaylı bilgi için bkz: **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 174; **Dinç**, s. 64-65.

¹⁸¹ **Karababa**, s. 232.

çağrıda bulunan adına işlemleri yürüten banka ya da aracı kuruma hisselerini satarak süreci tamamlayabilecekleri düzenlenmiştir. Böylelikle teklif sahibi, yeterli miktarda payın mülkiyetini edinerek pay alım teklifi sonucunda şirketin yönetimini ele geçirmiş olacaktır¹⁸². Tebliğ'in md. 17 hükmünde ayrıksı bir düzenlemeye gidilerek pay alım teklifi sonucunda hedef şirkette kontrolü sağlayamamakla birlikte şirket paylarının %35'inin elde edilmesi durumunda, satılmak istenen ve dışarıda kalan diğer tüm hisselerin de piyasa fiyatı üzerinden satın alınması zorunluluğu getirilmiştir.

Mülga Seri-IV No:44 Sayılı Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin¹⁸³ yürürlüğe girmesiyle birlikte, Seri IV No:8 sayılı Tebliğ, Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekâleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekâlet Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği olarak isim değiştirmiş olup, çağrı yoluyla hisse senedi toplanmasına ilişkin usul ve esaslar Seri IV No: 44 sayılı Tebliğ ile ayrıca ve açıkça düzenlenmiştir. Seri IV No:44 Sayılı Tebliğ, 7'nci madde hükmünde zorunlu pay alım teklifi, 13'üncü madde hükmünde isteğe bağlı pay alım teklifi düzenlenmiştir. II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği'nin¹⁸⁴ yürürlüğe girmesiyle birlikte, Seri-IV No:8 sayılı Tebliğ yürürlükten kaldırılmış ve pay alım teklifleri bakımından gerekli düzenlemeler anılan Tebliğ içerisinde yer almıştır.

Tebliğ'in üçüncü bölümünde zorunlu pay alım teklifi¹⁸⁵, dördüncü bölümünde ise gönüllü pay alım teklifi¹⁸⁶ düzenlenmiştir.

¹⁸² **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 177.

¹⁸³ 02/09/2009 Tarih ve 27337 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

¹⁸⁴ Zorunlu Pay Alım Teklifleri hakkında ayrıntılı inceleme için bkz: Bölüm I Sermaye Piyasası Kanunu 26. Madde Uyarınca Zorunlu Pay Alım Teklifi.

¹⁸⁵ II-26.1 Sayılı Tebliğ md. 11 "(1) Gönüllü olarak yapılan kısmi pay alım teklifi, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını veya oy haklarını iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları satın almak üzere pay alım teklifinde bulunmak zorundadır. (2) Ortaklığın pay sahipliğinde herhangi bir değişiklik olmasa dahi, ortakların kendi aralarında yapacakları özel yazılı anlaşmalarla yönetim kontrolünü ele geçirmeleri sonucunda da pay alım teklifi zorunluluğu doğar." Zorunlu pay alım teklifiyle ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: **Manavgat**, s.121-124; **Karacan&Karacan**, s.227-372; **Esin** İsmail: Birleşme ve Devralmalar, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020, s. 578-588; **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 119 vd.; **Dinç**, s. 227-269; **Doğru**, s. 380 vd.

¹⁸⁶ II-26.1 Sayılı Tebliğ md. 20: "Halka açık ortaklık paylarının tamamı ya da bir kısmı için gönüllü pay alım teklifinde bulunulabilir. Payların bir kısmı için yapılan gönüllü pay alım teklifi işlemi pay alım teklifine katılmak için talepte bulunulan payların teklife konu pay sayısından fazla olması

II-26.1 sayılı Tebliğ'i pay alım teklifleriyle ilgili ilk düzenleme olan Seri-IV No:8 sayılı Tebliğ'in doğrudan bir uzantısı olarak görmek yanlış olacaktır. Nitekim Seri-IV No:8 sayılı Tebliğ'in üçüncü bölüm 14'üncü maddesinden açıkça anlaşıldığı üzere anılan düzenlemenin salt amacı; şirkette sermaye ve yönetimde kontrolü sağlamak amacıyla pay alım teklifinde bulunulmasıdır. II-26.1 sayılı Tebliğ incelendiğinde ise; zorunlu ve gönüllü pay alım tekliflerinin hizmet ettiği amaçların farklı olduğu görülmektedir. Zorunlu pay alım tekliflerinde bulunabilmek için hali hazırda yönetim kontrolünün sağlanmış olması, teklif yapılabilmesi için şart olarak aranırken, gönüllü pay alım teklifinde bulunulabilmesi için yönetim kontrolünün elde edilmiş olmasından ziyade bilakis yönetim kontrolünü ele geçirebilmek amacıyla pay alım teklifinde bulunulmaktadır¹⁸⁷. Pek tabi gönüllü pay alım tekliflerinin mevcut yönetim kontrolünün güçlendirilmesi amacıyla yapılması da mümkündür. Dolayısıyla Seri-IV No:8 sayılı Tebliğ'in üçüncü bölümünde esas gaye, pay alım teklifleri suretiyle yönetimin ele geçirilebilmesi iken; II-26.1 sayılı Tebliğ'de yönetim kontrolünü ele geçirmiş kişiler tarafından yapılması zorunlu hale gelmiş pay alım teklifi şartları ve pay alım teklifi suretiyle yönetimin ele geçirilmesi şartları olmak üzere iki temel düzenleme bulunmaktadır.

1.2.3.2. Borsadan Pay Alım Yöntemi (Münferit Alım)

Halka açık anonim şirketler özelinde, şirket kontrolünün ele geçirilmesinde başvurulabilecek bir diğer yöntem, hedef şirket paylarının borsadan satın alınmasıdır¹⁸⁸ (emekleyen pay alım teklifi- creeping takeover). Bu yöntemde hedef şirket pay sahiplerine toplu bir pay alım teklifi yöneltilmemekle birlikte, blok niteliğinde olmayan, bir diğer deyişle tek başına şirket kontrolünde değişiklik yapmaya elverişli olmayan paylar (münferit)¹⁸⁹ doğrudan borsadan toplanmaktadır. Bu süreç yavaş yavaş ve dikkatli adımlarla sürdürülmekte olup ilk başlarda gerçekleşen ufak nitelikteki pay alımları yalnızca ele geçirme teşebbüsünün ilk basamaklarını oluşturmaktadır. Sürecin

durumunda, gönüllü pay alım teklifi işlemi talepte bulunan pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratmayacak şekilde oransal dağıtım yöntemine göre sonuçlandırılır.” Gönüllü pay alım teklifiyle ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: **Karacan& Karacan**, s. 217-227; **Dinç**, s. 264 vd. **Doğru**, s. 437 vd.

¹⁸⁷ **Karababa**, s. 23; **Uzunhasanoğlu**, s. 27; **Balcı & Turan**, s. 543.

¹⁸⁸ **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması s. 179.

¹⁸⁹ **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması s. 179.

dikkat çekici olmayan bir şekilde ve zamana yayılarak yürütülmesinden ötürü hedef şirket yönetimi pay alım ve dolayısıyla gizli şekilde yürütülen ele geçirme girişiminden haberdar değildir¹⁹⁰.

Borsadan pay alım yöntemiyle gerçekleştirilen şirket ele geçirmelerinde başlıca iki büyük fayda bulunmaktadır. İlk olarak anılan yöntemin gerçekleştirilmesi uzun ve dikkat çekici olmayan bir sürece yayılmış olduğundan ve dolayısıyla hedef şirket yönetim kurulunun bu girişimden haberi olmadığından payların, çağrı yoluyla pay senedi toplanması yöntemine kıyasla çok daha düşük fiyatla elde etme imkânı tanınmaktadır. Esasen borsadan alım yöntemi daha sonrasında pay sahiplerine yöneltilecek olan pay alım teklifinin ilk basamağını oluşturmaktadır. Böylelikle teklif veren, ilk basamak olarak edinebildiği kadar payı borsadan sessiz bir şekilde toplarken pay alım teklifi yapılmasının ardından fiyatı yükselecek payları, çok daha düşük fiyatlardan edinerek ortalama maliyeti düşürmektedir¹⁹¹. Anılan yönteme ilişkin bir diğer önemli nokta ise şüphesiz borsada alım girişiminden haberdar olmayan hedef şirket yöneticilerinin ele geçirme girişimi öncesi ya da sonrasında savunma mekanizmalarına başvurarak ele geçirme girişimini engelleyici eylemlerde bulunma ihtimalini oldukça azaltıyor olmasıdır¹⁹². Şu noktada hedef şirket paylarını borsada toplayan ve teklif veren şirketin zarara uğrama ihtimali oldukça zayıftır¹⁹³. Nitekim pay alım teklifinin olumsuz sonuçlanmasında dahi; ele geçirme girişimi sebebiyle değeri artan payların edinilen fiyatın üstünde satılması suretiyle kar elde edilmesi mümkündür¹⁹⁴. Öte yandan bu yöntemin başarı ile sonuçlanabilmesinin en önemli ve gerekli şartı, hedef şirket pay sahiplerinin paylarını satma konusunda bir karara varmış ve istekli olmaları durumudur. Nitekim paylarını elden çıkarma iradesinde olmayan pay sahiplerinin varlığı durumunda anılan yöntemin uygulanması fiilen mümkün olmayacaktır.

¹⁹⁰ Şehirali Çelik, s. 58-59; Pash, Anonim Ortaklığın Devralınması s. 179.

¹⁹¹ Ancak şirket paylarının borsadan toplanmaya devam etmesi, diğer yatırımcıların toplanan hisse senetlerine talebini artırabileceğinden, şirket hisselerinin değerinde yapay bir yükselme yaratabilir ve payları borsadan toplayan şirket için maliyetin yükselmesine sebebiyet verir. Bkz: Pash, Anonim Ortaklığın Devralınması s. 179.

¹⁹² Şehirali Çelik, s. 59-60.

¹⁹³ Karşı yönde bkz: Pash, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 179.

¹⁹⁴ Şehirali Çelik, s. 59-60.

Halka açıklık oranları yüksek olan şirketlerin borsadan alım yöntemiyle hedef şirket kontrolünün ele geçirilmesi mümkün olsa dahi bu yöntemin fazlaca tercih edilmeyen bir yöntem olduğu düşünülmektedir¹⁹⁵. Nitekim II.15-1 sayılı Özel Durumlar Tebliği¹⁹⁶ md. 12/1-a hükmü gereğince payları borsada işlem gören bir şirket paylarının, gerçek veya tüzel kişiler ya da bu kişilerle hareket eden gerçek veya tüzel kişilerce belirli oranlarda iktisap edilmesi halinde bu durumun kamuya açıklanma yükümlülüğü doğmaktadır¹⁹⁷. İktisap edilen payların belirli bir oranı aşması durumunda kamuya açıklanma zorunluluğu, bu girişimin ilgililer ve tarafından öğrenilerek savunma mekanizmalarına başvurulmasına ve pay değerlerinin artışına sebebiyet verebilecektir. Bu sebeple anılan yöntemin başarıya ulaşabilmesinin; ancak Tebliğ'de belirtilen oranları aşar nitelikte bir pay alım teklifinin yapılmasının hemen ardından çağrı yoluyla pay toplanması yöntemine başvurulmasıyla ele geçirme girişiminde bulunulmasıyla mümkün olacağı düşünülmektedir¹⁹⁸.

Borsadan pay alım yöntemiyle şirket kontrolünün ele geçirilmesinde rastlanan bir diğer olumsuz durum ise borsadan payları toplanan şirket hakkında mali ve hukuki bir inceleme (Due diligence) yapılmaksızın payların toplanması uğraşı içerisine girilmesidir¹⁹⁹. Nitekim gerçeğe yakın bir pay alım teklif fiyatı belirlenebilmesi için hedef şirketin mali ve hukuki incelemesinin yapılması teklif veren açısından büyük yarar sağlayacaktır.

¹⁹⁵ Doğru, s. 294.

¹⁹⁶ 23.01.2014 tarih ve 28891 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

¹⁹⁷ II-15/1 Sayılı Tebliğ md 12: 1) "Açıklama yükümlülüğü; a) Bir gerçek veya tüzel kişinin ya da bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin doğrudan veya dolaylı olarak payları borsada işlem gören bir ihraççının sermayesindeki payının veya toplam oy haklarının %5, %10, %15, %20, %25, %33, %50, %67 veya %95 ine ulaşması veya söz konusu oranların altına düşmesi halinde bu kişiler tarafından, yerine getirilir." Ayrıca bkz: Doğru, s. 294; Paslı, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 179.

¹⁹⁸ Doğru, s. 294; Paslı, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 179. Böylelikle teklif veren, çağrıdan önce piyasa değerinden edinmiş olduğu paylarla birlikte ortalama maliyeti düşürmüş olacak ve salt çağrı yoluna başvurulmasına kıyasla daha karlı bir pay edinme yöntemini tercih etmiş olacaktır.

¹⁹⁹ Doğru, s.294. Due diligence kavramı hakkında ayrıntılı bilgi için bkz: Hasan Pulaşlı: "Şirket Satın Alma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Diligence", Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, 24(2), 203-238, 2007; Mustafa Arıkan: "Due Diligence Kavramı ve Şirket Birleşme ve Devralma Sözleşmelerinde Satıcının Sorumluluğu Hakkında TBK Hükümleri Çerçevesinde Değerlendirmeler", MÜHF Hukuk Araştırmaları Dergisi, C.22, S.1, 2017. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/274343>, (ET: 13.03.2021); Taylor Cherie. O., Santosuosso Joe, Hardie Rod & Ferber Marsha: "Transcript Of Panel Discussion: Effective Fcpa/Export Controls Due Diligence in Mergers and Acquisitions". Current": International Trade Law Journal, 2008,17(1), 28-37, (HeinOnline).

1.2.3.3. Borsa Dışı Pay Alım Yöntemi (Blok Alımlar)

II-26.1 sayılı Tebliğ'in zorunlu pay alım teklifini düzenleyen 11'inci maddesinde; yönetim kontrolünün ele geçirilme araçlarından biri olarak sayılmış blok pay alım²⁰⁰ yöntemi, esasında hedef şirketin yönetim kontrolüne sahip pay sahibi ile teklif veren arasında, hedef şirketin mevcut yönetimini elde etmesini sağlayacak orandaki payın toplu olarak satın alınması olarak tanımlanabilir²⁰¹. Blok alımlar hedef şirketin yönetim kontrolüne sahip kişi/kişiler ile yapılan müzakereler sonucunda gerçekleşen toplu pay alım/satım işlemi sonucunda gerçekleştirilmektedir²⁰². Borsa dışı pay alım yöntemi, Türk ve Kıta Avrupası hukuk sistemi özelinde, şirket ele geçirmelerinde en yaygın şekilde kullanılan yöntem olup işlem, hedef şirketin mevcut kontrol sahibinin onayı ile yönetiminin onayıyla gerçekleştirildiğinden savunma mekanizmalarına başvurulmasına gerek bulunmadığı ifade edilmektedir²⁰³. Borsa dışı pay alım yönteminde teklif veren, hedef şirketin hali hazırda yönetim kontrolüne sahip büyük pay sahipleriyle birebir temas haline geçerek pay sahiplerini paylarını satmaları için ikna etme uğraşı içerisine girmektedirler²⁰⁴. Müzakerelerin olumlu sonuçlanmasının ardından hem gerekli payların

²⁰⁰ Doktrinde blok alımlar bazı yazarlar tarafından 'takeover bid' ya da 'çağrı yoluyla hisse senedi toplanması' kavramları ile bağdaştırılmıştır. Nitekim Yasaman, blok alım yönteminin takeover bid/tender offer ile aynı olduğunu ileri sürerek konuyu bu başlık altında incelenmiştir. Bkz: Hamdi Yasaman, Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, s.232 vd. Saka ise blok pay alımları ile çağrı yoluyla hisse senedi toplanmasının aynı yöntemi ifade ettiğini savunmaktadır. Bkz: Zafer Saka, "Çağrı Yoluyla Pay Toplanması", Yasa Hukuk Dergisi, No: 259, Mart-Nisan 2005, s. 16, 17. Ancak yukarıda da açıklandığı üzere takeover bids/tender offer kavramlarının karşılığını aleni pay alım teklifleri oluşturmaktadır ki bu özellikleri ile blok pay alımlarından farklılık teşkil etmektedirler. Nitekim kurumlar arasındaki en belirgin fark aleni pay alım teklifleri hedef şirket ortaklarının tamamına ve eşitlik ilkesi gözetilerek yöneltilirken, blok pay alım teklifleri hedef şirkette mevcut kontrole sahip büyük pay sahibine yöneltilmesidir. Bu noktada akıllara aleni pay teklifinin de blok alım yönteminde olduğu gibi kısmi şekilde gerçekleşebileceğinden ötürü iki kurumun benzerlik teşkil ettiği gelebilir. Ancak şunu belirtmek gerekir ki kısmi aleni pay alım tekliflerindeki 'kısmilik', teklifin bir kısım pay sahibine yapılmasından ziyade tüm pay sahiplerine yönelik yapılması ancak belirli bir kısmının ele geçirilmesi amacına yönelik olduğudur. Dolayısıyla kısmi aleni pay alım teklifi ve blok pay alım teklifleri farklı özellikleri olan ve özellikle süjeleri farklılık teşkil eden iki kurumdur. Aynı yönde bkz: **Pashı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, dn: 279.

²⁰¹ **Pashı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 209. II-26.1 Zorunlu pay alım teklifi Madde 11 – (1) *"Gönüllü olarak yapılan kısmi pay alım teklifi, blok veya münferit alımlar ya da diğer herhangi bir yöntemle, tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber, doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını veya oy haklarını iktisap edenler, diğer ortaklara ait payları satın almak üzere pay alım teklifinde bulunmak zorundadır."*; **Şehirali Çelik**, s. 60; Türkiye'de yönetim kontrolünün değişiklikleri esas olarak borsa dışından, yönetim kontrolüne sahip kişilerle yapılan müzakereler yoluyla gerçekleştirilmektedir. Bkz: **Doğru**, s. 297.

²⁰² **Pashı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 211.

²⁰³ **Pashı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 167-168.

²⁰⁴ **Şehirali Çelik**, s. 60; **Doğru**, s. 297.

mülkiyeti hem de şirket kontrolü devredilmiş olduğundan bu işlem kontrol satışı (sale of control)²⁰⁵ olarak da adlandırılır²⁰⁶.

Bu tür ele geçirme yöntemi; muhatap alınacak pay sahibi sayısının belirli olması ve dolayısıyla işlemin kısa süreli olması ve dikkat çekmeksizin gerçekleşme imkânının olmasından ötürü avantajlı bulunmaktadır. Ancak bu yöntemin birtakım dezavantajları olduğunu söylemek gereklidir. Nitekim blok alımlarda ödenmesi düşünülen meblağın belirlenmesi noktasındaki irade, tamamıyla pay alım müzakerelerinin yürütüldüğü hedef şirketin sermayesinde büyük çoğunluğa sahip ortağına aittir. Hali hazırda hedef şirkette yönetim kontrolüne sahip olan büyük pay sahibi, yapılan blok alım teklifinin kabulünün ardından şirket üzerinde yönetim kontrolünü kaybedeceğinin bilincinde olduğundan, paylarını olması gereken değerinin çok üzerinde bir fiyat teklifinde bulunabilecektir. Bu sebeplerle blok alım yöntemiyle ele geçirme durumlarında ödenen miktar, hedef şirket paylarının piyasa değerlerinden yüksektir²⁰⁷. Öte yandan hedef şirkette kontrole hâkim olan pay sahipleri ile birebir temasa geçilmesi ve blok pay alım teklifi müzakerelerinin başladığının duyurulması, şüphesiz hedef şirket pay değerlerinin yükselmesine sebebiyet vermektedir²⁰⁸.

²⁰⁵ **Kahan**, Marcel: “Sales of Corporate Control”, Journal of Law, Economics and Organization, Oxford University Press, October 9/2,1993, s. 368 vd. (HeinOnline)

²⁰⁶ **Pashı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 167-168.

²⁰⁷ **Şehirli Çelik**, s. 60.

²⁰⁸ SPK’nın kamunun aydınlatılmasında özel durumlar başlıklı 15’inci madde hükmü uyarınca; şirket paylarının değerinde artışa sebebiyet verebilecek ve yatırımcıların kararını etkileyebilecek önemli nitelikteki işlemlerin kamuya duyurulması gerekmektedir. Bu sebeple Kurul tarafından; yatırımcıların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişini sağlamak amacıyla sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki bilgi, olay ve gelişmelerin kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenleyen II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği çıkarılmıştır. Tebliğ’de içsel bilgi; “*sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgi, olay ve gelişmeler*” şeklinde tanımlanmış olup yönetimin ele geçirilmesi için büyük pay sahibine yöneltilen blok pay alım teklifi ile kamuya açıklanması gereken içsel bilgi doğmuş olur. Bkz: **Doğru**, s.298. Tebliğ’in md.5/1 hükmü uyarınca içsel bilgiler ve bu bilgilere ilişkin daha önce kamuya açıklanan hususlardaki değişiklikler ortaya çıktığında veya öğrenildiğinde ihraççılar tarafından açıklama yapılır. Tebliğ’in yönetim kontrolünün değişikliğine ilişkin yapılması gereken duyuruya ilişkin münferit düzenlemeleri bulunmaktadır. Nitekim Tebliğ’in md.12/1-a hükmünde, md.12/4 hükmünde ve md.22 hükmünde yönetim kontrolü değişikliklerine ilişkin özel açıklama yapılması yükümlülüğü hüküm altına alınmıştır. Bkz: **Sönmez**, Yönetim Kontrolü Kavramı, s. 278. Konu ile ilgili İngiliz hukuku düzenlemelerine bakıldığında; bilindiği üzere City Code hükümleri uyarınca çağrı yapılmak istenen hallerde çağrının ilk olarak hedef şirket yöneticilerine yapılması zorunlu tutulmuştur. (City Code Kural 1.a), City Code hükümleri uyarınca borsa dışı alım teklifi yapıldığı bilgisinin piyasaya sızdırıldığı

2. BÖLÜM

UZLAŞMASIZ ŞİRKET ELE GEÇİRMELERİNE KARŞI GELİŞTİRİLEN SAVUNMA MEKANİZMALARINDAN BİRİ OLARAK ‘POISON PILLS’

2.1. GENEL OLARAK SAVUNMA MEKANİZMALARI

Pay alım teklifi ile karşı karşıya kalan ya da karşı karşıya kalma ihtimali bulunan hedef şirket yönetim kurulunun, şirket kontrolünün ele geçirilmesinin engellenmesi amacıyla başvurabileceği iki yöntem bulunmaktadır. Hedef şirkete yöneltilmiş ya da yönetilme ihtimali kuvvetle muhtemel olan bir teklifin varlığından bahsedildiğinde şirket yönetim kurulu “savunma mekanizmalarına”²⁰⁹ başvurabilecektir. Ancak hedef şirkete henüz yöneltilen ya da yöneltilmesi ihtimali bulunmayan durumlarda ise potansiyel pay alım tekliflerini engellemek amacıyla hedef şirket yönetim kurulu tarafından “koruyucu önlemlere” başvurulabilecektir²¹⁰.

Savunma mekanizmaları, esas olarak uzlaşmasız şirket ele geçirmelerinin başarıya ulaşmasını engellemek amacıyla bazen de hedef şirketin ağırlıklı olarak mali haklarını korumak ve yükseltmek amacıyla²¹¹ başvuru birtakım uygulamalar olarak adlandırılabilir²¹². Yönetim kontrolünün ele geçirilmesini engelleme amacına hizmet eden savunma mekanizmalarının sınıflandırılması açısından da iki yöntem benimsenmiştir. İlk sınıflandırma yöntemi savunma mekanizmalarını hedef şirket yönetimi tarafından tek başına uygulanabilenler ve pay sahiplerinin onayı ile uygulanabilenler olarak incelerken²¹³; ikinci sınıflandırma yöntemi savunma mekanizmalarını ‘potansiyel’ ele geçirme teklifi öncesinde (pre-bid) geliştirilen ve

durumlarda hisse senetleri üzerinde bir dalgalanma yaratıyorsa bildirimin yapılması gerektiğini düzenlemektedir. (City Code Kural 2.2 ve 2.4) Panel ise bu bildirimin derhal yapılması gerektiğini düşünmektedir. **Doğru**, s. 299.

²⁰⁹ Yazar “savunma önlemi” kavramını kullanmış olmasına karşın, çalışmamızda yeknesaklığı sağlayabilmek adına ilgili kısım savunma mekanizması olarak nitelendirilmiştir.

²¹⁰ **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 117.

²¹¹ Savunma mekanizmaları, birden fazla teklif sahibi arasında rekabet ortamı yaratarak hedef şirket paylarının piyasa değerlerinin artışına da sebebiyet verebilir. Bkz: **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, s. 84.

²¹² **Doğru**, s. 70 vd.

²¹³ **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması s. 84.

‘mevcut’ ele geçirme teklifine karşı geliştirilen (post-bid) savunma mekanizmaları şeklinde incelemektedir²¹⁴. Öğretideki genel kabule göre uygulama kararını almaya yetkili merci ayırımından ziyade; teklifin mevcudiyetini esas alan ikinci sınıflandırma yöntemi benimsenmiş olup bu ayırım bakımından da farklı alt sınıflandırmalar mevcuttur²¹⁵.

Nitekim Manavgat, savunma mekanizması kavramı yerine savunma önlemi kavramını kullanmış olup bu bağlamda savunma önlemlerini teklif öncesi ve sonrası olmak üzere incelemiştir. Teklif öncesindeki önlemleri ise, henüz teklif yapılmadan önceki durum ve teklifin kuvvetle muhtemel yapılacağı durum olmak üzere ikiye ayırmıştır²¹⁶. Şehirali Çelik de savunma önlemi kavramını tercih etmiş olup bu önlemleri ikinci ayırımı benimseyerek sınıflandırmış olmakla birlikte; teklif öncesi önlemi *“henüz fiili bir ele geçirme girişimi olmaksızın ileriye yönelik bir tedbir”* olarak ele almıştır. Hacımahmutoğlu ise teklif öncesi ve sonrası olarak nitelendirmekten ziyade; *“henüz teklif yapılacağı beklentisi yokken başvurulacak koruyucu önlemler”* ve *“kuvvetle muhtemel ya da mevcut bir teklif sebebiyle başvurulacak savunma önlemleri”* olarak ayırma tabi tutmuştur²¹⁷.

Mevcut bir ele geçirme teklifinin olmadığı durumlarda hedef şirket, ileride gerçekleşmesi muhtemel ele geçirme tekliflerine karşı hazırlık mahiyetinde koruyucu önlemlere başvurabilmektedir. Teklif öncesi başvurulacak savunma mekanizmaları, tüm süreci geciktirerek esasında hedef şirket yönetiminin, ele geçirme teklifiyle ilgili

²¹⁴ Şehirali Çelik, s. 192-193; Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 134-143

²¹⁵ Şehirali Çelik, s. 191; Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 133-134; Karacan& Karacan, s. 24; Doğru, s. 179; Pash, HAO’larda Yönetim Kontrolü, s. 70 vd; Ayaydın & Dağlı, s.214 vd; Dinç, s. 196 vd; Seretaklis Alexandros: “Hostile Takeovers And Defensive Mechanisms In The United Kingdom And The United States: A Case Against The United States Regime” The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal, Vol.8, ,246-279 https://kb.osu.edu/bitstream/handle/1811/78461/OSBLJ_V8N2_245.pdf, (ET:06.04.2021); Hammered, s. 13. Çalışmamızın konusunu oluşturan ‘poison pills’, ikinci sınıflandırmaya göre ele geçirme teklifi öncesinde uygulanabilecek savunma mekanizmaları arasında sayılmakla birlikte aynı zamanda birinci sınıflandırma uyarınca salt yönetim kurulu kararıyla uygulanabilecek mekanizmalar arasında sayılmıştır. Şehirali Çelik, s. 192 vd.

²¹⁶ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 133.

²¹⁷ Hacımahmutoğlu, AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 117.

düşünebilmesi ve bir kanaate varabilmesi için gereken zamanı sağlayabilecektir²¹⁸. Manavgat ve Şehirali Çelik teklif öncesi ele geçirme girişimlerine karşı geliştirilen savunma mekanizmalarını: esas sözleşme ile öngörülen önlemler, şirket ile yapılan sözleşmesel düzenlemelerde öngörülmüş önlemler ve pay sahiplerinin onayına ihtiyaç duyulmaksızın yönetim kurulunca alınan önlemler olmak üzere üç ana başlık altında incelemektedir²¹⁹.

Şirket esas sözleşmesindeki hükümler aracılığıyla öngörülmüş önlemler Amerikan hukukunda ‘köpekbalığı kalkanı (shark repellent)’ olarak adlandırılmaktadır. Anılan önlem ile yaygın olarak şirket paylarının devrine ve oy hakkını kullanımına sınırlamalar getirilmekte, toplantı yeter ve karar nisapları ağırlaştırılmaktadır²²⁰. Anılan savunma önlemi, hedef şirket pay sahipleri ve şirket yönetim kurulu arasında bir çıkar çatışmasını da beraberinde getirmektedir. Nitekim bu yolla şirket yönetimi mevcut gücüne güç katarken pay sahipleri potansiyel kar maksimizasyonundan ve dolayısıyla payları gerçek değeri üzerinden satma imkânından mahrum bırakılmaktadır²²¹.

Ele geçirme teklifi öncesinde uygulanan savunma önlemlerinden bir diğeri ise pay sahiplerinin kendi arasında yahut şirket yönetiminin pay sahipleri ile aralarında yaptıkları sözleşmelere dayanan düzenlemelerdir. Amerikan hukuk sistemine bu önlem

²¹⁸ **Hamnered**, s. 13.

²¹⁹ **Şehirali Çelik**, s. 192 vd.

²²⁰ Shark repellent; Türkçeye köpekbalığı uzaklaştırması yahut defi olarak da çevrilebilir. Bu önlem ile, esas sözleşmede yapılan değişiklikler ve alınan önlemlerle ABD sermaye piyasalarında köpek balığı olarak metaforize edilen teklif veren şirketin cesareti kırılmaya ve bu suretle teklifini başarız kılmak gayesiyle hareket edilmektedir. **Yasaman**, Menkul Kıymetler Borsası, s. 234 vd; **Şehirali Çelik**, s. 192; **Dinç**, s. 202; **Manavgat**, s. 134 vd; **Doğru**, s. 73-78, **Karacan & Karacan**, s. 123-128; **Ayaydın & Dağlı**, s. 214-215. ‘Shark repellent’ savunma önlemi ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: **Romano**, R. “The Political Economy Of Takeover Statutes” Virginia Law Review, 1987, 73(1), 111-200, (HeinOnline); **Gilson**, Ronald J: “The Case against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept” Stanford Law Review, Vol. 34, Iss: 4 (April 1982), pp. 775-836 (HeinOnline); **Friedenberg**, E.: “Jaws III: The Impropriety Of Shark-Repellent Amendments As Takeover Defense” Delaware Journal of Corporate Law, 7(1), 32-94, 1982, (HeinOnline); **Seretakis**, s. 255.

²²¹ **Gilson**, s. 777; **Şehirali Çelik**, s. 192-193; **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 134-143; Şirket esas sözleşmesinde öngörülen hükümler aracılığıyla ele geçirme girişimini engellemeye yahut bu girişimi şirket yönetim ya da pay sahipleri yararına etkili kılabilmek adına başvuru olan bu yöntem, Kıta Avrupası hukuk sistemini benimsemiş ülkelerde oldukça yaygındır. Nitekim hukukumuz düzenlemelerinde mevcut olan nama yazılı hisse senetlerinin devrinde bağlam uygulaması, imtiyazlı oy, birikimli oy, oy hakkından yoksun hisse senetleri bu önlemin hukukumuzda uygulanabilirliğinin göstergesi niteliğindedir.

‘altın paraşütler (golden parachutes)’²²² olarak adlandırılmaktadır. Altın paraşütler, hedef şirketin mevcut yönetimine son verilmek istenmesi durumunda, yöneticilere ödenmesi gereken bir tazminat olarak da bilinmektedir. Bu yönüyle altın paraşütler mevcut şirket yönetiminin devamlılığını sağladığından hem pay sahipleri hem şirket yöneticileri için fayda sağlayan bir tazminat anlaşmasıdır²²³. Potansiyel bir ele geçirme teklifi durumunda, altın paraşütler ele geçirme maliyetini artırıcı bir etki yaratacağından, ele geçirme girişiminde caydırıcı bir rol üstlenir²²⁴. Ancak pek tabi bu önlemin, teklif veren ve hedef şirket yöneticileri arasında bir uzlaşma aracı olarak kullanılarak, düşmanca bir ele geçirmenin dostça yani yönetim ile uzlaşma sağlanarak gerçekleştirilmesi de mümkün olabilir²²⁵.

Hedef şirkete yöneltilmiş somut bir ele geçirme teklifinin mevcut olduğu durumlarda, hedef şirket tarafından, şirketin çekiciliğini azaltmak ve böylelikle şirkete yöneltilen ele geçirme teklifini ortadan kaldırmak adına ele geçirme teklifi sonrası savunma mekanizmalarına başvurulmaktadır²²⁶. Uzlaşmasız ele geçirme teklifiyle karşı karşıya

²²² Manavgat, altın paraşütler için ‘Yöneticilere Görevden Ayrılma Tazminatı Ödenmesini Öngören Sözleşmeler’ ifadesini kullanmaktadır. Bu tür sözleşmeler; bağımsız bir şekilde düzenlenebileceği gibi hizmet akdine madde olarak da konulabilecek nispi bir savunma önlemi olarak adlandırılmaktadır. Bkz: **Manavgat**, Aleni Pay Alım Teklifi, 1997; **Yeşiltepe**, Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 82, Altın paraşütlerle ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: **Spalding, W. R.**: “Golden parachutes: Executive employment contracts” Washington and Lee Law Review, 40(3), 1983, 1117-1148, 1983, (HeinOnline); **Machlin, J. C., Choe, H., & Miles, J. A.**: “The Effects Of Golden Parachutes On Takeover Activity” Journal of Law & Economics, 36(2), 1993, 861-876, (HeinOnline); **Kania, S.**: “The Case For Tailoring Golden Parachutes” Florida State University Business Review, 14(1), 2015, 169-196, (HeinOnline).

²²³ **Ayaydın & Dağlı**, s. 216; **Gitman**, Lawrence J. & **Zutter**, Chad J. Principles of Managerial Finance, Fourteenth Edition, 2014.

²²⁴ **Ayaydın & Dağlı**, s. 216; **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 144.

²²⁵ **Şehirali Çelik**, s. 194.

²²⁶ **Hamnered**, s. 16; Şirket ele geçirme teklifinin hedef şirkete yöneltilmesinin ardından uygulamada sıklıkla başvurulmuş bir savunma mekanizması olan Beyaz Şövalye (White Knight) hedef şirketin güven duyduğu ve hedef şirketle daha iyi ve etkili iletişime sahip üçüncü bir şirkete başvurarak ele geçirme teklifinde bulunmasının sağlamasıdır. Hedef şirket bir nevi, rekabetçi bir alım teklifi arayışına girmekte alternatif bir yönetim hakimiyeti çatısı altına sığınmaktadır. Bkz: **Rhodes, M. J.**: “The White Knight Privilege in Litigated Takeovers: Leveling The Playing Field in Discovery” Stanford Law Review, 1991, 43(2), 445-474, (HeinOnline); **Tachmatzidi** Isidora: “Takeover Defenses in the United Kingdom” International Journal of Economics and Business Administration, Volume VI, Issue 4, 105-118, 2018, s. 114 vd., DOI: 10.35808/ijeba/180, (ET: 09.04.2021); Mevcut şirket ele geçirme teklifi karşısında sıklıkla başvurulmuş bir diğer savunma mekanizması ise hedef şirket yönetiminin ele geçirme girişimini bertaraf etme amacına yönelik dava açılmasıdır (litigation). Bu yöntemde, davaya konu edilen sebepler, ele geçirme teklifinin rekabet hukukuna aykırı olduğu, ele geçirme teklifinin kamuya açıklanması ve devamındaki prosedürlerde eksiklikler bulunduğu, teklifin hile yoluyla yapıldığı gibi argümanlar ileri sürülmektedir. Dava sürecinin başlamasıyla birlikte, dava sonuçlanıncaya kadar hedef şirket hisse değerleri artışa geçmekte ve böylelikle ele geçirme girişimi

kalan bir şirketin savunma mekanizmalarına başvurmaması halinde, şirketin teklif karşısında savunmasız kaldığı düşünülür²²⁷. Yukarıda da değinildiği üzere aynı hukuk sistemine tabi Amerikan sisteminin aksine İngiliz hukuk sisteminde, ele geçirmelere karşı başvurulacak savunma önlemlerinin genel kurul tarafından karara bağlanması zorunludur. Nitekim 1968 tarihli The City Code'un 7'nci Genel ilkesi ve 21'inci Kuralı²²⁸ gereğince hedef şirket yönetimince savunma mekanizmalarına başvurulabilmesi, ancak hedef şirket pay sahiplerinin onayına bağlı tutulmuştur²²⁹. Bu tür savunma mekanizmaları, ele geçirme teklifinin yöneltilmesinden itibaren kısa süre içerisinde kullanıldığından, ele geçirme girişimine karşı geçici tedbirler olarak nitelendirilebilir²³⁰.

Çalışmamızın konusunu oluşturan 'poison pills', aşağıda detaylıca değinilecek olmakla birlikte, kısaca ele geçirme durumunda hedef şirket pay sahipleri lehine şarta bağlı olarak yeni pay alma hakkı, paylarını borçlanma araçlarıyla trampa etme hakkı ya da paylarına imtiyaz tanınması olarak tanımlanabilir²³¹. O halde 'poison pills' esas mahiyeti itibarıyla mevcut ya da gerçekleşmesi kuvvetle muhtemel tekliflere karşı savunma mekanizması olarak kullanılmakla birlikte potansiyel bir teklife karşı başvurulacak koruyucu önlem işlevini yerine getirebilmesi de mümkündür.

Alt bölümlerde detaylıca açıklanacağı üzere Amerikan hukukunda doğup gelişen 'poison pills', mahiyeti gereğince hedef şirket pay sahiplerinin onayı gerekmeksizin yönetim kurulu kararıyla uygulanabilen bir savunma mekanizması olup Şehirali Çelik salt yönetim kurulu kararıyla uygulanabildiğinden 'poison pills'i potansiyel ele geçirme

tamamıyla bertaraf edilmese dahi şirket hissedarlarının mali hakları maksimize edilmekte ve kazanç sağlanmaktadır. Bkz: **Seretakis**, s. 267; **Şehirali Çelik**, s. 238 vd.; **Karacan & Karacan**, s. 139 vd; **Ayaydın & Dağlı**, s.221; İlgili bölümlerde açıklandığı üzere, İngiliz Hukuk sistemi düzenlemeleri uyarınca, savunma amaçlı dava açılması durumunda da öncelikli olarak hedef şirket pay sahiplerinin onayının alınması zorunludur. Bkz: **Tachmatzidi**, s. 110 vd.

²²⁷ **Hamnered**, s. 16.

²²⁸ The Takeover Code 21. Kural, hedef şirket pay sahiplerinin bu konuda bir irade beyanı olmadıkça, yönetim tarafından savunma mekanizmalarına başvurulmasını total olarak engellemektedir.

²²⁹ **Manavgat**, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 144; **Seretakis**, s. 267. Hedef şirket yönetiminin, hissedarların onayı olmaksızın savunma mekanizmalarına başvuramaması doktrinde 'no frustrating rule'(hayal kırıklığına uğraticı eylemlerde bulunmama) ya da 'neutrality rule'(tarafsızlık kuralı) olarak adlandırılmaktadır; **Tachmatzidi**, s. 105-118; **Yeşiltepe**, Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 88 vd.

²³⁰ **Ayaydın & Dağlı**, s. 219.

²³¹ **Dinç**, s. 207.

tekliflerine karşı kullanılabilecek bir savunma mekanizması olarak sınıflandırmaktadır²³². Nitekim Manavgat da “ortaklara yeni pay alma hakkı ve payı borçlanma senedi ile trampa etme” başlığı altında açıkladığı ‘poison pills’i, teklif öncesinde alınabilecek savunma mekanizmaları arasında değerlendirmektedir²³³.

‘Poison pills’, esas sözleşmeye eklenecek bir hüküm ya da yönetim kurulu kararıyla ihdas edilmesine karşın²³⁴ ‘poison pills’ten doğan hakların kullanılabilmesi ancak kontrolün değişmesine sebebiyet verebilecek bir pay alım teklifinin (tetikleyici olgunun) mevcut olmasına bağlıdır. Dolayısıyla ‘poison pills’ her ne kadar teklif öncesinde ihdas edilmiş olsa da şarta bağlanan hakların kullanılabilmesi ancak şartın gerçekleşmesine bağlandığından teklif sonrasında başvurulacak savunma mekanizmaları arasında da değerlendirilebilecektir. Nitekim ‘poison pills’ öğretide potansiyel ve mevcut ele geçirme girişimlerine karşı kullanılabilecek bir savunma mekanizması olarak görülmektedir²³⁵. Ancak aşağıda da detaylıca açıklanacağı üzere, ‘poison pills’ her ne kadar potansiyel bir ele geçirme teklifine karşı ihdas edilmiş olsa da ancak mevcut bir ele geçirme girişimi karşısında aktif hale geleceğinden, hem teklif öncesinde hem teklif sonrasında başvurulabilecek bir savunma mekanizması olarak değerlendirilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Bu kapsamda çalışmamızda savunma mekanizmalarının sınırlandırılması bakımından teklif öncesi ve sonrası ayrımını benimsemekteyiz.

2.1.1. Hukuk Sistemlerinde Savunma Mekanizmalarına İlişkin Düzenlemeler

Hedef şirket yönetim kurulu tarafından başvurulacak savunma mekanizmaları ve bu mekanizmaların uygulanabilirlik sınırı her ülkenin iç hukuku ve tabi olduğu hukuk sistemine göre değişmektedir. Nitekim ele geçirme teklifinin ardından savunma mekanizmalarını uygulama kararını almaya yetkili merci dahi ülkelere ve tabi oldukları hukuk sistemlerine göre değişiklik göstermektedir²³⁶. Öyle ki aynı hukuk sistemini

²³² Şehirli Çelik, s. 192-194.

²³³ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 273.

²³⁴ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 145; Dinç, Hisse Senedi Toplanması, s. 207.

²³⁵ Wilcox, Thomas R: “Delaware's Attempt to Swallow a New Takeover Defense: The Poison Pill Preferred Stock”, 1985, Delaware Journal Corporate Law, 1985, Vol.10, No:2, s. 570-571, (HeinOnline).

²³⁶ Şehirli Çelik, s. 191; Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 130.

benimsemiş ülkeler arasında dahi farklılıklar yaşanmaktadır. Örnek vermek gerekirse, aynı hukuk çevresine tabi Amerikan ve İngiliz Hukuk sistemlerinde dahi savunma mekanizmalarının uygulanması noktasında farklılıklar görülmektedir²³⁷. Dolayısıyla çalışma kapsamında ‘poison pills’in anavatanı olarak bilinen ve pay alım tekliflerinin yaygın olarak kullanıldığı Amerikan sistemi, pay alım teklifleri yoluyla yönetim kontrolünü ele geçirme girişimlerinin ilk olarak yaşandığı İngiliz hukuku sistemi ve Avrupa Birliği’nin konuya ilişkin temel bir hukuki düzenleme yapma çabası göz önünde bulundurulduğunda; şirket ele geçirmelerine karşı geliştirilen savunma mekanizmalarının ve çalışma konusu ‘poison pills’in anılan hukuk sistemlerindeki hukuki düzenlemelerinin incelenmesi gerekmektedir.

2.1.1.1. İngiliz Hukuku

Pay alım teklifi yöntemiyle şirket kontrolünün ele geçirilmesine ilişkin ilk örnekler 1950’li yıllarda İngiltere’de ortaya çıkmış olup 1960’lı yıllarda Amerika’da da etkisini göstermeye başlamıştır²³⁸. Ancak konu ile ilgili hiçbir yasal düzenleme bulunmadığından, piyasa düzeninin sağlanabilmesi amacıyla İngiltere’de konu ile ilgili The Panel on Takeovers and Mergers (Birleşme ve Kontrol Değişiklikleri Kurulu/ Panel) adı verilen bağımsız bir öz düzenleyici kurul oluşturulmuştur. Bu sayede İngiliz hukuk sisteminde şirket ele geçirmeleri amacıyla gerçekleştirilen pay alım tekliflerine ait ilk düzenlemelerin Panel tarafından 1968 tarihli The City Code ile yapılmış ve ardından 2006 tarihli CA hükümleri uyarınca yasal dayanak kazanmıştır²³⁹. Nitekim The City Code hükümleri gereğince; ele geçirme teklifinin öncelikle hedef şirket yönetim kuruluna bildirilmesi²⁴⁰ bir zorunluluk olarak addedilmiş ve hedef şirket yönetiminin genel kurul kararı olmaksızın teklifi başarısızlığa uğratabilecek girişimlerde bulunması yasaklanmıştır²⁴¹. 21’inci Kural’ın devamında, yönetim kurulu tarafından

²³⁷ Doğru, s. 71.

²³⁸ Doğru, s. 188.

²³⁹ Doğru, s. 71; Karacan& Karacan, s. 40; 2004 yılında yayımlanan 13. Şirketler Hukuku Direktifi’nin etkisiyle çıkarılan 2006 tarihli Companies Act, bir yasaya bağlı olmaksızın kurulan The Panel ve The City Code on Takeovers and Mergers düzenlemelerine yasal dayanak oluşturmuştur.

²⁴⁰ City Code 1. Kural; Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 132; Dinç, s. 200.

²⁴¹ City Code 21. Kural: “21.1 WHEN SHAREHOLDERS’ CONSENT IS REQUIRED (a) During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the

başvurulabilecek hangi eylemlerin genel kurulun onayını gerektireceği sayılmış olup sayılan hususlar sınırlı sayıda değildir. Anılan Kural'ın "i" bendinde yeni pay ihraç edilmesi, "ii" bendinde henüz ihraç edilmemiş paylarla ilgili pozisyon verilmesi ve "iii" bendinde sermaye artırımında yeni pay alma hakkı veren veya payları dönüştürme hakkı veren menkul kıymet ihracı genel kurulun onayına tabi olarak başvurulabilecek yöntemler olarak sayılmıştır. Sayılan yöntemler, çalışmamızın konusunu oluşturan 'poison pills' ile benzerlik göstermektedir.

Şirket yönetim kurulunun pay sahiplerinin onayı olmaksızın ele geçirme tekliflerini başarısızlığa uğratabilecek girişimlerde bulunmasını engelleyen The City Code 21'inci Kural'ın gereği; İngiliz hukuk sisteminde yönetimin kendi çıkarlarını gözetme eğilimi sebebiyle öncelik pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması ilkesine dayandırılmıştır. The City Code hükümleri gereğince ele geçirme tekliflerini başarısızlığa uğratabilecek girişimlerde bulunulabilmesi ancak hedef şirket genel kurulunun bu yöndeki kararına bağlı tutulmuştur²⁴². Böylece hedef şirket yönetim kurulu mevcut bir pay alım teklifi sırasında ya da yönetim kurulunun pay alım teklifi yapılacağına inanmasına ilişkin nedenleri varsa teklif tarihinden önce, pay alım teklifini başarısızlığa uğratabilecek eylemleri ancak genel kurulun onayı doğrultusunda yapabilecektir. Bundan hareketle The City Code hükümlerinde hedef şirket yönetim kuruluna genel olarak pasif kalmasına ilişkin bir kural ihdas edildiğini söylemek mümkündür²⁴³.

shareholders in general meeting, take any action which may result in any offer or bona fide possible offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits, or: (i) issue any shares or transfer or sell, or agree to transfer or sell, any shares out of treasury or effect any redemption or purchase by the company of its own shares; (ii) (iii) issue or grant options in respect of any unissued shares; create or issue, or permit the creation or issue of, any securities carrying rights of conversion into or subscription for shares; (iv) sell, dispose of or acquire, or agree to sell, dispose of or acquire, assets of a material amount; or (v) enter into contracts otherwise than in the ordinary course of business..."; **Hammack** Brent: Pertaining to Domestic Corporate Takeovers, and the Resulting Differences in Hostile Takeover Activities between the Two Markets, *Willamette Journal of International Law and Dispute Resolution*, Vol:25, Is:2, 2018, s. 124; **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 132; **Dinç**, s. 200.

²⁴² City Code 21. Kural; Doğru, s. 189; **Davies**, L: *Gower's Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, London, 2016, 10th Edition, s. 962 vd; **Hammack**, s. 143. Pasif kalma kuralı pay alım teklifi yoluyla şirket ele geçirmelerinde İngiliz hukukunun temel taşları arasında sayılmıştır. Bu kuralın kökeni esasen 1959 yılında yayımlanan "Notes and Amalgamations of British Business"a dayanmakta olup belirtildiği üzere City Code hükümlerinde de yer almaktadır. Bkz: **Karacan& Karacan**, s. 77.

²⁴³ **Karacan& Karacan**, s. 77.

The City Code hükümlerinde, yönetim kurulunun pasif kalma kuralına tabi tutulmasının sebebi ise Genel İlke 3'te²⁴⁴ açıklanan yönetim kurulunun tamamen şirketin çıkarına uygun hareket etmesi ve pay sahiplerinin olası teklifler karşısındaki karar verme fırsatlarının elinden alınmaması ilkesidir²⁴⁵. Bu kapsamda Amerikan hukukuna paralel şekilde The City Code hükümlerinde de hedef şirket yönetim kurulu üyelerine teklifle ilgili düşüncelerini belirten ayrıntılı bir rapor hazırlama yükümlülüğü getirilmiştir²⁴⁶. Hedef şirket hazırlamış olduğu raporu tüm pay sahiplerine gönderecek ve teklifin akıbeti hakkında esas irade sahibi olan pay sahiplerini aydınlatıcı nitelikte bilgileri ulaştırmış olacaktır²⁴⁷. Dolayısıyla City Code, hedef şirket yönetim kurulunun pay sahiplerinin rızası olmaksızın savunma mekanizmalarına başvurmasını yasaklamakla kalmamış, teklif hakkında pay sahiplerini aydınlatıcı bir rapor hazırlama/hazırlatma yükümlülüğünü de getirmiştir²⁴⁸.

Ayrıca belirtmek gerekir ki İngiliz hukuk sisteminde, bir şirkette gerçekleşme ihtimali olan kontrol değişikliğinin, şirket pay sahipleri ve ele geçirme niyetinde bulunan şirket arasında bir iletişimi gerektirdiği bu hususun hedef şirket yönetimiyle bir ilgisinin bulunmadığı ilkesi hâkimdir²⁴⁹. Şirket pay sahiplerinin, ele geçirme teklifinde bulunanla iletişime geçerek müzakere edebilmesi olanağının sağlanması ve bu olanağın hedef şirket yönetim kurulu tarafından bertaraf edilmesi riskinin kaldırılmak istenmesi sebebiyle; City Code hükümleri gereğince hedef şirket yönetim kurulunun pay sahiplerinin onayı olmaksızın ele geçirme girişimlerini bertaraf etme çabaları engellenmiştir²⁵⁰. Dolayısıyla İngiliz hukuk sisteminde, öncelik pay sahiplerinin bireysel menfaatine verilmiş olup ve şirket kontrolünün ele geçirilmesi hususunda şirket politikası öncelikle ortakların kararına bağlanmıştır²⁵¹. The City Code hükümlerinde

²⁴⁴ “The board of directors of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the takeover bid.”

²⁴⁵ Karacan& Karacan, s. 78.

²⁴⁶ City Code 3. Kural 20.1, 23-27; **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 111.

²⁴⁷ City Code Kural:3.1, 25, 30.2; **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 111-117.

²⁴⁸ **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 117.

²⁴⁹ **Davies**, s. 963.

²⁵⁰ **Davies**, s. 962.

²⁵¹ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 132.

“savunma mekanizmaları” terimi kullanılmamış olsa da ele geçirme teklifini başarısızlığa uğratabilecek girişimlerin savunma mekanizmalarıyla aynı mahiyette olduğu düşünülmektedir²⁵².

2.1.1.2. Avrupa Birliği

Şirket ele geçirmelerinde şirket tabiiyetlerinin bağlı olduğu ülkenin politik, ekonomik, tarihsel yapısı ve sermaye piyasalarının derinliği ve buna bağlı olarak mevcut hukuki düzenlemelerin her biri büyük önem arz etmektedir. Her ülkenin yapısı ve dolayısıyla sermaye piyasalarının derinliği birbirinden farklı olduğundan ötürü, özellikle Avrupa Birliğine üye devletler bakımından da belirtilen farklılıklar, şirket ele geçirmeleri konusunda göze çarpmaktadır. Açıklandığı üzere pay alım teklifine ilişkin ilk yasal düzenlemeler Anglo-Amerikan hukuk sisteminin ürünüdür²⁵³. Nitekim İngiltere, sermaye piyasalarının derinliğinin sağladığı fayda ile şirket kontrolünün ele geçirilmesinde pay alım tekliflerini ortaya çıkarabilmiştir²⁵⁴. İngiltere’nin aksine ülke yapısı ve hukuk sistemi farklılık arz eden Almanya’da ise nadiren pay alım teklifleri görülmektedir. Bu sebeple, İngiltere dışındaki Avrupa ülkelerinde pay alım tekliflerinin kullanım alanının sınırlı olması sebebiyle erken dönemlerde bir hukuki düzenleme yapılması ihtiyacı duyulmamış ve konu ile ilgili düzenlemeler günümüze yakın zamanlarda ortaya çıkmıştır²⁵⁵. Avrupa Birliği hukukundaki düzenlemelerin ortaya çıkışında İngiliz hukuk sistemi esas alınmış²⁵⁶ ve sonucunda 13. Şirketler Hukuku Direktifi olarak da bilinen 2004/25/EC sayılı Pay Alım Teklifine İlişkin Direktif²⁵⁷ (13. Şirketler Hukuku Direktifi/Direktif) oluşturulmuştur²⁵⁸ yer almaktadır.

²⁵² **Aga**, s. 8.

²⁵³ **Pash**, Pay Alım Teklifi, s. 374.

²⁵⁴ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 98-99; **Manavgat**, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 23 vd; **Karacan & Karacan**, s. 40 vd; **Uzunhasanoğlu**, s. 2.

²⁵⁵ **Skog**, Rolf: “The Takeover Directive – an Endless Saga?” European Bussiness Law Review, Vol. 13, Is: 4, 2002, s. 302, (HeinOnline); **Uzunhasanoğlu**, s. 3; **Yeşiltepe**, Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 18.

²⁵⁶ **Pash**, Pay Alım Teklifi, s. 374.

²⁵⁷ Her ne kadar Şirketler Hukuku Direktif’i, günümüze yakın bir zamanda yürürlüğe girmiş olsa da Direktif’in oluşum süreci yaklaşık otuz yılı aşkın bir süreci bulmuştur. Bkz: Direktif’in hukuki süreci hakkında ayrıntılı bilgi için bkz: **Edwards**, Vanessa: “The Directive on Takeover Bids Not Worth the Paper It’s Written On” European Company and Financial Law Review (ECFR), 1,2004, 416-439 (HeinOnline). Nitekim pay alım teklifleriyle ilgili ilk hukuki düzenleme çalışmaları, kendisine verilen

20 Nisan 2006 tarihine değin üye devletlerce iç hukuk sistemlerine entegre edilmesi gereken²⁵⁹ 13. Şirketler Hukuku Direktifi'ni, topluluk hukukuna tabi üyelerin, kendi hukuk sistemlerini de gözeterek uygulamakla yükümlü oldukları çerçeve bir düzenleme olarak adlandırmak mümkündür²⁶⁰. Direktif'in temel ve genel amacı şüphesiz Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde şirket ele geçirmelerinde uygulanacak yeknesak bir uygulamanın oluşturulabilmesidir. Direktif'in özel amacı ise yönetim kontrolünün pay alım teklifi sebebiyle değiştiği durumlarda üye ülkeler bakımından eşit koşulların sağlanarak hedef şirket pay sahiplerinin korunabilmesidir²⁶¹. Üye ülkelerin tarihi, ekonomik ve hukuki yapısı ve sermaye piyasalarının derinliği bakımından her ülkenin kendi koşullarına uygun bir hukuki düzenleme yapması pek tabi en uygun olanıdır. Ancak AT komisyonu tarafından, bu düzenleme ile en azından temel bir düzenlemenin

yetkiye istinaden 1974 yılında Prof. Dr. Robert Pennington tarafından yürütülmüştür. Bkz: **Pennington R.** Robert: Report on Takeover and Other Bids, 1974. http://aei.pitt.edu/33743/1/A304_1.pdf, (ET:27.02.2021). Şirketler Hukuku Direktif'inin şu anki haline esas ilk hukuki düzenleme ise İngiliz "The City Code" hükümleri etkisinde hazırlanan 1989 yılında Avrupa Topluluğu Komisyonu tarafından tanzim edilmiş Şirket Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Şirketler Hukuku Yönerge Taslağı'dır. Commission of European Communities Proposal for a 13th Council Directive on Company Law, 16.02.1989; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 99; **Uzunhasanoğlu**, s. 3; **Paslı**, Pay Alım Teklifi, s. 374. Komisyon 1996 yılında yönerge taslağında değişiklikler yaparak İngiliz hukuku etkisi altında zorunlu çağrı ve yönetim kurulu üyelerinin tarafsızlığı gibi ilkeleri de içeren bir ikinci bir taslak oluşturmuş lakin bu taslak 2001 yılında reddedilmiştir. **Karacan&Karacan**, s. 12; **Yeşiltepe**, Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 19. İkinci taslağın reddedilmesinin ardından AB Komisyonu tarafından Prof. Jaap Winter başkanlığında bir ekip görevlendirilerek "The Winter Raporu" adlı bir öneri ve görüş raporu oluşturulmuş olup bu raporda özetle şirket kontrolünün ele geçirilmesinde yapılacak çağrılar destekler nitelikte görüşler sunulmuştur. **Doğru**, s. 157; **Yeşiltepe**, Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 20. Winter Raporu'nun da etkisiyle Komisyonda yapılan müzakerelerin ardından, 13. Şirketler Hukuku Direktifi, 2004/25/EC Direktif²⁵⁷ adını alarak 21.01.2004 tarihinde kabul edilmiş ve 30.04.2004 tarihinde Avrupa Birliği'nin resmî gazetesinde ilan edilerek yürürlüğe girmiştir. **Uzunhasanoğlu**, s. 3; **Ferrarini G. & Miller G. P.**: "A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe" New York University Law and Economics Working Papers, Vol. 42, Is:3, 2009, s. 15 (HeinOnline); **Romano, D., & Casamassima, S.**: "European Directive 25/2004/EC and the Rules on Defenses in Takeover Bids" Bocconi Legal Papers, Vol. 7, pp. 73-96 2016, s. 76 (HeinOnline). 2004/25/EC sayılı Direktif'in tarihsel gelişim süreci için bkz: **Edwards, V.**: "The Directive on Takeover Bids Not Worth the Paper It's Written On" European Company and Financial Law Review (ECFR), 1, 2004, 416-439, (HeinOnline).

²⁵⁸ Direktif hakkında bilgi için bkz: **Hacımahmutoğlu**, Sibel: "AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme", BATİDER, 2001, 95-138.

²⁵⁹ 13. Şirketler Hukuku Direktifi, md. 21/1; **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, s. 39.

²⁶⁰ **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, s. 39.

²⁶¹ **Forstinger** Christin: "Takeover Law In The EU And The USA: A Comparative Analysis" Kluwer Law International, The Hague, London, New York: Kluwer Law International, Vol. 16, Is: 2, 2003, s. 102 (HeinOnline); **Yeşiltepe**, Çağrı Yoluyla Pay Toplanması, s. 39.

yapılması ve bu temel/çerçeve düzenleme ile ülkelerin kendi yapılarını gözeterek başka diğer düzenlemeleri kendileri belirlemesi özelinde bir düzenleme yapılmıştır ²⁶².

13. Şirketler Hukuku Direktifi'nin 2'nci maddesinin 1-a fıkrasında pay alım teklifleri; hedef şirket menkul kıymetlerinin tamamını ya da bir kısmını, yönetim kontrolünün ele geçirilmesinin akabinde zorunlu olarak ya da salt yönetim kontrolünü ele geçirebilmek amacıyla isteğe bağlı bir şekilde hedef şirket pay sahiplerine yöneltilen halka açık bir alım teklifi yapılması olarak tanımlanmıştır²⁶³. Direktif'in genel gerekçeler bölümünün 9'uncu maddesinde, pay alım teklifleri özelinde ikili bir ayrıma giderek zorunlu (mandatory bid) ve isteğe bağlı (voluntary bid) pay alım teklifi hususlarını düzenlemiştir²⁶⁴. Direktif kapsamındaki tanımdan yola çıkıldığında; yapılacak zorunlu ya da isteğe bağlı pay alım tekliflerinin hedef şirket paylarının tamamı için yapılması zorunlu olmadığı gibi şirket paylarının yalnızca bir kısmının (partial offer) pay alım teklifine konu edilmesi de mümkün kılınmıştır²⁶⁵.

Direktif hazırlanırken; bir pay alım teklifinin başarılı bir şekilde sonuca ulaştırılabilmesi için şirket yöneticileri ve pay sahipleri arasında çıkabilecek çıkar çatışmaları ve savunma mekanizmaları²⁶⁶ gibi potansiyel riskler göz önünde bulundurulmuştur. Bu sebeple şirkete yöneltilen ele geçirme tekliflerine karşı, yöneticilerin, şirket pay sahiplerinin aksi bir yönde onayı olmadığı takdirde, devralma teklifini sabote edici

²⁶² Romano & Casamassima, s. 76.

²⁶³ Article 2-1/a “‘takeover bid’ or ‘bid’ shall mean a public offer (other than by the offeree company itself) made to the holders of the securities of a company to acquire all or some of those securities, whether mandatory or voluntary, which follows or has as its objective the acquisition of control of the offeree company in accordance with national law”; Direktif'te geçen ‘takeover bid’ kavramı, uluslararası düzenleme ile yeknesaklığı sağlayabilmek adına Türkçeye ‘alım teklifi’ olarak çevrilmiştir; Pash, Pay Alım Teklifi, s. 375.

²⁶⁴ General Principles (9): “Member States should take the necessary steps to protect the holders of securities, in particular those with minority holdings, when control of their companies has been acquired. The Member States should ensure such protection by obliging the person who has acquired control of a company to make an offer to all the holders of that company’s securities for all of their holdings at an equitable price in accordance with a common definition. Member States should be free to establish further instruments for the protection of the interests of the holders of securities, such as the obligation to make a partial bid where the offeror does not acquire control of the company or the obligation to announce a bid at the same time as control of the company is acquired”; Doğru, s. 160.

²⁶⁵ Doğru, s. 160.

²⁶⁶ Direktif içerisinde savunma mekanizmaları kavramına yer verilmemekle birlikte pay alım teklifini başarısızlığa uğratabilecek eylemler ifadesi kullanılmıştır.

herhangi bir eylemde bulunması engellenmiştir²⁶⁷. Nitekim Direktif'in genel esasları arasında, şirket yönetiminin, kontrolü ele geçirme amacına hizmet eden pay alım tekliflerine karşı teklifleri engelleyecek eylemlerini önlemek, ele geçirme Direktifi'nin amaçlarından biri olarak belirtilmiştir²⁶⁸.

Direktif'te yer alan ve İngiliz hukukuyla paralellik gösteren ve çalışma kapsamında önem taşıyan husus; şüphesiz hedef şirket yönetim kurulunun genel kurulun onayı olmaksızın, kontrolü ele geçirme niyetiyle yapılan pay alım tekliflerini engelleyecek ya da başarısızlığa ulaştıracak eylemlerden kaçınması ilkesidir²⁶⁹. Bu ilke, Şirketler Hukuku Direktifi kapsamında nötr kalma/tarafsızlık kuralı (board neutrality rule- no frustrating rule) olarak düzenlenmiştir²⁷⁰. Yönetim kurulunun tarafsızlığı ilkesinin ortaya çıkışı, Direktif'in yayınlanma aşamalarında en çok tartışılan konulardan biri olmuştur²⁷¹. Nitekim mevcut ya da potansiyel pay alım tekliflerinin hedef şirket pay sahiplerinin yararına olsa dahi şirket yönetim kurulu tarafından bu teklifleri bertaraf edebilecek girişimlere başvurup başvuramayacağı konusunda, Winter Raporu'nda pay sahiplerinin son kararı verme merci oldukları belirtilmiş olup bu bağlamda Direktif'te hedef şirket yönetim kurulu üyelerinin girişimleri engelleme konusunda tarafsız olmaları gerektiği benimsenmiştir²⁷². Direktif'te benimsenen yönetim kurulunun tarafsızlığı ilkesi esas olarak The City Code 21'inci Kural temel alınarak oluşturulmuştur olup yönetim kurulu üyelerinin şirket çıkarına uygun şekilde hareket etmesi yükümlülüğüne²⁷³ dayandırılmıştır²⁷⁴. Ancak belirtilmelidir ki, Direktif'in

²⁶⁷ **Romano & Casamassima**, s. 76.

²⁶⁸ **Karacan & Karacan**, s. 17.

²⁶⁹ Direktif 9. Madde 2. Fıkrası uyarınca, ele geçirmeyle karşı karşıya kalan yönetim kurulu, alternatif bir teklif aramak dışında teklifi engelleyici herhangi bir işlem yapmadan önce genel kurulun onayını almak mecburiyetindedir.

²⁷⁰ **Doğru**, s. 176 vd; **Karacan& Karacan**, s. 13; **Hamnered M.**: "The Takeover Directive and Its Implementation in Germany, UK and Sweden" Faculty Of Law Lund University Master Thesis, 2012, <https://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=3052601&fileId=3162138>, (ET:16.05.2021).

²⁷¹ Yönetim kurulunun tarafsızlığı ilkesi kapsamında, genel kurulun onayı olmaksızın savunma mekanizmalarına başvurulamaması hususunda üye ülkeler tarafından görüş birliğine varılamamıştır. Nitekim kural İngiltere, İtalya ve Fransa'da koşulsuz kabul edilirken direnç gösteren Almanya, kuralı ancak oyda imtiyazlı payların sınırlandırılmasının etkisizleştirilmesi kapsamında kabul etmiştir. Direktife ilişkin en katı direnci ise Almanya göstermiştir. Almanyanın Direnci ve Ortaya Çıkan Alman Modeli ile ilgili bkz: **Şehirali Çelik**, s. 169 vd.

²⁷² **Karacan& Karacan**, s. 22; **Romano&Casamassima**, s. 76; **Uzunhasanoğlu**, s. 13.

²⁷³ Direktif md. 3/1-c.

²⁷⁴ **Karacan& Karacan**, s. 23.

md.3.1.c hükmü ile hedef şirket yönetim kurulu üyelerine getirilen şirket menfaatleri doğrultusunda hareket etme yükümlülüğü, hedef şirket yöneticilerinin şirket menfaatini koruma bahanesi ile pay sahipleri için olumlu sonuçlanacak bir ele geçirmeye karşı müdahalede bulunabilmesi ihtimalini de gündeme getirmiştir²⁷⁵. Öte yandan Direktif'e göre, hedef şirket yönetim kurulunun alternatif teklifler aramak dışında, ele geçirme teklifini başarısızlığa uğratacak girişimlerde bulunması yasaklanmış olup bu tür girişimlerde bulunabilmesi ancak pay sahiplerinin onayının alınmasına bağlı olacağından yönetim kurulunun bu amaçla savunma mekanizmalarına başvurusunun önüne geçilmiştir²⁷⁶.

Direktif hükümleri incelendiğinde tıpkı The City Code hükümlerinde olduğu gibi, hedef şirket yönetim kurulunun yalnızca mevcut ele geçirme girişiminin bulunduğu durumda bu girişimi engelleyecek nitelikte eylemlerde bulunmaması ilkesi benimsenmiş olup, hedef şirket yönetim kurulunun ele geçirilme tehlikesinin mevcudiyetinden önce koruyucu tedbirleri almasına ilişkin bir yasaklama söz konusu değildir²⁷⁷. Ancak Anglo-Amerikan hukuk sisteminde, sermaye piyasalarının bu tür bir koruyucu tedbire başvurulmasını sağlayacak nitelikte olmadığı ifade edilmektedir²⁷⁸.

Yönetim kurulunun tarafsızlık kuralı, bir başka anlatımla pay sahiplerinin onayı olmaksızın savunma mekanizmalarına başvuramaması kuralı, Direktif md. 9/2 hükmü uyarınca çağrıda bulunma süresi ile sınırlandırılmıştır. Ancak hedef şirket yönetimi tarafından çağrıdan önce alınan savunma mekanizmalarının, yapılacak çağrıyı engellemesi durumunda uygulanabilmeleri için şirket genel kurulu onayının alınması şarttır²⁷⁹. Direktif'in md. 9 hükmü devamında²⁸⁰ şirket ele geçirilmesini önlemek amacıyla pay sahiplerinin onayını almaksızın yeni pay ihraç edilemeyeceği de açıkça

²⁷⁵ **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s.128; **Uzunhasanoğlu**, s. 9; **Yeşiltepe**, Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 55.

²⁷⁶ **Yeşiltepe**, Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 55.

²⁷⁷ **Yeşiltepe**, Ortaklık Paylarının Toplanması, s. 56; **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 129.

²⁷⁸ **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 129.

²⁷⁹ 13. Şirketler Hukuku Direktifi 9. Madde 4. Fıkra.

²⁸⁰ 13. Şirketler Hukuku Direktifi 9. Madde 2. Fıkra.

belirtilmiştir. Düzenlemenin ‘poison pills’e atıf yaptığı düşünülmektedir.²⁸¹ Şirketler Hukuku Direktifi hükümleri uyarınca²⁸², üye devletlere bu kuralı uygulayıp uygulamama konusunda seçimlik bir hak (opt in- opt out) tanındığından²⁸³ üye ülkelerin çekinceleri ve iç hukuk düzenlemeleri doğrultusunda ‘poison pills’in uygulama alanı şekillenecektir.

Direktif’te hedef şirket yönetim kurulu tarafından ele geçirme girişimlerini engelleyecek eylemlerde bulunulması yasaklanmış olmasına karşın, kısıtlama bununla sınırlı kalmamıştır. Direktif’in kabulü aşamasında tartışma yaratan kurallardan biri olan “breakthrough rule” (etkisizleştirme kuralı) uyarınca şirket ya da yönetim kontrolüne sahip ortaklar tarafından mevcut kontrolün korunması amacıyla ele geçirme girişimlerini spesifik eylemlerde bulunmaksızın engelleyecek; pay devrine²⁸⁴, oy hakkına²⁸⁵ ve imtiyazları kaldırılmasına²⁸⁶ ilişkin kısıtlamalar gibi birtakım önlemler alınmış olması durumunda bu önlemlerin etkisizleştirilerek ele geçirme teklifi önündeki engellerin kaldırılması hedeflenmiştir²⁸⁷. Direktif’te etkisizleştirme kuralı da üye ülkeler bakımından seçimlik bir hak olarak düzenlenmiştir²⁸⁸.

Savunma mekanizmaları; esas itibariyle Amerikan hukukunda, şirket yöneticilerinin mevcut konumlarını kaybetmemek üzere ortaya çıkardıkları birtakım mekanizmalar olduğundan²⁸⁹ Amerikan hukuk sisteminde yöneticilerin savunma mekanizmalarına başvuru hususuna katı yasal sınırlamalar getirilmediğinden bu konu başlığı Amerikan hukukunda ortaya çıkan ve yargı içtihatlarıyla şekillenen savunma mekanizmaları kapsamında incelenecektir.

²⁸¹ Doğru, s. 177.

²⁸² 13. Şirketler Hukuku Direktifi 12. Madde.

²⁸³ Doğru, s. 71.

²⁸⁴ 13. Şirketler Hukuku Direktifi 11. Madde 2. Fıkra.

²⁸⁵ 13. Şirketler Hukuku Direktifi 11. Madde 3. Fıkra.

²⁸⁶ 13. Şirketler Hukuku Direktifi 11. Madde 4. Fıkra. Pay alım teklifinin ardından hedef şirkette oy hakkı taşıyan payların %75’ine sahip olunması halinde teklif sahibinin çağrısıyla toplanan genel kurulda, oy hakkındaki imtiyazlar kaldırılır ve bir pay bir oy ilkesi çerçevesinde hareket edilir. Direktif’in md.13/5 hükmü gereğince imtiyazları kaldırılan pay sahiplerine zararlarının giderilmesi için hakkaniyete uygun bir tazminat ödenir.

²⁸⁷ Karacan& Karacan, s. 24.

²⁸⁸ Karacan& Karacan, s. 24; Uzunhasanoğlu, s. 13.

²⁸⁹ Doğru, s. 73.

2.1.1.3. Amerikan Hukuku

Her ne kadar ele geçirme girişimleri ilk olarak İngiliz hukukunda başlamış olsa da uzlaşmasız ele geçirme girişimlerini bertaraf edebilmek adına savunma mekanizmalarına başvuru yöntemleri ilk olarak Amerikan hukukunda ortaya çıkmıştır. Nitekim Amerikan hukukunda, 1960'lı yıllara değin şirket kontrolünün elde edilmesi genel kurulda oy kullanabilmek için vekâlet toplama (Proxy) yöntemi ile gerçekleştirilmekteydi. Ancak her ele geçirme işlemi öncesinde Proxy yöntemine başvurulmasının maliyeti ve güçlükleri, kamuyu aydınlatma prosedürünün olmaması, vekâlet toplayanların hedef şirkette paya sahip olmaması gibi hususlar dolayısıyla konu ile ilgili yasal bir düzenleme yapılması zorunluluğu doğmuştur²⁹⁰. Amerikan hukuk sisteminde şirket ele geçirmelerine karşı savunma önlemlerine başvuru hususu hakkındaki federal ilk yasal düzenlemeler 1968 yılında yürürlüğe giren Williams Act (WA) ile yapılmış ve ilgili düzenleme 1934 tarihli SEA'ye eklenerek²⁹¹, ardından birçok eyalet, konu ile ilgili kendi düzenlemelerini oluşturmaya başlamıştır²⁹². WA hükümlerine aykırı olmamak koşuluyla Delaware başta olmak üzere eyaletlerin kendi iç düzenlemelerini yapmasında eyalet mahkemelerinin vermiş olduğu kararların etkisi yadırganamayacaktır²⁹³.

Amerikan hukukunda şirketler için tüm eyaletlerde uygulanacak yeknesak bir kanun mevcut olmadığından her eyalet kendi hukuk sistemini düzenlemektedir. Anılan husus, Federal Devlete yetki verilmeyen konularda eyaletlerin kendi düzenlemelerini yapması noktasından yetkili olduğunu belirten Amerikan Anayasası'nın Onuncu Değişikliği'nde (Tenth Amendment to the United States Constitution) yer almaktadır²⁹⁴. Bu doğrultuda, Amerikan hukukunda savunma mekanizmaları özellikle Delaware eyaletinde ortaya çıkıp içtihat hukuku eşliğinde şekillenmiş olduğundan, Delaware eyaletinde konuya ilişkin Delaware Şirketler Yasası (Delaware General Corporation

²⁹⁰ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 20; **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 99; **Dinç**, s. 29.

²⁹¹ WA ile SEC 13 (d), (e); 14 (d), (e) ve (f) maddeleri eklenmiştir.

²⁹² **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 20; **Doğru**, s. 134.

²⁹³ **Liu**, s. 65; **Hammack**, s. 125 vd.

²⁹⁴ **Ansay**, Tuğrul: Anonim Şirketler Hukuku Nereye Gidiyor? Ankara, 2005, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 9; **Yaşar**, Tuğçe Nimet: Anonim Şirketler Hukukunda Uyum (Compliance), İstanbul, 2020, On İki Levha Yayıncılık, dn. 738.

Law-DGCL) 1899 yılında yürürlüğe girmiştir²⁹⁵. Delaware Şirketler Yasası'nın sekizinci başlığının birinci bölümünde şirket yöneticilerinin görev, yetki ve niteliklerini düzenleyen 141/a bendinde²⁹⁶ yönetim kuruluna, şirket yönetiminde büyük ayrıcalıklar tanındığı ancak kuruluş belgesinde bu durumun aksi kararlaştırılan hallerde yönetim yetkisinin ilgili kişilerce kullanılabileceği bu sebeple yönetim yetkisinde yapılabilecek sınırlamaların ancak kanunla yahut kuruluş belgesiyle alınabileceği hükme bağlanmıştır²⁹⁷. Anılan madde, Delaware Yüksek Mahkemesi tarafından, yönetim kurulu üyelerinin uzlaşmasız ele geçirmelere karşı savunma mekanizmalarına başvurabileceği şeklinde yorumlanmış ve bu sebeple bu hususu iş adamı ilkesi (business judgement rule) kapsamında değerlendirilmiştir.

Delaware Şirketler Yasası'nın pay sahiplerinden ziyade şirket yönetimini koruyarak yönetimin çıkarlarını ön planda tutan yaklaşımının eleştirilmesi sebebiyle, Amerikan Barolar Birliği Ticaret Hukuku Komitesi tarafından 1950 yılında Model Şirketler Yasası (Model Business Corporation Act- MBCA) hazırlanmıştır²⁹⁸. Model Şirketler Yasası, 1955, 1960, 1969, 1984, 1999, 2005, 2008, 2016 ve son olarak 2021 tarihlerinde değişikliğe uğramıştır²⁹⁹. Anılan yasa eyaletler açısından şirketler hukukunda yeknesaklığı sağlamak amacıyla tanzim edilmiş olup hukuki bağlayıcılığı bulunmamaktadır. Ancak buna karşın pek çok eyalet tarafından iktibas edilerek uygulanmaktadır³⁰⁰. Model Şirketler Yasası'nın yönetim kurulu yan başlıklı sekizinci bölümünün bir numaralı alt başlığında, esas sözleşmede bir sınırlandırma bulunmadığı hallerde tüm kurumsal yetkilerin yönetim kurulunun takdiri doğrultusunda

²⁹⁵ Amerikan hukukunda en bilinen şirketler hukuku kanunu Delaware Şirketler Kanunu'dur. Bu hususta Amerikada kurulan şirketlerin yarısından fazlasının Delaware eyaletinde kurulmuş olmasının önemi büyüktür. Bu sebeple Delaware Yüksek Mahkemesi, şirketler hukukunda mahkemelerin annesi olarak nitelendirilmektedir. Bkz: **Yaşar**, dn. 738.

²⁹⁶ “§ 141. Board of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; “classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal. (a) The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation.”

²⁹⁷ **Gordon**, s. 547; **Velasco**, s. 851.

²⁹⁸ **Değirmencioğlu Aydın**, Nihan: Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2021, dn. 101.

²⁹⁹ https://www.americanbar.org/groups/business_law/committees/corplaws/ (ET: 26.10.2022).

³⁰⁰ **Vuraloğlu Semerci**, Tuğba: Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018, s. 18 vd.

kullanılacağı, aynı bölümün otuz numaralı alt başlığında ise yönetim kurulu tarafından alınan kararların doğruluğundan ziyade alınış biçiminin önem taşıdığı, otuz birinci alt başlıkta ise yönetim kurulu üyelerinin şirketin devamı esnasında pek çok sayıda karar aldığı, bazı kararların iyi niyetli olarak verilmiş olmasına karşın ileride şirket menfaatine olumsuz etki edebileceği ancak bu durumlarda da anılan kararların ticari takdir yetkisi kapsamında kalacağı ve sorumluluklarına başvurulamayacağı hükme bağlanmıştır.

Amerikan mahkemeleri, savunma mekanizmalarının geçerli sayılabilmesini, yalnızca ele geçirilmeyi önlemekten ziyade ele geçirilmesi önlemenin ticari bir amaç (business judgement rule) sebebiyle başvurulmuş olması durumunda kabul etmektedir. Hedef şirket yönetimince savunma mekanizmalarına başvurulması özellikle Delaware Yüksek Mahkemesi içtihatları eşliğinde gelişmiş olup Yüksek Mahkeme kararları gereğince tek görevli ve yetkili organ, şirket yönetim kurulu olarak belirlenmiştir. Savunma mekanizmalarının uygulanması hususunda Amerikan hukuk sisteminde yönetim kurulunun tek yetkili karar organı olarak belirlenerek³⁰¹ genel kurulun ayrıca bir kararına gerek duyulmaması, şirketin pay sahiplerinden ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olmasının sonucunun bir gereği olarak benimsenmiştir³⁰². Bu doğrultuda şirketin hak ve menfaatlerini korumak yönetim kurulunun görevi olup savunma mekanizmalarına başvururken genel kurul kararına ihtiyaç duyulmaksızın tek karar organı yönetim kuruludur³⁰³. Nitekim, çalışmanın konusunu oluşturan, ilk olarak Amerikan hukukunda ortaya çıkan ve Delaware Yüksek Mahkemesi kararlarınca şekillenen ‘poison pills’ hedef şirket pay sahiplerinin onayı alınmaksızın uygulanan savunma mekanizmalarından biridir.

³⁰¹ Delaware hukukuna göre, hedef şirket yöneticilerinin, yönetim ele geçirme teklifine karşı iyi niyetle ve makul bir araştırma sonucunda savunma mekanizmalarına başvurulması gerektiğini düşünmesi halinde, business judgement rule prensibi gereğince yönetimin kendi kararına bırakılır. Nitekim şirketi en yakından tanıyan onlar olduğundan, şirketin geleceği için en uygun kararı da onlar verecektir. Bkz: **Aga**,S: “A Review and Comparison of Takeover Defenses in the U.S. and U.K.”, s. 1, 2010, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1631432>, (ET: 12.12.2022).

³⁰² **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 131; Amerikan hukukunda savunma mekanizmalarına başvuru konusunda tek yetkili organın yönetim kurulu olarak belirlenmesi, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna gidilmesi hususunda tartışmaların önünü açmıştır; **Dinç**, s. 196 vd.

³⁰³ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 131.

Avrupa ve Amerikan hukuku incelendiğinde; düzenlemeler arasındaki en önemli farklardan biri, uzlaşmasız ele geçirme tekliflerine karşı hedef şirket yönetim kurulunun ne şekilde davranıp davranamayacağının sınırlarının farklı belirlenmiş olmasıdır. Nitekim açıklandığı üzere Şirketler Hukuku Direktif'i ve The City Code hükümleri uyarınca hedef şirket yönetim kurulu nötr davranma yükümlülüğü altında iken ilgili düzenlemelerde kural olarak ele geçirme tekliflerini engelleyecek girişimde bulunmaları yasaklanmıştır³⁰⁴. Amerikan hukuku düzenlemelerinde ise hedef şirket yönetim kurulu daha özgür bırakılarak bu konuda sert bir kısıtlamaya tabi tutulmamıştır. Ancak WA, ele geçirme teklifiyle karşı karşıya kalan hedef şirket yönetim kurulu için bir açıklama raporu hazırlama yükümlülüğü getirmiş olup pay alım teklifinin başlamasından itibaren on gün içerisinde (Schedule 14 D-9), hedef şirket yönetim kurulu üyeleri teklifin kabulü, reddi ya da teklife karşı nötr kaldıklarına ilişkin bir rapor düzenleyerek bu durumu pay sahiplerine açıklamakla yükümlüdürler. Bu rapor, yöneticilerin teklife ilişkin düşüncelerini içermekle birlikte hedef şirket yönetiminin teklif veren şirketle bir anlaşma sağlayıp sağlamadığı bilgilerini de içermelidir³⁰⁵.

Görüldüğü üzere Amerika hukuk sisteminde içtihatlar yoluyla geliştirilen savunma mekanizmaları, hedef şirket yönetim kuruluna savunma mekanizmalarına başvuru noktasında bir takdir yetkisi sunmakta ve buna ilişkin genel kurul onayını aramaktan ziyade şirket çıkarına aykırı hareket etmeme şartını getirmektedir. Bu suretle 'poison pills' bakımından, şirket yöneticilerinin pay sahiplerinin iradesine ihtiyaç duymaksızın kullanılabileceği aşikârdır. Kaldı ki ilgili bölümlerde açıklandığı üzere, 'poison pills' mahiyeti itibarıyla pay sahiplerinin onayı aranmaksızın yalnızca hedef şirket yönetim kurulu kararıyla uygulanabilecek bir savunma mekanizması olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla Amerikan hukukunda savunma mekanizmalarının kabul gören ve uygulanan bir yöntem olduğunu söylemek mümkündür³⁰⁶.

³⁰⁴ Bu sistemde hedef şirket yönetim kurulu yalnızca White Knight olarak bilinen rekabetçi teklifler araması halinde pay sahiplerinin onayını almak mecburiyetinde değildir.

³⁰⁵ WA-Rule 14-d-(f)9; **Karacan& Karacan**, s. 99. Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 20 vd.

³⁰⁶ **Karacan& Karacan**, s. 121.

Amerikan hukukunda hedef şirketin ele geçirilmesi durumunda ortaklık yönetim kurulunun savunma mekanizmalarına başvuru yetkisi ve bu bağlamda davranış yükümlülükleri “Unocal Kararı” ile açıklığa kavuşturulmuştur. Nitekim Amerika’nın Daleware eyaletinde, Unocal Corporation (Unocal) ve Mesa Petroleum (Mesa) arasında görülen davada; Unocal’da azınlık pay sahibi olan Mesa, Unocal’ın payları için iki aşamalı pay alım teklifi yöneltmiş ancak yöneltilen teklif bedelinin düşük olması sebebiyle Unocal kendi paylarını geri alarak karşılık vermiş ve Mesa’nın Unocal’ı ele geçirmesi büyük ölçüde engellenmiştir. Anılan davada ilk kez hedef şirket yönetim kurulunun savunma mekanizmalarına başvurabileceği hususu açıkça kabul edilmiştir. Nitekim Yüksek Mahkeme tarafından, hedef şirket yönetim kurulunun iş adamı kararı ilkesinin kural olarak uygulama alanı bulmasına karşın ele geçirme teklifinin hedef şirket ve pay sahipleri menfaatine yönelik olup olmadığını araştırma yükümlülüğü bulunduğu ancak şirket ele geçirmelerinde yönetim kurulunun çıkar çatışması içinde bulunduğundan iş adamı kararı ilkesine dayanarak alınan kararların daha sıkı bir denetime tabi tutulmasına karar verilmiştir³⁰⁷. Bu sebeple hedef şirket yönetim kurulu, savunma mekanizmalarına başvururken; ele geçirme teklifinin şirketin yönetimindeki etkinliği tehlikeye düşürebileceği konusunda makul bir şüphenin bulunması³⁰⁸ ve başvurulacak savunma mekanizmasının öngörülen tehlike ile orantılı olması gerektiği belirtilmiştir³⁰⁹. Dolayısıyla çıkar çatışması içerisinde bulunan hedef şirket yönetim kurulu kararlarının iş adamı kararı ilkesinden yararlanabilmesi ancak yukarıda belirtilen iki şartın mevcudiyeti sonrasında söz konusu olabilecektir³¹⁰.

³⁰⁷ Bu sebeple Yüksek Mahkeme tarafından şirket ele geçirmelerine karşı hedef şirket yönetim kurulu kararlarının “enhanced business judgement rule” (tadil edilmiş iş adamı kararı ilkesi) kapsamında değerlendirilmesi gerektiği belirtilmiştir. Bkz: **Hammack**, s. 133.

³⁰⁸ Makul şüphe ve tehlikenin tespiti konusunda Yüksek Mahkeme Kararı’nda şirket dışından atanan yönetim kurulu üyelerinin önemli bir rol oynayacağı vurgulanmıştır. **Singleton** David R.: “Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.” 493 A.2d 946, Florida State University Law Review Florida State University Law Review, Vol:14, Is:2, 1986, s. 303 vd.

³⁰⁹ **Hammack**, s. 133; **Singleton**: s. 303 vd. **Şehirali Çelik**, s. 120-122.

³¹⁰ **Singleton**, s. 303 vd. **Şehirali Çelik**, s. 120-122; **Bozkurt Yaşar**, Sevgi: Anonim Şirketlerde İş adamı Kararı İlkesinin (Business Judgment Rule) Uygulanması, Beta Yayıncılık, 2015, s. 225, dn.651.

2.2. SAVUNMA MEKANİZMALARINDAN BİRİ: ‘POISON PILLS’ (SHAREHOLDERS RIGHTS PLAN)

2.2.1. Kavramsal Boyutta ‘Poison Pills’ ve Tarihçesi

Kavramsal ve hukuki anlamda ‘poison pills’ potansiyel ya da mevcut bir ele geçirilme tehlikesi içerisinde olan hedef şirket yönetiminin, ele geçirme girişimini bertaraf edebilmek amacıyla başvurduğu ve hedef şirket pay sahipleri lehine şarta bağlı çeşitli haklar-çoğunlukla ekonomik haklar- tanıyan savunma mekanizması olup³¹¹ uluslararası öğretilerde bu savunma mekanizması ‘poison pills’ yahut ‘shareholders rights plan’ (pay sahipleri hakları planı) ya da öncelikli pay senedi planı³¹² olarak bilinmektedir³¹³. ‘Kısaca şirket ele geçirmelerini engellemek maksadıyla hedef şirket yönetim kurulu tarafından başvuru ve hedef şirket pay sahiplerine belirli süreyle sınırlı³¹⁴ şarta bağlı haklar tanıyan savunma mekanizması olarak da tanımlanabilir³¹⁵. Ancak hedef şirket pay sahiplerine tanınan bu haklar, başlangıçta ekonomik bir anlam ifade etmemekle birlikte ancak belirlenen şartın gerçekleşmesi halinde aktif hale gelmektedirler³¹⁶. Böylece hedef şirket pay sahiplerine tanınan haklar sayesinde hedef şirket yönetiminin ele geçirilmesi zorlaştırılmaktadır.

‘Poison pills’ yani zehirli hapların bu şekilde adlandırılmasının temelinde yatan sebep şudur; nasıl ki özellikle savaş dönemlerinde casusların düşman askerlerce yakalanması halinde sorguya çekilmesini engellemek için zehirli haplar içerek intihar etmesi ve bu şekilde kendini kurtarması amaçlanmışsa, düşmanca bir ele geçirme teklifiyle karşılaşan

³¹¹ **Dawson, Pence, & Stone**, Poison Pills Defensive Measure, Business Law, 1987,s.423 (HeinOnline).

³¹² **Sarıkamış**, s. 64.

³¹³ **Dinç**, s. 205; **Erdem**, Fatih Buğra: “Stock Buybacks in Public Companies: A Necessity or a Trap?” MÜHF HAD, C.27, S.2, 2021, s. 1635.

³¹⁴ Poison pills’ten kaynaklanan hakların süresi genellikle 10 yıllık süre ile sınırlıdır ve bu süre sonunda etkisini kaybeder. **Letson**, P. V.: “Are Dead Hand (And No Hand) Poison Pills Really Dead” University of Cincinnati Law Review, 2000, 68(4), s. 1102, (HeinOnline).

³¹⁵ **Dilenno**: “A Study By The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission, The Effects of Poison Pills on the Wealth of Target Shareholders” 1986, s. 1, http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1980/1986_1023_PoisonWealth.pdf, (ET: 10.05.2021).

³¹⁶ **Yablon**, s. 58; **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 148; **Dinç**, s. 207.

hedef şirketin ele geçirilmeyi engellemek amacıyla zehirli haplar ihdas ederek ele geçirme teklifinden kurtulması metaforik olarak benzetilmiştir³¹⁷.

1970’li yıllar öncesinde şirket kontrolünün ele geçirilmesi için en sık kullanılan yöntem; vekâletname toplama yoluyla hedef şirket yönetim kurulunun kontrolünün sağlanması iken 1970’li yıllar sonrasında şirket ele geçirilmesinde pay alım teklifi en popüler metot haline gelmiştir³¹⁸. Artan pay alım teklifleri ve dolayısıyla şirket ele geçirmeleri sebebiyle; uzlaşmasız ele geçirilme tehlikesiyle karşı karşıya kalan şirketler kendilerini çeşitli mekanizmalarla savunma eğilimi göstermiş ve mevcut ya da potansiyel ele geçirme tekliflerini bertaraf etme yahut ele geçirme tekliflerini kendi menfaatleri yönünde kullanarak kar elde etme gayesi gütmüşlerdir³¹⁹. İşte bu noktada, özellikle 1990’lı yıllardan itibaren ‘poison pills’ (zehirli haplar) en popüler ve sıklıkla başvuru olan savunma mekanizması olmuştur³²⁰.

Amerikan hukukunda şirket ele geçirmelerinde sıklıkla başvuru olan bir savunma mekanizması olan ‘poison pills’in ilk ortaya çıkışı, 1982 yılında Martin Lipton tarafından El Paso Electric Şirketi’ni General American Oil tarafından ele geçirilme girişimine karşı savunmak üzere tasarlanması şeklinde olmuştur³²¹. İkinci kullanımı ise bir yıl arayla 1983 yılında Brown Foreman ve Lenox arasındaki ele geçirme savaşında uygulanması şeklinde olmuştur³²². Delaware Yüksek Mahkemesi, ilk kez 1985 yılında Moran v. Household International Inc. davasında. bir savunma mekanizması olarak

³¹⁷ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/poison-pill-shareholder-rights-plan/> , (ET: 17.05.2021) .

³¹⁸ Harsh, s. 667.

³¹⁹ Dilenno, A.: “Legitimacy Of Two-Tier Poison PillsAs Defensive Mechanisms” Review of Banking and Financial Law, 34(1),2014, s. 25, (HeinOnline); Hurt, C.: “The Hostile Poison Pill” U.C. Davis Law Review, 50(1), 2016, s. 145, (HeinOnline).

³²⁰ Harsh, s. 667; Dilenno, s. 25; Hannes, S.: “The Market For Takeover Defenses” Northwestern University Law Review, 101(1), 2007,125-190, s. 132 (HeinOnline).

³²¹ Sarıkamış, s. 64-65; Şehirali Çelik, s. 225; Erdem, Stock Buybacks in Public Companies, s. 1635.

³²² Karacan& Karacan, s. 128; Şehirali Çelik, s. 225; Doğru, s. 78; Bu konuda Martin Lipton’ın “Takeover Bids in the Target’s Boardroom” isimli makalesi geniş yankı uyandırmıştır. Bkz: Martin Lipton, “Takeover Bids in the Target’s Boardroom” The Business Lawyer , November 1979, Vol. 35, No. 1 (November 1979), pp. 101-134, <https://www.jstor.org/stable/pdf/40686275.pdf>, (ET: 10.04.2021); Gayle, W. B.: “The Defensive And Offensive Use Of Poison Pills Within The Business Judgment Rule” University of Richmond Law Review, 24(1), 132, 1990, (HeinOnline).

‘poison pills’in kullanımını uygun bulmuş³²³ ve Yüksek Mahkemenin bu kararının ardından, ‘poison pills’in kullanım hızı yükselişe geçmiştir³²⁴. Öyle ki, ‘poison pills’ Yüksek mahkeme tarafından tanınmıncaya kadar şirket yöneticileri tarafından “*gerçek olamayacak kadar iyi*” şeklinde nitelendirilmiştir³²⁵.

Açıklandığı üzere ‘poison pills’ Amerikan hukukunda doğup geliştirilmiş olup Amerika’da büyümlü ve olağanüstü olarak addedilmekle birlikte bu mekanizma İngiliz hukukunda bu denli ilgi görmemektedir³²⁶. Şüphesiz iki hukuk sistemi arasındaki bu farklılık, şirket yönetim kurulu üyelerinin savunma mekanizmalarına başvurabilmesi hususunu içeren yasal düzenlemelerin birbirinden farklı düşünce yapısında olmasından kaynaklanmaktadır. Nitekim Amerikan hukukunda pay sahiplerinin onayı olmaksızın uygulanabilen ‘poison pills’, İngiliz hukukunda The City Code hükümleri uyarınca pay sahiplerinin bu konudaki ön onayını zorunlu kılan ve ele geçirme girişimini engelleyici bir eylem (frustrating action)³²⁷ olarak tabir edilmektedir. Dolayısıyla ‘poison pills’in

³²³ Yüksek Mahkemece uygun bulunan Poison Pills türü; alt bölümde açıklanacağı üzere flip-over ‘poison pills’ tir.

³²⁴ **Gayle**, s. 132, Ocak 1988’de toplamda 400 şirketin zehirli hapı vardı ve bu şirketlerin %30’u Fortune 500 arasındaydı. 1988’in ortalarında, zehirli hap bulunduran şirketlerin sayısı 500’e yükseldi; **Dawson, Pence, & Stone**, s. 423; **Kahan, M., & Rock**, E: “Anti-Activist Poison Pills” Boston University Law Review, 99(3), s. 921, 2019, (HeinOnline).

³²⁵ **Helman**, Robert. A., & **Junewicz**, James: “Fresh Look At Poison Pills” Business Lawyer (ABA), 42(3), s. 771 1986, (HeinOnline).

³²⁶ Burada belirtmek gerekir ki; İngiliz hukukunda her ne kadar ele geçirme teklifi karşısında hedef şirket pay sahiplerinin onayı alınmaksızın savunma mekanizmalarına başvurulması yasaklanmışsa da bu durum İngiliz hukukunda poison pills’in uygulanmadığı anlamına gelmemektedir. Örnekler için bkz: **Carpenter**, W. J. : “Medication in Moderation: Case for Adopting Canada's Limitations on ‘poison pills’ in the U.S. and U.K.” Northwestern Journal of International Law & Business, 36(3), s. 579 vd.

³²⁷ İngiltere Takeover Code hükümleri uyarınca ‘frustrating actions’ olarak tabir edilen ve ortaklık yönetim kurulunca başvuru eylemlerin çerçevesini, Takeover Code 21.1. hükmü oluşturmaktadır. 21.1. hükmü uyarınca, hedef şirket yönetim kurulu, pay sahiplerin onayını almaksızın ele geçirme teklifini engellemeye yönelik eylemlerde bulunmaktan menedilmiştir. Literatürde ‘no frustrating action’ ya da ‘neutrality rule’ olarak bilinen kural, Takeover Code Genel Hükümler 3. Maddesi uyarınca düzenlenmiş ve koruma altına alınmıştır. Anılan kural uyarınca, şirket yönetimince savunma mekanizmalarına başvurulmadan önce pay sahiplerinin onayının alınması zorunlu olsa da ayrık durumlarda gereken rıza Panel tarafından da verilebilmektedir. Takeover Code 21.1. hükmünde belirtilmiş sınırlı hallerde, savunma mekanizmasına başvurulmasının 21.1 hükmü kapsamında kalıp kalmadığına dair bir şüphe varsa; Panel konu hakkında önceden tavsiyede bulunmakla yükümlüdür. Dahası 21.1. A) ve B) maddelerinde belirtilen durumlarda Panel, pay sahiplerinin rızası olmaksızın tek başına rıza göstermeye yetkili kılınmıştır. Belirtilen Kural 21.1. A) ve B) maddeleri, yönetim kurulunun, pay sahiplerinin izni olmaksızın savunma mekanizmalarına başvurulmasını yasaklar. Kural 21.1. A), spesifik olarak; olası bir ele geçirme teklifini engelleyecek savunma mekanizmalarını yasaklar. Kural 21.1.B) ise daha çok pay sahiplerinin izni olmaksızın başvurulamayacak belirli tipte savunma mekanizmalarına başvurulmasını yasaklar. Dolayısıyla Birleşik Krallık yasalarına göre hedef yönetim kurulu, pay sahipleri ya da Panel tarafından izin verilmedikçe, ele geçirme teklifini engelleyecek savunma mekanizmalarına başvuramayacaktır.

iki hukuk sistemindeki uygulaması ve dolayısıyla hukuk sistemlerinin konuya bakış açısı farklılık göstermektedir³²⁸.

Öte yandan son zamanlarda İngiltere’de ‘poison pills’e olan bakış açısı biraz daha değişmiş olup bahsedilecek ‘poison pills’in uygulanmasına yönelik girişimlerde bulunulmuştur. ‘Poison pills’e başvurulmuş ilk olayda; The Hot Group’un toplamda beş milyon Sterlin değerindeki halka arzında mevcut pay sahiplerine imtiyazlı paylar verilerek; bu paylar sayesinde üç yıl boyunca şirketin pay sahipleri tarafından istenmeyen ele geçirilmelere karşı caydırıcı etki sunması beklemiştir. ‘Poison pills’e başvuru hususu, The City Code 9’uncu maddesi uyarınca Panel tarafından da uygun bulunarak yürürlüğe konulmuştur³²⁹.

Amerikan hukukunda oldukça yaygın bir şekilde ve hatta en yaygın biçimde başvurulmuş, en yenilikçi, kafa karıştırıcı, az masraf gerektiren³³⁰, en popüler³³¹ ve en güçlü³³² savunma mekanizması olarak addedilen ‘poison pills’, ilk uygulandığı günden

Takeover Code, ‘frustrating actions’ yanında aynı zamanda ‘defensive actions’ olarak tabir edilen ve ele geçirme teklifi karşısında hedef şirket yönetimince uygulanması gereken birtakım prosedürü de düzenlemektedir. ‘Defensive actions’ Takeover Code 25.1(a) kuralında düzenleme alanı bulmuştur. Anılan kural uyarınca hedef şirket yönetimi, düşmanca bir ele geçirme ile karşı karşıya kaldığında yönetim, hedef şirket pay sahiplerine yol gösterebilmek adına, ele geçirme teklifi hakkındaki düşüncelerini içeren bir sirküler yayımlamakla yükümlü kılınmıştır. Kural 25.2. gereğince sirküler, yönetimin teklif hakkındaki düşüncelerini içermekle birlikte düşmanca ele geçirme teklifi hakkında uygulanacak stratejik planı ve planın hedef şirkette uygulanması halinde olası sonuçları da içermelidir. İşte anılan bu sirküler; Takeover Code uyarınca savunma belgesi (defense document) olarak adlandırılmaktadır. **Tachmatzidi**, s. 107-112.

³²⁸ **Armour, & Skeel**, s. 51-52. Hedef Şirket yönetim kurulunun, Takeover Code’da belirtildiği üzere ‘No frustrating action’ (Engelleyici eylemde bulunmama ilkesi) sebebiyle pay sahiplerinin onayı olmaksızın savunma mekanizmalarına başvuramaması, İngiltere’de düşmanca ele geçirme tekliflerinin sayısını artırmış ve düşmanca ele geçirme teklifleri bertaraf edilemediği için Amerika hukukuna nazaran çok daha başarılı olmuştur. Nitekim 1990-2005 yılları arasında İngiltere’de gerçekleşen ele geçirmelerin %0.85’i düşmanca ele geçirme teklifi ile başlamış ve bu tekliflerin %43’ü düşmanca tamamlanmıştır. Belirtilen oranlar aynı tarihler arasında Amerika’da ise ele geçirme tekliflerinin %0.57’i düşmanca iken başarıya ulaşan düşmanca ele geçirme teklifleri %24 olarak açıklanmıştır.

³²⁹ **Stacey Nigel, Williams Sian & Beaumont SJ**: “Are Poison Pills Finally Coming To The UK?” <https://www.financierworldwide.com/are-poison-pills-finally-coming-to-the-uk#.YL-JGy2cbUo>, (ET: 28.06.2022); **Erdem**, Stock Buybacks in Public Companies, s. 1637.

³³⁰ **Dinç**, s. 206.

³³¹ **Denkewalter, J**: “Poison Pills: Is The Flip-in Flipping Out” University of Dayton Law Review, 14(3), s. 702,1989, (HeinOnline).

³³² **McDonnell**: “Shareholders Bylaws, Shareholder Nominations, and Poison Pill” University of Minnesota Law School Legal Studies Research Paper Series Research Paper No. 05-06,2005, s. 209, Network Electronic Paper Collection at: <http://ssrn.com/abstract=659322> , (ET: 17.04.2021); **Montgomery**, The Law of ‘poison pills’, Journal of Paralegal Education and Practice, Vol. 8, 131-146, 1991, s. 131, (HeinOnline).

beri bünyesine katmış olduğu çeşitli türleriyle halen sıklıkla başvurulmuş savunma mekanizmalarından biridir³³³. SEC ise ‘poison pills’i uzlaşmasız meydana gelen ele geçirme tekliflerinde, teklif veren şirketin yolundaki engeller olarak tanımlamaktadır³³⁴. Amerikan hukuk sisteminin savunma mekanizmalarında yalnızca yönetim kurulu kararını yeterli görmesi sebebiyle pay sahiplerinin onayına gerek duymaksızın yönetim kurulunun kararı gereğince yürürlüğe konan ‘poison pills’in sık tercih edilen bir yöntem olmasının sebebi bu duruma bağlanmış³³⁵. ‘Poison pills’, teoride üzerinde çok düşünülmesi ve incelenmesi gereken bir mesele iken, pratikte yönetim kurulu üyelerinin yapabileceği mutlak uygulamalar arasında gösterilmektedir. Bununla birlikte anılan yöntemin ele geçirme teklifini tamamen ortadan kaldıracabilecek nitelikte en etkin yöntem olduğu da ifade edilmektedir³³⁶.

Belirtilmiş olduğu üzere ‘poison pills’ esas sözleşme hükmü ya da yönetim kurulu³³⁷ kararı ile ihdas edilebilmektedir³³⁸. Farklı varyasyonları olmakla birlikte ‘poison pills’ genellikle, hedef şirket yönetimi tarafından sermaye artırımını suretiyle pay ihraç edilerek ve ihraç edilen payların pay sahiplerine bedelsiz olarak ya da indirimli fiyattan dağıtılması şeklinde uygulanmaktadır³³⁹. Dolayısıyla teklif veren şirket, pay sahiplerinin

³³³ Poison pillsin türleri hakkında detaylı bilgi için bkz: 2. Bölüm 2.2. Savunma Mekanizmalarından Biri : ‘Poison Pills’ (Shareholders Rights Plan).

³³⁴ **Montgomery**, s. 132.

³³⁵ **Şehirali Çelik**, s. 224-225; **Thompson**, P. J: “Shareholder rights plans: Shields or gavels” *Vanderbilt Law Review*, 42(1), s. 176, 1989, (HeinOnline); **Braendel**, A. D.: “Defeating Poison Pills Through Enactment of State Shareholder Protection Statute” *Delaware Journal of Corporate Law*, 25(3), s. 655, 2000, (HeinOnline); **Erdem**, *Stock Buybacks in Public Companies*, s. 1635.

³³⁶ **Manavgat**, *Aleni Pay Alım Teklifi*, s. 147; **Sarıkamış**, s. 64, Karşı görüş için bkz: **Harsh**, s. 665 vd; **Dilenno**, s. 25; ‘poison pills’ bir ele geçirme girişimini bertaraf etmekten çok, şirket yönetimlerinin karşılıklı müzakere edebilmeleri için gerekli ortamı sağlar. Belirtildiği üzere ‘poison pills’, düşmanca yani hedef şirket yönetim kurulunun rızası olmaksızın gerçekleşen ele geçirme tekliflerinde başvurulmuş bir yöntem olduğundan, şirket yönetimleri için müzakere imkânını yaratması ele geçirme işleminin daha sancısız geçmesini sağlar.

³³⁷ Açıklanacağı üzere, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşmeyle yetkili kılınan yönetim kurulunun poison pills kapsamında değerlendirilebilecek yöntemlere başvurusu, genel kurulun onayını gerektirmese de; yönetim kuruluna tanınan yetkinin esas sözleşmeyle ve dolayısıyla pay sahiplerinin iradesi doğrultusunda tanındığı bir gerçektir. Buna karşın yönetim kuruluna tanınan yetkiler doğrultusunda hareket edildiğinde, bu eylemlere yönelik pay sahiplerinin doğrudan bir irade gösterdiğini söylemek yanlış olacaktır.

³³⁸ **Ayaydın & Dağlı**, s. 215; **Yablon**, Charles, M: “Poison Pills and Litigation Uncertainty” *Duke Law Journal*, 1989, (1), s. 58, (HeinOnline).

³³⁹ **Doğru**, s. 78; **Manavgat**, *Pay Alım Teklifi*, s. 148. Poison pills her ne kadar hedef şirket pay sahiplerinin yeni ihraç edilen payları indirimli ya da bedelsiz olarak edinmesi olarak tanımlanmışsa da, aşağıda detaylıca açıklanacağı üzere, hukukumuza karşılaştırmalı hukukta uygulanan şekliyle aynen aktarılması mümkün değildir. Nitekim TTK md. 461 hükmünde tanımlanan rüşhan hakkı

bedelsiz olarak edindiği payları da gereken bedeli ödeyerek almak zorunda bırakılıp mali bir külfet altına sokulmaktadır³⁴⁰. Öyle ki ‘poison pills’in kullanımı; hedef şirketi ele geçirme teklifini engelleyici nitelikte pahalı hale getirmektedir³⁴¹. Unutulmamalıdır ki savunma mekanizmalarının makul ölçüde kullanımı, ele geçirme teklifinin fiyatının artmasını ya da daha yüksek teklif veren üçüncü kişi ya da şirketlerin teklifte bulunmasını sağlayabilirken, makul olmayan şekilde kullanımı ise gelen tüm teklifleri engelleyecek ve mevcut yönetimin yerini sağlamlaştıracaktır ki bu noktada pay sahiplerinin çıkarı ve yöneticilerin çıkar çatışması meydana gelecektir. ‘Poison pills’in kullanımı noktasından ortaya çıkan en büyük sorun olan çıkar çatışması, bu savunma yöntemine şüphe ile yaklaşılmasına sebep olmaktadır³⁴². Nitekim hedef şirket yönetim kurulu üyeleri, her ne kadar ele geçirme teklifi pay sahiplerinin menfaatlerini artıracak nitelikte olsa dahi, salt bulundukları konumu kaybetmemek gayesiyle ele geçirme teklifini bertaraf edebilecek şekilde bir savunma mekanizmasına başvurduğunda; bu noktada pay sahiplerinin ve dolayısıyla şirketin zarara uğrayacağına şüphe bulunmamaktadır³⁴³.

‘Poison pills’ mekanizmasının aktif hale gelmesini sağlayan şart bir başka anlatımla ‘poison pills’i tetikleyici olgu (triggering event) çoğunlukla hedef şirkete yöneltilmiş ele

esasen şirket tarafından dış kaynaklardan bedelli sermaye artırımına gidilmesi halinde yeni ihraç edilen payların pay sahipleri tarafından paylarının sermayedeki oranına göre alma hakkına haiz olmasıdır. Dolayısıyla bu durumda pay sahipleri yeni ihraç olunan payları bedelini ödeyerek satın almaktadır. İç kaynaklardan yapılan bedelsiz sermaye artırımında ise, sermaye artırım sonucunda oluşacak bedelsiz paylar mevcut pay sahiplerine sermayedeki payları oranında kendiliğinden geçmektedir. Dolayısıyla iç kaynaklardan sermaye artırım halinde oluşan payların mevcut ortaklıklara devrinin sınırlandırılması ya da kaldırılması evlehiyetle gündeme gelmeyecektir. Bkz: TTK md. 462/3, SPKn md. 19/4, Ayrıca Bkz: **Bilgili&Demirkapı**, s. 461, **Pulaşlı**, s. 620; **Tamer Gökdemir**, Tülay: İç Kaynaklardan Sermaye Artırımı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2015. Öte yandan ihraç edilen payların, pay alım teklifine muhattap olan pay sahiplerine bedelsiz olarak özgülenmesi durumunda, “bedelsiz” kavramının ihraç edilen payların bedellerinin hedef şirket ya da üçüncü bir kişi tarafından ödenmesi şeklinde yorumlanması da mümkün olabilir. Fakat bu durum hukukumuzdaki düzenlemelere engel teşkil edici nitelikte olabilir.

³⁴⁰ **McDonnell**, s. 209; Bu haklar tetiklendiğinde, düşmanca ele geçirme niyetinde olan şirkete ekonomik yaptırımlar uygulanır. Bkz: A Study By The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission, s. 1.

³⁴¹ **Thompson**, s. 175; **McDonnell**, s. 209.

³⁴² **Hurt**, s. 146.

³⁴³ Şirket ele geçirmeleri durumunda Yönetim Kurulu üyeleri ve pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmaları hakkında ayrıntılı bilgi için bkz: Feyzan Hayal Şehirali Çelik, Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, s. 5-86, Ankara, 2008.

geçirme teklifinin varlığıdır³⁴⁴. Dolayısıyla ‘poison pills’ten kaynaklı haklarının kullanılabilmesi, tetikleyici olayların mevcudiyeti şartına bağlanmıştır³⁴⁵. Anılan savunma mekanizmasının, somut bir ele geçirme teklifinin vücut bulduğu hallerde aktive olması, yönetim kurulunca belirlenmiş şartın gerçekleşmesine bağladığından ötürü şarta bağlı haklar olarak da nitelendirilmektedir³⁴⁶. Bununla birlikte hedef şirket paylarının aleni pay alım teklifi sonucu şirkette belirli oranda pay edinilmesi ve hatta yönetimin iradesi doğrultusunda gerçekleşen şirket birleşmeleri dahi ‘poison pills’in aktive olmasını sağlayan şartlar arasına eklenebilmektedir³⁴⁷.

Belirtildiği üzere ‘poison pills’in özü, hedef şirketin pay sahipleri lehine şarta bağlı haklar tanımaktır ancak bu yöntemin savunma mekanizması olarak nitelendirilmesine sebebiyet veren husus şüphesiz yöntemin pay sahipleri lehine tanınan hakların, ele geçirme teklifinde bulunan şirketi mali açıdan oldukça güç duruma düşürecek olmasıdır. Nitekim “zehirli haplar” ifadesi de tam bu noktadan ilham alınarak verilmiştir. Öyle ki ele geçirme teklifinin mali yükü o denli artabilir o denli büyüyebilir ki, teklif veren şirket bu durumu ekonomik tolare etmekte, zehirli hapı yutmakta zorlanır³⁴⁸. Ele geçiren hapı yuttuğunda ise ekonomik açıdan zehirlenir³⁴⁹. Böylelikle hap yani başvuru savunma mekanizması teklif veren şirket bakımından ölümcül hale geldiğinden kimse onu yutamamış olacak ve dolayısıyla ele geçirme girişimi başarıya ulaşamayacaktır³⁵⁰.

‘Poison pills’ her ne kadar ele geçirme tekliflerinin bertaraf edilebilmesi noktasında başvuru etkili bir yol olarak bilinse de esasında, şirket ele geçirmeleri sırasında hedef şirketteki azınlık pay sahipleri haklarının mali ve hukuki anlamda korunması amacıyla,

³⁴⁴ **Şehirali Çelik**, s. 226; Hedef şirket pay sahiplerine tanınan pay alım hakkı, genellikle kontrol değişikliği şartı ile aktif hale gelerek sermayenin sulandırılmasını sağlamaktadır. **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 147-148; **Choi, D, Kamma, S., & Weintrop**, J: “The Delaware Courts, Poison Pills And Shareholder Wealth” Journal of Law, Economics & Organization, 5(2), s. 378, 1989 (HeinOnline); **Montgomery**, s. 132; **Harsh**, s. 668; **Dawson, Pence, & Stone**, s. 423; **Yablon**, s. 59.

³⁴⁵ **Yablon**, s. 60.

³⁴⁶ **Dinç**, s. 206.

³⁴⁷ **Şehirali Çelik**, s. 226; Hedef şirket pay sahiplerine tanınan pay alım hakkı, genellikle kontrol değişikliği şartı ile aktif hale gelerek sermayenin sulandırılmasını sağlamaktadır. **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 147-148; **Choi, Kamma & Weintrop**, s. 378; **Montgomery**, s. 132; **Harsh**, s. 665 vd; **Dawson, Pence, & Stone**, s. 423; **Thompson**, s. 175.

³⁴⁸ **Şehirali Çelik**, s. 226; **McDonnell**, s. 209.

³⁴⁹ The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission, s. 6.

³⁵⁰ **Geis**, George S: “Internal Poison Pills” New York University Law Review 84(5),2009, s. 1201, (HeinOnline).

hedef şirket yöneticilerinin, teklif veren şirketle müzakere ortamını sağlama amacına da hizmet etmektedir³⁵¹. Nitekim ‘poison pills’in hedef şirket yönetimi ve teklif veren arasında müzakere ortamını yaratması, uzlaşmasız ele geçirme teklifini uzlaşmalı bir teklife dönüştürerek adeta zehirli hapların ‘zehirli’ sıfatını ortadan kaldırmaktadır³⁵². Ancak unutulmamalıdır ki ‘poison pills’ her ne kadar müzakere ortamını teşvik ederek pay alım teklifi fiyatını yükseltme şansı doğursa da, iyi yönetilemeyen bir hedef şirket bakımından, şirketin mevcut başarısızlığında payı olması muhtemel mevcut yönetimle yapılacak görüşmelerde bir başarı garantisi yoktur³⁵³. Kaldı ki müzakerelerin olumlu sonuçlanması, teklif veren şirketin yalnızca müzakere edilen şartlar doğrultusunda yeniden teklif yapmasına izin verir. Yöneltilen pay alım teklifinin, pay sahiplerince kabul edilmeme ihtimali her daim mevcuttur³⁵⁴.

Yapılan açıklamalar doğrultusunda ‘poison pills’in iki temel amaca hizmet ettiği söylenebilir. Birincil amaç uzlaşmasız ele geçirme girişimlerinde teklif veren şirket açısından caydırıcı bir rol oynaması iken, ikincil olarak uzlaşmasız ele geçirme girişimlerinde hedef şirket ve teklif veren arasında bir müzakere ortamı yaratarak teklifin geciktirilmesine ve hedef şirket lehine sonuçlanmasını sağlayabilme imkânıdır. Öte yandan ‘poison pills’in, hedef şirket yönetimine hapların caydırıcı etkilerini ortadan kaldırmak için esneklik sağlayacağı da ifade edilmektedir³⁵⁵.

‘Poison pills’ her ne kadar şirket ele geçirmelerine karşı başvuru olan etkin bir yöntem olarak kabul edilse de sisteme yönetilen eleştiriler; mevcut yönetimin hedef şirketi iyi yönetememesine karşın bu mekanizmaya başvurarak mevcut konumlarını sağlamlaştırması, şirketin yararına olabilecek ele geçirme tekliflerini dahi engelleyebilmesi ve dolayısıyla şirket yöneticileri ile pay sahipleri arasında çıkar

³⁵¹ **Braendel**: “Defeating Poison Pills” Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 25, Is. 3, 2000, s. 655, (HeinOnline). ‘poison pills’in müzakere için teşvik ortamı yaratması, bazı kişiler tarafından olumlu bulunurken bazı kişiler tarafından ise negatif bir olgu olarak değerlendirilmiştir. Bununla birlikte Braendel, ‘poison pills’in olumlu yahut olumsuz olması ayrımına gidilmesine gerek kalmaksızın, alt edilemeyecek bir mekanizma olduğunu belirtmiştir. **Erdem**, Stock Buybacks in Public Companies, s. 1635.

³⁵² **Bainbridge**, Stephen. M: “Precommitment Strategies in Corporate Law: The Case Of Dead Hand and No Hand Pills” Journal of Corporation Law, 2003, 29(1), s. 10, (HeinOnline).

³⁵³ **Hannes**, s. 135.

³⁵⁴ **Braendel**, s. 658; **Hannes**, s. 135.

³⁵⁵ **Yablon**, s. 61.

çatışması yaratarak pay sahiplerinin refahını azaltması noktasında toplanmaktadır. Dolayısıyla her ne kadar ele geçirme tekliflerini bertaraf edebilme hususunda etkili bir yöntem olsa da, diğer savunma mekanizmaları gibi ‘poison pills’ de birçok tehlikeyi de bünyesinde barındırmaktadır³⁵⁶. Düşük performans gösteren halka açık şirketlerin potansiyel ele geçirme teklifi sahipleri bu nedenle bir muammayla karşı karşıyadır³⁵⁷

2.2.1.1. Başlıca ‘Poison Pills’ Türleri

1980’li yıllarda ortaya çıkan ‘poison pills’, ortaya çıkış tarihinden bugüne çeşitli değişikliklere uğrayarak halinde sıklıkla uygulanagelmıştır. Mekanizmanın zaman içerisinde ortaya çıkan varyasyonları, doktrinde birtakım sınıflandırmaların yapılmasına sebebiyet vermiştir. Bazı yazarlar ‘poison pills’i en popüler çeşitlerine indirgeyerek ikili³⁵⁸, üçlü³⁵⁹ şekilde sınıflandırmayı tercih etmişken; bazı yazarlar ise beş kategori³⁶⁰ halinde sınıflandırmayı uygun bulmuşlardır. Bu kapsamda çalışmamız özelinde de beş ana kategoriye indirgenerek incelenmiştir.

2.2.1.1.1. Hedef Şirket Pay Sahipleri Lehine Değiştirilebilir İmtiyazlı Pay İhracı (Preferred-Stock Plan)

İlk nesil ‘poison pills’³⁶¹ olarak da nitelendirilen İmtiyazlı Paylar Planı ya da Lenox Planı, ‘poison pills’in ortaya çıkan ilk türü ve öncüsü olmakla birlikte³⁶² bir alt başlıkta açıklanacak flip-over (ters çevirme) türünün ilk ve geliştirilmemiş halidir³⁶³. Hedef şirket pay sahiplerine kar payı şeklinde dağıtılan özel itfa ve imtiyaz hakkı ihtiva eden haklar, ele geçirmeyi takiben hedef şirket pay sahiplerinin menfaatlerini korumak ve kendi payları ve menkul kıymetleri için adil bir fiyat alabilmelerini sağlamak amacıyla

³⁵⁶ Şehirali Çelik, s. 228.

³⁵⁷ Braendel, s. 658.

³⁵⁸ Choi, Kamma & Weintrop, s. 378.; Ayaydın & Dağlı, s. 215; Denkwalter, “Poison Pills” University of Dayton Law Review, Vol. 14, Is: 3, 1989 ,s.704-705 (HeinOnline); Harsh, s. 667-669; Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 147 vd; Erdem, Stock Buybacks in Public Companies, s. 1638.

³⁵⁹ Montgomery, s. 131.

³⁶⁰ Şehirali Çelik, s. 228; Dinç, s. 205-211.

³⁶¹ Karacan& Karacan, s. 129.

³⁶² Thompson, s. 182.

³⁶³ Bainbridge, s. 9; Şehirali Çelik, s. 229; Karacan& Karacan, s. 129; Dawson, Pence &Stone, s. 429.

tasarlanmıştır³⁶⁴. İmtiyazlı pay ihdası düzenlemelerini içeren ‘poison pills’ ilk kez 1983 yılında Lenox tarafından uygulanmıştır³⁶⁵. Brown Foreman şirketi tarafından ele geçirilme tehlikesi³⁶⁶ altında kalan Lenox’un kontrolünü kaybetmemesi amacıyla, Martin Lipton tarafından geliştirilen bu yöntem doğrultusunda Lenox pay sahiplerine iki alternatif sunulmuştur. Alternatifin ilk şıkkı pay sahiplerine temettü ile imtiyazlı paylar dağıtılarak olası bir ele geçirme ya da birleşme durumunda şirkette sahip olunan bir adet payın devralan şirketten 40 adet paya tekabül edecek olması yöntemidir. Lenox pay sahiplerine sunulan bir diğer yöntem ise şirket kontrolünün bir başka kişi yahut şirket tarafından ele geçirilmesi durumunda mevcut paylarının adil ve makul bir fiyat doğrultusunda itfasını isteme hakkıdır. İki alternatiften birinin kullanımı doğrultusunda teklif veren şirket payları sulandırılmış olacak ve böylelikle ele geçirilme işlemi teklif veren açısından caydırıcı hale gelecektir³⁶⁷.

‘Poison pills’in bu türünde hedef şirket yönetim kurulu, ortaklık paylarına özel olarak değiştirme ve itfa hakkını ihtiva eden imtiyazlı paylar ihdas eder ve anılan imtiyazlı paylar şirketin ele geçirilmesi durumunda aktive olur³⁶⁸. Böylece hedef şirket pay sahipleri, olası bir ele geçirme durumunda paylarında tanımlanmış olan itfa yahut değiştirme hakkını kullanarak teklif veren şirket sermayesini sulandırma imkânına sahip olur³⁶⁹. Preferred stock ‘poison pills’in uygulamadaki ilk örneğini oluşturmaya karşın sıklıkla tercih edilen bir tür olmamıştır³⁷⁰. İlk nesilin uygulamada başarılı olamaması ve bu nedenle tercih edilmemesinin altında yatan sebep ise imtiyazlı pay düzenlemelerindeki zorlukların³⁷¹ yanı sıra; bu türün ihraççı tarafından ancak belirli bir sürenin geçmesinin ardından geri çağrılabilmesi ve ihraççı şirket bilançosu üzerinde derhal bir bozulma etkisi yaratmasından kaynaklandığı düşünülmektedir³⁷².

³⁶⁴ Thompson, s. 182; Dawson, Pence & Stone, s. 430.

³⁶⁵ Bainbridge, s. 9.

³⁶⁶ New York Borsasında bir adet pay başına 60 USD’den işlem gören Lenox paylarının piyasa değerinin altında işlem gördüğünü düşünen Brown Foreman şirketi, bir adet hisse başına 87 USD olmak üzere reddedilmesi oldukça zor bir teklif yapmıştır. Bkz: Karacan& Karacan, s. 129.

³⁶⁷ Şehirali Çelik, s. 229; Karacan& Karacan, s. 129.

³⁶⁸ Şehirali Çelik, s. 228.

³⁶⁹ Şehirali Çelik, s. 228-229.

³⁷⁰ Şehirali Çelik, s. 229.

³⁷¹ Şehirali Çelik, s. 229.

³⁷² Karacan& Karacan, s. 129; Bainbridge, s. 9.

Aşağıda açıklanacağı üzere, preferred-stock, flip-over'ın ilk ve geliştirilmemiş hali olup iki tür arasındaki fark; flip-over türünde adi paya orantılı kâr payı dağıtılarak paylarını düşük bedelle satın alma hakkı tanınırken, imtiyazlı paylar planında hedef şirket pay sahiplerine, önceden belirlenmiş bir stok dahilinde payları imtiyazlı paylara dönüştürme hakkı tanınması şeklinde açıklanabilir³⁷³.

2.2.1.1.2. Ele Geçirme Teklifinde Bulunan Şirkette Yeni Pay Alma Hakkı Tanınması (Flip-Over Call Plans)

Şirket ele geçirmelerinde sıklıkla başvurulmuş bir savunma mekanizması olarak 'poison pills', Martin Lipton³⁷⁴ tarafından ilk nesil 'poison pills'in revize edilip iyileştirilmesine değin pek popüler bir yöntem olamamıştır³⁷⁵. Delaware Yüksek Mahkemesi'nce ilk uygun bulunan tür olan flip-over (ikinci nesil poison pills) 'poison pills' genellikle hedef şirket pay sahiplerine, şirketin ele geçirilmesinin akabinde ele geçirme girişiminde bulunan şirketteki payları, piyasa değerlerinin yarı fiyatının altında satın alma hakkı tanınması şeklinde uygulanmaktadır³⁷⁶. Bu haklar, ilk nesil (preferred stock)³⁷⁷ 'poison pills'ten farklı olarak bu türde hedef şirketin imtiyazlı paylar ihraç etmesinden ziyade, hedef şirket pay sahiplerine belirli bir payı belirli sürede belirli fiyattan satın alma hakkı şeklinde tanınmaktadır³⁷⁸. Bu bağlamda flip-over planı, hedef şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesini takiben hedef şirketin bir başka şirketle birleşmesi durumunda, tüzel kişiliği devam eden şirket paylarını yarı fiyattan satın alma

³⁷³ Bainbridge, s. 9; Denkwalter, s. 704; Dawson, Pence & Stone, s. 429-430.

³⁷⁴ Poison pills geliştiren ve 1985 yılına değin yani şirket birleşme ve devralma konularında uzman bir avukattır.

³⁷⁵ Karacan & Karacan, s. 130; Moran'ın zehirli hapları geliştirmesi ve üzerinde çalışmasının ardından, hapların yapısı ve mahkemelerin doktrin analizi çeşitli şekillerde gelişti. İlk olarak, haplara çevirme (flip-over) özelliği eklendi. Bkz: Khan Marcel & Rock, Edward: "Anti-Activist Poison Pills" Boston University Law Review, Vol. 99, Is: 3, 2019, 915-970 (HeinOnline).

³⁷⁶ Şehirali Çelik, s. 230; Ayaydın & Dağlı, s. 215; Dinç, s. 206; Bainbridge, The Case Of Dead Hand and No Hand Pills, s. 10; Gayle, dn: 59, s.135; Zehirli hapların bilinen en klasik iki türü olan flip-over ve flip-in türlerinin esas amacı; mevcut ya da potansiyel pay sahiplerinin, hedef şirkette belirli bir eşiği aşacak oranda pay ediniminin önüne geçebilme düşüncesidir. Bkz: Harsh, s. 668-669; Helman & Junewicz, s. 772; Yablon, s. 59; The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission, s. 9.

³⁷⁷ Bkz: 2. Bölüm 2.2.1.1.1. Hedef Şirket Pay Sahipleri Lehine Değiştirilebilir İmtiyazlı Pay İhracı (Preferred-Stock Plan).

³⁷⁸ Bu durum yabancı öğretilerde 'call option' olarak adlandırılmaktadır; Denkwalter, s. 704; Dawson, Pence, & Stone, s. 426-428.

hakkı tanınmaktadır³⁷⁹. Dolayısıyla flip-over planı, ele geçirme işleminin tamamlanması akabinde uygulanabilecek bir mekanizmadır. Böylece, oluşan yeni şirketin sermayesi hedef şirket pay sahipleri lehine sulandırılmış olmaktadır³⁸⁰. Bu kapsamda birleşme işleminden önce yalnızca hedef şirkete ileri sürülebilen satın alma hakkı, birleşmenin akabinde yeni oluşan şirkete de ileri sürülebilir hale gelecektir³⁸¹.

‘Poison pills’ en popüler türlerinden biri olan flip-over planında³⁸² hedef şirket pay sahiplerine tanınan satın alma hakkının uygulanabilir hale gelebilmesi için, teklif veren tarafından hedef şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ve bunun akabinde hedef şirketin ele geçiren şirket ya da iştiraki ile birleşmesi gerekmektedir³⁸³. Bu birleşme devralma şeklinde yahut yeni kuruluş şeklinde olabilir. Dolayısıyla flip-over’ın esas amacı, kontrol değişikliği sonrası tüzel kişiliğini devam ettiren ya da yeni oluşan şirkette pay sahibi olarak kalmaya devam edecek hedef şirket pay sahiplerinin haklarını korumaktır. Böylece mevcut pay sahipliğini koruyan hedef şirket pay sahiplerine, yeni şirket nezdinde yapılacak sermaye artırımında, yeni ihraç edilecek payları yarı fiyatından satın alma hakkı tanınmış olmaktadır. Hedef şirket pay sahiplerine tanınan bu hak, ele geçirme girişiminde bulunan şirketin sermayesinde oldukça yıkıcı bir etki yaratmaktadır³⁸⁴. Öyle ki, bu haklar sonucunda teklif veren şirket, birleşme sonucunda meydana gelecek şirkette azınlık durumuna dahi düşebilmektedir³⁸⁵.

Bu sebeple flip-over’ın iki aşaması olduğunu söylemek mümkündür. İlk aşamada hedef şirket paylarının tamamı ele geçirilerek, ikinci aşamada teklif veren ve teklif veren şirketin yüzde yüz bağlı ortaklığı halinde dönüşen şirketin birleşmesi söz konusu olacaktır. Böylece hedef şirket pay sahiplerine, birleşme sonucu oluşan şirket paylarının düşük bedelden satın alma hakkı tanınabilecektir.

³⁷⁹ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 147.

³⁸⁰ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 147-148.

³⁸¹ **Şehirali Çelik**, s. 230.

³⁸² **Choi, Kamma & Weintrop**; s. 378.

³⁸³ Tetikleyici olgu gerçekleşene kadar, flip-over hakları kullanılamaz, devredilemez niteliktedir. Flip-over hakları, ancak tetikleyici olayın gerçekleşmesinin ardından kullanılabilir, devredilebilir ve kararlaştırılan durumlarda yönetimce geri çağrılmaz nitelik kazanır. Bkz: **Thompson**, s. 184.

³⁸⁴ **Harsh**, s. 669.

³⁸⁵ **Velasco**, Julian: "Just Do It: An Antidote to the Poison Pill" Emory Law Journal, 2003, 52, No.2, s. 861, (HeinOnline).

Flip-over'dan kaynaklanan hakların uygulanabilir hale gelmesi için gereken şartın, hedef şirket kontrolünün ele geçirilmesinin akabinde hedef şirketin bir teklif veren yahut iştirakiyle birleşmesi gereğinden bahsetmiştik. Buna karşın, karşılaştırmalı hukukta “squeeze-out merger”, “cash-out merger” ya da “freeze out merger” olarak adlandırılan³⁸⁶ ve azınlık pay sahiplerinin şirketten çıkarılmasına sebebiyet veren birleşme girişimlerinin de flip-over bakımından tetikleyici olgu olarak değerlendirilebileceği ifade edilmiştir³⁸⁷.

Belirtilen satın alma hakkı, hedef şirket yönetim kurulu tarafından pay sahiplerine ücretsiz olarak tanınmakta³⁸⁸ olup bu hakkın tanınması bakımından yetkili hedef şirket yönetimidir. Nasıl ki hakkın ihdası bakımından yetkili organ şirket yönetimi ise satın alma hakkının itfa yoluyla yok edilmesi de yönetim kurulunun elindedir. Dolayısıyla ele geçirme niyetinde olan şirkette pay satın alma hakkının ihdası ve itfasında pay sahiplerinin rızasına gerek duyulmamakta ve satın alma hakkı belirli bir süre sınırlandırılmaktadır³⁸⁹. Öte yandan flip-over planı bakımından, hedef şirket pay sahiplerine tanınacak hakların ayrıca hedef şirket esas sözleşmesinde yer alabileceği de savunulmuştur³⁹⁰.

Delaware Yüksek Mahkemesi tarafından hukuken uygun bulunan ilk ‘poison pills’ türü olan flip-over planı, ilk kez 1985 yılında Moran v. Household davasında incelenmiştir³⁹¹. Yüksek Mahkeme, incelemesini ‘poison pills’in ele geçirme girişimine

³⁸⁶ **Kavlak**, Bengül: Uluslararası Şirket Birleşmeleri, İstanbul, Oniki Levha Yayıncılık, 2019, s. 206; **Velasco**, s. 860.

³⁸⁷ **Velasco**, s. 850.

³⁸⁸ Bu haklar, hedef şirket pay sahiplerine kar pay şeklinde ya da varantlar yoluyla ücretsiz olarak dağıtılmakla birlikte genellikle kullanımları belirli bir süre ile sınırlandırılmıştır. Bkz: **Dawson, Pence, & Stone**, s. 426.

³⁸⁹ **Şehirali Çelik**, s. 230; **Doğru**, s. 79; **Dawson, Pence & Stone**, s. 426.

³⁹⁰ **Maisuradze**, Davit: “The Implementation Of Additional Rights Of Shareholders (Poison Pills) As Defensive Measures Within The Scopes Of The Best Interests Of The Corporation (Critical Analysis)” Journal of Law (TSU), 2017(1), s. 50, (HeinOnline).

³⁹¹ Davanın incelenmesiyle ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: **Wendy B. Gayle**, "The Defensive and Offensive Use of ‘poison pills’ within the Business Judgment Rule," University of Richmond Law Review 24, no. 1 (Fall 1990), s. 136 vd; Hedef şirket konumunda olan Household yöneticileri, olası bir düşmanca yani uzlaşmasız ele geçirme teklifine karşı kullanacakları flip-over türü, güçlü bir müzakere aracı olarak görmüşlerdir. Delaware Yüksek Mahkemesi, şirket yöneticileri tarafından başvuru olan flip-over türünü, iş adamı kararı ilkesi (business judgement rule) sınırları içerisinde görerek uygun bulmuştur. Bununla birlikte Yüksek Mahkeme, ele geçirilmeye ortaya çıkan tehditkâr durumun uzaklaştırılabilmesi için bu nevi savunma mekanizmalarına makul ölçülerde başvurulabileceğini

karşı etkinliği ve şirket yönetim kurulunun savunma mekanizmasına başvurmada yetkili olup olmadığı hususunda yapmıştır³⁹². Davacı, ‘poison pills’in her türlü ele geçirme girişimini mutlak suretle engelleyebilecek nitelikte olduğunu iddia etmiştir. Yüksek Mahkeme, davacının iddialarına karşılık, kararında ‘poison pills’in her türlü ele geçirme girişimini engelleme konusunda mutlak bir güce sahip olmadığını bu sebeple somut olayda uygulanabileceğine karar vermiştir³⁹³. Yüksek Mahkemenin kararıyla paralel olarak, flip-over türünün esas amacının, uzlaşmasız ele geçirme teklifinin bertaraf edilmesinden ziyade, hedef şirket ve teklif veren arasında bir müzakere ortamı yaratmak olduğu düşünülmektedir³⁹⁴.

Flip-over tekniği ile ele geçirme niyetinde olan şirket paylarının piyasa değerinden düşük fiyatta satın alınması söz konusu olduğundan, ele geçirme niyetindeki şirketin sermaye yapısı zayıflatılmakta ve bu şirketin pay sahiplerinin hakları sulandırılmış olacaktır³⁹⁵. Bir başka anlatımla, ele geçirme niyetinde olan kişinin ya da şirketin eski pay sahiplerinin payları, ele geçirmeden sonraki orana nazaran azaltılmakta ve ele geçiren açısından hak kaybı yaratmaktadır³⁹⁶. Bu planın amacını gerçekleştirmesi, piyasa fiyatının altından pay satın alma hakkının teklif veren dışındaki hedef şirket pay sahiplerine tanınmış olması halinde mümkündür. Nitekim ele geçirme girişiminde olan şirkete de hedef şirket paylarını piyasa değerinin altında satın alma imkânının verilmiş olması halinde, flip-over planı etkinliğini kaybedecektir³⁹⁷. Öte yandan flip-over planının en önemli açığı ise hedef şirket yönetim kontrolünü ele geçiren şirket

belirtmiştir. Bkz: **Addison D. Braendel**: "Defeating ‘poison pills’ through Enactment of a State Shareholder Protection Statute," Delaware Journal of Corporate Law 25, No. 3, 2000: 651-682, HeinOnline. Özellikle şirketi korumak için gerekli olması durumunda, teklifle ilgili yeterli araştırma ve soruşturma yapıldıktan sonra böylesine bir girişimin makul olduğunun tespiti halinde savunma mekanizmasına başvurulabileceği belirtilmiştir. Bkz: **Dilenno**, s. 25-35; **Choi, Kamma & Weintrop**; s. 378; **Thompson**, s. 183.

³⁹² **Şehirali Çelik**, s. 232.

³⁹³ **Şehirali Çelik**, s. 233

³⁹⁴ **Thompson**, s. 183.

³⁹⁵ **Şehirali Çelik**, s. 230; **Ayaydın & Dağlı**, s. 215.

³⁹⁶ **Ayaydın & Dağlı**, s. 215; Flip-over türü, etkisini en çok ele geçirme teklifinde bulunan şirkette çoğunluk paya haiz pay sahiplerini etkilemektedir. Bkz: **Julian Velasco**: "Just Do It: An Antidote to the Poison Pill," Emory Law Journal 52, No.2: 849-908, 2003, (HeinOnline); Flip-over türü, niteliği itibarıyla üçüncü kişiye yükümlülük getiren bir sözleşme olduğundan ve Alman hukukunda bu tür sözleşmeler kabul görmediğinden, flip-over planı uygulama alanı bulmamıştır. Bkz: **Dinç**, dn. 505.

³⁹⁷ **Şehirali Çelik**, s. 231.

tarafından, hedef şirketi kendisi ya da iştirakiyle birleştirmemesi durumunda bu hakkın kullanılamamasıdır³⁹⁸.

Yapılan açıklamalar ışığında flip-over türünü destekleyen argümanlar; (1) ‘poison pills’in teklif veren üzerindeki ekonomik sonuçlarından kaçınmak için hedef şirket yönetimi ve teklif vereni karşılıklı müzakere ortamına teşvik etmek, (2) ‘poison pills’in kullanımı tetikleyecek oranda pay edinimini caydırıcı kılmak, (3) Önemli bir pay sahibinin tek başına işlem yapmasını engellemek, (4) Hedef şirketin mali durumunu zayıflatmamak, (5) Şirketi satabileceği potansiyel kişiyi önceden belirlemek şeklinde sıralanmıştır. Flip-over türüne yönelik geliştirilmiş başlıca karşı argümanlar ise; (1) Hedef şirket pay sahiplerinin, paylarını piyasa değeri üzerinden satma fırsatına engel olunması, (2) Mevcut şirket yönetiminden memnun olmayan pay sahiplerine karşı, şirket yöneticilerinin mevcut konumlarının sağlamlaştırılmasını sağlama ihtimali, (3) Hedef şirketin olası diğer teklifler için de istenmeyen (unattractive) bir aday olarak belirlenen sürenin sonuna kadar ‘poison pills’ten kaynaklanan hakların yürürlükte kalması³⁹⁹ ve (4) SEC tarafından flip-over türünün hedef şirket paylarının fiyatını düşürdüğüne ilişkin kanıtlar ortaya konmuş olması olarak sıralanmaktadır⁴⁰⁰.

2.2.1.1.3. Hedef Şirket Paylarının Sulandırılması Taktiği (Flip-in Plan)

‘Poison pills’in en yaygın ve uygulanan diğer türü ise ‘flip-in poison pills’ (üçüncü nesil ‘poison pills’) olarak bilinen hedef şirket paylarının teklif sahibi aleyhine sulandırılması (dilution)⁴⁰¹ tekniğidir⁴⁰². Flip-in türü ilk olarak 1990 yılında Stahl v. Apple Bancorp, ele geçirmesinde uygulanmış ve bu tür 1992 yılında Delaware Yüksek Mahkemesince

³⁹⁸ **Doğru**, s. 79; Nitekim James Goldsmith ve Crown Zellerbach şirketi arasında gerçekleşen ele geçirme işleminde, Crown’ın şirket yönetim kontrolünü ele geçiren James Goldsmith, Crown ile birleşme işlemi gerçekleştirmeyerek söz konusu savunma yöntemini etkisiz hale getirmiştir. **Velasco**, s. 861.

³⁹⁹ Hedef şirket yöneticileri, poison pillsten kaynaklanan haklar bir kez uygulanabilir hale geldikten sonra aksi kararlaştırılmadıkça geri alınamadığından ötürü, bu hakların kullanıp kullanılmaması gerektiğine ilişkin makul bir karar vermeleri gerekmektedir.

⁴⁰⁰ **Mirvis**: “The Business Judgment Rule and Takeovers: Recent Developments in Takeover Defense, in Directors' And Officers' Liability: A Review Of The Business Judgement Rule” (1986). Aktaran **Gayle**, s. 136.

⁴⁰¹ Bu mekanizma, teklif verenin hedef şirket üzerindeki yatırımını sulandırır ve hatta ele geçirme girişiminde olan şirketin, hedef şirketin kalan paylarını borsadan edinmesinde caydırıcı rol oynar, Bkz: **Denkewalter**, s. 704

⁴⁰² **Ayaydın & Dağlı**, s. 215; **Şehrali Çelik**, s. 232; **Dinç**, s. 207.

geçerli ve uygun bulunmuştur⁴⁰³. Yukarıda değinildiği üzere, flip-over türünün hedef şirketin teklif veren ya da teklif veren şirketin iştirakiyle birleşmesi durumunda kullanılabilir hale gelmesi sebebiyle, birleşme işleminin gerçekleşmediği durumlarda uygulanmak üzere bir başka ‘poison pills’ metodu oluşturulmak istenmiş ve flip-in ‘poison pills’ türü ortaya çıkmıştır⁴⁰⁴. Böylelikle flip-in mekanizmasına başvurularak, hedef şirkette büyük pay bloklarının edinilmesinin önüne geçilmesi amaçlanmıştır⁴⁰⁵.

Çoğu ‘poison pills’ mekanizmasında başvuru flip-in türünde; hedef şirket pay sahipleri, şirketçe belirlenmiş belirli oranda pay edinimi ya da belirli oranda pay edinimi için alım teklifi yapılması gibi durumlarda⁴⁰⁶, hedef şirket tarafından henüz ihraç edilmemiş payları piyasa değerinin altında satın alma hakkı verir⁴⁰⁷. Ancak bu haklar, hedef şirkette pay sahibi olan; ele geçirme teklifi sahibi, onun iştirakleri ve birlikte hareket eden kişiler bakımından doğmayacaktır⁴⁰⁸. Bu noktada potansiyel hedef şirket, adi pay sahibi olan pay sahipleri açısından imtiyazlı paylar⁴⁰⁹ ihdas eder. Ancak sahip olunan imtiyazlı paydan kaynaklanan haklar, hedef şirketçe belirlenmiş şartın gerçekleşmesinin ardından aktive olur⁴¹⁰. Flip-over türünden farklı olarak; hedef şirketteki payların belirli bir oranın üzerinde satın alınması yahut bu paylar için alım teklifinin yöneltilmesi durumunda, flip-in türünün yürürlüğe konabilmesi için gerekli şart gerçekleşmiş olur⁴¹¹. Bununla birlikte flip-in türünün aktif hale gelmesini sağlayan şartları; yalnızca hedef şirket paylarının yönetimin onayı olmaksızın edinilmesi ya da edinilme girişiminde bulunulması başlığı altında toplamak yanlış olacaktır. Nitekim hedef şirket paylarının belirli bir kısmının edinilmesi amacıyla pay alım teklifi yapılan

⁴⁰³ **Kahan & Rock**, dn: 18.

⁴⁰⁴ **Şehirali Çelik**, s. 233; **Thompson**, s. 184.

⁴⁰⁵ **Kahan & Rock**, s. 922.

⁴⁰⁶ Bu türdeki zehirli haplar genellikle hedef şirket paylarının %30’unu aşan bir oranda pay alım teklifinde bulunulması yahut hedef şirket paylarının %20’sinin edinilmesi durumunda tetiklenirler. Bkz: **Karacan&Karacan**, s. 130.

⁴⁰⁷ **Dilenno**, s. 25; **Şehirali Çelik**, s. 233; **Karacan&Karacan**, s.130; **Dinç**, s. 206; **Velasco**, s. 864 vd; **Denkewalter**, s. 704; **Doğru**, s. 80; **Harsh**, s. 668; **Dawson, Pence & Stone**, s. 428; **Helman & Junewicz**, s. 773; The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission, s. 15.

⁴⁰⁸ **Karacan&Karacan**, s. 130.

⁴⁰⁹ Dinç, pay sahiplerine tanınan imtiyazlı payları, adi paylara adeta zımbalanmış haklar olarak niteler ve imtiyazlı payların ihdası ile bu hakların kullanılmadığını çünkü henüz adi paylara zımbalı olduğunu, ancak şartın gerçekleşmesiyle birlikte zımbanın açılarak imtiyazlı pay alım haklarının kullanılabilir hale geldiğini belirtir. Bkz: **Dinç**, s. 207. Konu ile ilgili ayrıca bkz: **Gayle**, s. 134.

⁴¹⁰ **Dinç**, s. 207

⁴¹¹ **Şehirali Çelik**, s. 233; **Dinç**, s. 207; **Kahan & Rock**, s. 922.

durumlarda, hedef şirket yönetiminin yalnızca pay alım fiyatının düşük ve yetersiz olması halinde de pek tabi flip-in türüne başvurması mümkün olup bu durum Amerikan mahkemelerince de kabul edilmiştir⁴¹².

Flip-in türünün hedef şirket paylarının belirli bir kısmının ele geçirilmesi sebebiyle geliştirilmesindeki esas amaç; hedef şirket pay sahiplerine, paylarını satmaları konusunda baskı yapılmasının önüne geçebilmektir⁴¹³. Nitekim ele geçirme sonrasında azınlık halinde kalan pay sahiplerinin ortaklıktan çıkarılması gündeme geldiğinde, yönetimde kontrol sahibi kişi/kişiler tarafından payların piyasa değerlerinin altında satın alınarak ortaklıktan çıkarılabilmesi (squeeze-out right) mümkündür⁴¹⁴.

Flip-in tetiklendiğinde, ele geçirme girişiminde bulunanlar haricindeki hedef şirket pay sahiplerine, hedef şirkette pay satın alma hakkı vererek, teklif veren şirketin öz kaynaklarını sulandırmak ve borsada önemli büyüklükte hedef şirket paylarının edinilmesini engelleme amacı güder⁴¹⁵. Böylelikle hedef şirketin sermayesi sulandırılmış olur ve ele geçirme niyetindeki şirket için ele geçirme maliyeti artar. Ele geçirme maliyetinin artması, teklif veren şirket yöneticileri ve hedef şirket yöneticilerini bir müzakere ortamına sürükler ve böylelikle uzlaşmasız başlayan ele geçirme teklifinin uzlaşma işe sonuçlanma ihtimali oldukça artar⁴¹⁶. Nitekim payları sulandırılan hedef şirketi ele geçirmek isteyen teklif veren şirket bir nevi teklif şartlarını müzakere etmek zorunluluğu altında bırakılır⁴¹⁷.

⁴¹² **Kahan & Rock**, s. 922. Konu ile ilgili karar için bkz: Paramount Commc'ns, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140, 1153 (Del. 1990), <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1990/571-a-2d-1140-5.html>, (ET: 02.05.2021).

⁴¹³ **Thompson**, s. 184.

⁴¹⁴ **Thompson**, s. 184. Konuyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: **Salih Önder Yeşiltepe**, Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları, 2015, Ankara, Legal Kitapevi.

⁴¹⁵ **Dawson, Pence & Stone**, s. 429-430; **Denkewalter**, s. 705.

⁴¹⁶ **Şehirali Çelik**, s. 233; **Denkewalter**, s. 704.

⁴¹⁷ **Dinç**, s. 209.

2.2.1.1.4. Hedef Şirket Pay Sahiplerinin Paylarını Menkul Kıymete Dönüştürme Hakkı Tanınması (Put Plans- Back End Provision)

Literatürde; put plans (satma planı)- fair value plan (adil fiyat planı)- lollipop plan (lolipop planı)⁴¹⁸ gibi isimlerle bilinen ve en popüler ismi back-end provisions (arka uç hükümleri) olan ‘poison pills’ in bu türünde, hedef şirket yönetimince pay sahiplerine paylarını belirli bir menkul kıymetle değiştirme yani trampa etme hakkı tanınmaktadır⁴¹⁹. Pay sahiplerine tanınan bu haklar hedef şirketin belirli oranda payının üçüncü kişi ya da şirketler tarafından edinilmesi yahut pay alım teklifinde bulunulması durumunda aktive olmaktadır⁴²⁰. Tetikleyici olayın meydana gelmesinin ardından anılan haklar artık geri alınmaz ve uygulanabilir bir hale gelir. Ancak teklif verenin, hedef şirketin tüm menkul kıymetlerini ve paylarını piyasa değerinin üzerinde olmak şartıyla nakden ödeyerek almayı taahhüt ettiği durumlarda, hakların uygulanabilirliği hedef şirket yönetim kurulu kararı gereğince belirli süreliğine ertelenebilir. Bu tür durumlarda teklif veren şirket, belirlenen süre içerisinde işlemleri tamamlarsa; back-end planları süresi dolmuş ve itfa olunmuş sayılır⁴²¹. Back-end planları, kâr payı şeklinde dağıtılmakta⁴²² ve pay sahipleri önceden belirlemiş oldukları bir fiyat karşılığında paylarını nakit yahut bir başka menkul kıymetle trampa etmektedirler⁴²³.

Back-end, ele geçirme işlemine katılmayan pay sahiplerinin, pay değerleri için belirli bir bedelin garanti edilerek şirket ele geçirmelerinde, minimum bir devir fiyatı belirleyebilmek üzere tasarlanmıştır. Hedef şirket yönetim kurulu tarafından belirlenmiş minimum devir fiyatı ya da arka uç fiyatı, makul ve adil olduğuna inanılan bir şekilde belirlenir⁴²⁴. Back-end türünün yaygın kullanım şekli, hedef şirkete yönetilmiş kısmi ya da iki aşamalı pay alım tekliflerinin ikinci aşamasında, pay sahiplerinin paylarını piyasa

⁴¹⁸ **Montgomery**, dn:5, s. 131-132.

⁴¹⁹ **Denkewalter**, s. 704; **Dawson, Pence & Stone**, s. 426-428; **Montgomery**, dn: 5, s. 131-132; **Şehirali Çelik**, s. 234; **Thompson**, s. 185.

⁴²⁰ Zehirli hapların bu türünün aktifleşmesi için gereken pay alım oranının, hedef şirket paylarının %20 ve üzeri oranda olması gerektiği yaygın kabuldür. **Montgomery**, dn: 5, s. 131-132; **Şehirali Çelik**, s. 234; **Dawson, Pence & Stone**, s. 428.

⁴²¹ **Dawson, Pence & Stone**, s. 428.

⁴²² **Dawson, Pence & Stone**, s. 428.

⁴²³ **Şehirali Çelik**, s. 234; **Montgomery**, dn: 5, s. 132; **Dawson, Pence & Stone**, s. 428; **Thompson**, s. 186.

⁴²⁴ **Gayle**, dn: 59, s. 135; **Dawson, Pence & Stone**, s. 429.

değerinden düşük fiyatta satma zorunluluğunun önüne geçebilmektir⁴²⁵. Dolayısıyla back-end planında teklif veren şirket, hedef şirket tarafından belirlenmiş bedelin altında ödeme yapamayacağı dayatmasıyla karşı karşıyadır. Hedef şirket tarafından belirlenmiş bedel, teklif vereni korkutup vazgeçirme yahut hedef şirket yönetimiyle müzakere edilerek teklif fiyatı üzerinde pazarlık yapılabilme zorunluluğu amaçlarını güder⁴²⁶. Ancak ele geçirme niyetinde bulunan şirketin, hedef şirket paylarının tamamına ilişkin pay alım teklifi yapması halinde bu tür kullanılamaz hale gelmektedir⁴²⁷.

2.2.1.1.5. Hedef Şirket Pay Sahiplerine Bedelsiz Olarak İmtiyazlı Oy Hakkı Tanıyan Pay Dağıtımını Yapılması (Voting Provisions)

‘Poison pills’in, pay sahiplerine oy hakkında imtiyaz tanıyan ve ‘voting provision’ olarak bilinen çeşidinde; hedef şirket pay sahiplerine imtiyazlı oy hakkı tanıyan payların kâr payı şeklinde dağıtılması söz konusu olmaktadır⁴²⁸. Bahsi geçen imtiyazlı paylar, hedef şirketi kontrolü altına alma gayesinde olan şirketin oy haklarının sulandırılması amacına hizmet etmektedir⁴²⁹. Diğer ‘poison pills’ türlerinde olduğu gibi bu türünde de imtiyazlı pay haklarının kullanımı belirli şartların gerçekleşmesine bağlanmıştır ki bu şart çoğunlukla hedef şirket kontrolünün ele geçirilmesidir. Şirket kontrolünün ele geçirilmesi yahut ele geçirilmesi amacıyla pay alım teklifinde bulunulması halinde aktive olan bu üstün oy hakları sayesinde ele geçirme durumunda, teklif veren şirket pay sahiplerinin oy gücü sulandırılmaktadır⁴³⁰.

Ele geçirilme durumunda teklif veren hariç olmak üzere hedef şirket pay sahiplerine oy hakkında imtiyaz sağlayan hükümler; pay sahipleri arasında ayrımcılığa yol açtığından

⁴²⁵ Şehirali Çelik, s. 234.

⁴²⁶ Montgomery, dn:5, s. 132.

⁴²⁷ Şehirali Çelik, s. 234.

⁴²⁸ Dawson, Pence & Stone, s. 430; Şehirali Çelik, s. 237. Denkwalter, s. 704; Thompson, s. 187; The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission, s. 16.

⁴²⁹ Denkwalter, Poison pills: Is The Flip-in Flipping Out, s. 704; Dawson, Pence & Stone, s. 430; Thompson, s. 187.

⁴³⁰ Şehirali Çelik, s. 237; Dawson, Pence, & Stone, s. 430.

bahisle bazı Amerikan eyalet mahkemelerince geçersiz kılınmıştır⁴³¹. Anılan sebeple bu tür çok yaygın bir şekilde kullanılmamaktadır.⁴³²

2.2.1.2. Uygulamada Geliştirilen Yan Hüküm Niteliğindeki ‘Poison Pills’ Türleri

Beş ana başlık halinde incelemiş olduğumuz ‘poison pills’ türleri gelişen ve değişen ekonomik ve hukuki sistemler doğrultusunda çok daha çeşitli hükümler barındıran türler geliştirilmesine sebebiyet vermiştir. Özellikle aşağıda bahsedilecek olan dead-hand ve no-hand türleri, hedef şirket yönetim kurulunca uygulanan ‘poison pills’i daha güvenilir kılabilmek için geliştirilmiş bir nevi “poison pill sigortası” olarak da tanımlanabilir⁴³³. Bu türlerin temel amacı; hedef şirket yönetimi ve teklif veren şirket yönetimi arasında bir mutabakat sağlanması halinde halen yürürlükte olan türlerin mevcudiyeti caydırıcı etkisini sürdürmeye devam ettiğinden; hedef şirket yönetim kurulunca bu hakların geri çağrılarak (redemption) etkilerinin ortadan kaldırılmasıdır⁴³⁴. Dolayısıyla teklif veren şirketle bir mutabakata varılması ihtimalini göz önünde bulunduran hedef şirket yönetim kurulu, ihraç etmiş olduğu ‘poison pills’i bu gibi durumlarda belirli bir bedel ödeyerek pay sahiplerinden geri toplayabilecek şekilde ihraç eder ve bu tür poison pills geri çağrılabilir nitelikte olarak anılır⁴³⁵.

2.2.1.2.1. Yalnızca Mevcut Yönetim Tarafından Geri Çağrılabilen Poison Pills (Dead-Hand Poison Pills)

Çoğu ‘poison pills’ türünün esasen teklif veren şirket ve hedef şirket yönetimi arasında müzakere ortamını yaratma gayesinde olduğu ve bu sebeple müzakerelerin olumlu sonuçlanma ihtimali düşünülerek hedef şirket yönetimince özellikle ‘poison pills’ türlerinin geri çağrılabilir şekilde ihdas edildiği görülmektedir. Nitekim müzakereler sonucunda teklif veren şirketin, hedef şirket yönetiminden ‘poison pills’ haklarının

⁴³¹ Dawson, Pence & Stone, s. 430; Şehirali Çelik, s. 237.

⁴³² Gaughan, Patrick A.; Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Third Edition, John Wiley&Sons, Inc, New York, 2002, s.175 Aktaran, Şehirali Çelik, s. 237.

⁴³³ Bainbridge, s. 22.

⁴³⁴ Doğru, s. 80; Karacan&Karacan, s. 130.

⁴³⁵ Bainbridge, Stephen: Mergers and Acquisitions, 2nd Edition, Foundation Press, New York, 2009, Aktaran, Doğru, Yönetimde Kontrol Değişikliği, s. 80.

etkisiz hale getirilmesini talep etmesini beklemek son derece olağandır⁴³⁶. Böylelikle teklifte bulunanın hedef şirket yönetimine oldukça tatmin edici bir teklifte bulunması durumunda, yönetimce hakların geri çağırılması ve artık savunma mekanizması olarak kullanılmaması söz konusu olacaktır⁴³⁷. Ancak teklifte bulunanın çoktan yönetim kontrolünü sağlamış olduğu durumlarda, hedef şirket yönetim kuruluna kendi üyelerini seçmesi suretiyle, kendi yönetim kurulu üyeleri sayesinde ‘poison pills’ haklarını etkisiz hale getirebilmesi de mümkün olabilir. İşte tam bu noktada, hedef şirket yönetimince yalnızca onları çıkaran yönetim tarafından etkisiz hale getirilmesini sağlamak amacıyla yeni yönetimin yetkilerini sınırlandıran hükümler içeren ‘dead hand (ölü yönetim)’ ‘poison pills’ ya da ‘continuing directors’ (devam eden yöneticiler) olarak bilinen tür çıkarılmıştır⁴³⁸. Devam eden yöneticiler hükümlerinin dead-hand olarak adlandırılmasının sebebi; artık yönetici olmayan ve dolayısıyla şirket için ölü olan yöneticilerin adeta mezarlarından şirketi yönetmeye devam etmesidir⁴³⁹. Dead hand türü sayesinde, hedef şirket yönetim kurulunca çıkarılan zehirli hapları etkisiz hale getirme yetkisi, yönetim kontrolünün ele geçirilerek el değiştirmesiyle görevlerinden alınmış olsalar dahi eski yönetim kurulu üyelerine tanınmıştır. Böylece yeni yönetim kurulu üyeleri, son derece başarılı bir ele geçirme işleminden sonra seçilmiş olsalar dahi ‘poison pills’i etkisiz hale getirememektedir⁴⁴⁰.

Dead-hand türünün, uzlaşmasız ele geçirme girişimlerini önleme ve mevcut hedef şirket pay sahiplerinin menfaatlerini artırma konusunda etkili bir yöntem olduğu düşünülmektedir⁴⁴¹. Dead-hand, şirket ele geçirmelerine karşı etkili bir savunma mekanizması olarak bilinmesine karşın bu savunma mekanizmalarının, ele geçiren şirket pay sahiplerinin haklarını kullanmasının engelleyerek pay sahipleri haklarını ihlal

⁴³⁶ Şehirali Çelik, s. 235; Karacan& Karacan, s. 131.

⁴³⁷ Karacan& Karacan, s. 131.

⁴³⁸ Şehirali Çelik, s. 235; Karacan& Karacan, s. 131; Nardella, M. A.: “Bankruptcy Poison pills: New Attempts to Avoid Absolute Priority” Banking Law Journal, 131(3), s.236, 2014, (HeinOnline); Letsou P: “Are Dead Hand Poison Pills Really Dead”, University of Cincinnati Law Review, Vol. 68, Issue 4 ,2000,1101-1156 s. 1101, (HeinOnline); Gordon, J.: “Just Say Never Poison Pills Deadhand Pills, And Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay For Warren Buffett” Cardozo Law Review, 19(Issues 1-2), 511-552, 1997, s. 531 vd.

⁴³⁹ Lese, Shawn. C: “Preventing Control From The Grave: Proposal For Judicial Treatment Of Dead Hand Provisions in Poison Pills” Columbia Law Review, 96(8) 1996, dpn:5, s. 2176, (HeinOnline).

⁴⁴⁰ Şehirali Çelik, s. 235; Bainbridge, s. 22-23; Dilenno, s. 29; Letsou, s. 1101.

⁴⁴¹ Velasco Julian: “The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill” 27 J. Corp. L. S.381-383, 2002, https://scholarship.law.nd.edu/law_faculty_scholarship/729/, (ET: 03.05.2021).

ettiği görülmüştür. Nitekim şirket kontrolünün başarılı bir şekilde ele geçirilmesinin ardından yeni yönetim kurulu üyelerinin usulüne uygun bir şekilde seçilmiş olmasında dahi, yeni yönetim kurulu ‘poison pills’ hükümlerini etkisiz hale getirememektedir⁴⁴². Bu doğrultuda ‘poison pills’ın, yalnızca onları ihdas eden yönetim kurulu üyelerince etkisiz hale getirilebilmesi, on yıl boyunca yürürlükte kalan ve uygulanan dead hand türünün hukuki geçerliliği noktasında birçok tartışmaya konu edilmiştir. Nitekim Delaware Yüksek Mahkemesi dead hand türünün geçerliliğini 1998 yılında Carmody v. Toll Brothers Inc. Davasında⁴⁴³ inceleyerek ‘poison pills’ın yalnızca kendisini ihdas eden yönetim kurulu tarafından etkisiz hale getirilebilmesinin, pay sahiplerinin yönetim kurulu üyelerini seçme hakkını ihlal ettiğinden bahisle geçerli olmayacağına karar vermiştir. Bununla birlikte, yeni yönetim kurulu üyelerinin yetkilerinin esas sözleşmede öngörülme bir şekilde önceki yönetim tarafından sınırlandırılmasının da hukuken bir geçerliliği ve dayanağı olmadığına karar vermiştir⁴⁴⁴.

2.2.1.2.2. Hedef şirket Yönetimince Belirli Bir Süre Geri Çağrılmayan ‘Poison Pills’ (No-Hand Poison Pills)

Dead-hand türünden yola çıkılarak geliştirilen bir diğer düzenleme ise ‘no-hand provisions’ ya da ‘delayed redemption’ (gecikmiş itfa) olarak adlandırılan ve zehirli hapların belirli bir süre etkisiz hale getirilemeyeceğine ilişkin hükümlerdir⁴⁴⁵. No hand türünde, dead-hand türünden farklı olarak, yeni yönetim kuruluna ‘poison pills’ın etkisiz hale getirilmesi bakımından mutlak bir engel getirilmemekle birlikte

⁴⁴² Lese, s. 2176; Nardella, s. 236.

⁴⁴³ Carmody v. Toll Brothers Inc (C.A. No. 15983) davası için bkz.; <https://caselaw.findlaw.com/de-court-of-chancery/1255274.html> , (ET: 03.05.2021). Davada dead hand türünün kapsadığı ‘poison pills’ türleri; flip-over ve flip-in türlerini içermektedir. Yüksek mahkeme, teklif veren tarafından sürecin başarılı bir şekilde yürütüldüğü durumlarda dahi teklif verenin ‘poison pills’ ile mücadele etmek zorunda kaldığını belirterek; dead-hand türlerinin orantısız ve mantıksız olduğunu, yönetim kurulu üyelerinin pay sahiplerine karşı güven ve sadakat yükümlülüklerini ihlal ettiği gerekçesiyle uygun bulunmamıştır; Letsou, s. 1102; Carmody v. Toll Brothers Inc davası incelemesi için bkz: Bainbridge, s. 22 vd.

⁴⁴⁴ Şehirali Çelik, s. 236; Delaware Yüksek Mahkemesi her ne kadar Toll Brothers davasında dead-hand hükümlerinin geçersiz olduğuna karar vermişse de dead-hand hükümlerini geçerli bulan yargı bölgeleri de bulunmaktadır. Bkz: Velasco, Julian: “The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill” Notr Dome Law School Journal Articles, 27 J. Corp. L. 381 dn: 46 s.402, 2002. AMP Inc. v. Allied Signal Inc., 1998 U.S. Dist. LEXIS 15617 (E.D. Pa. Oct. 8, 1998) (dead hand provision); Invacare Corp. v. Healthdyne Tech., Inc., 968 F. Supp. 1578 (N.D. Ga. 1997).

⁴⁴⁵ Şehirali Çelik, s. 236.

mekanizmanın yeni yönetim tarafından etkisiz hale getirilmesinin belirli bir süreyle sınırlandırılması söz konusudur⁴⁴⁶. Dolayısıyla no-hand türü yalnızca ‘poison pills’ın etkisiz hale getirilmesini belirli bir süreyle ertelemek için geliştirilmiş olup hedef şirketin ele geçirilmesinde şirket kaynaklarının sermaye olarak kullanılması halinde, no-hand caydırıcı bir etkiye sahiptir⁴⁴⁷.

Dead hand türünde olduğu gibi no hand türünün hukuki geçerliliği de tartışmalara sebebiyet vermiş ve uyuşmazlık Mentor Graphics v. Quickturn Design System davası⁴⁴⁸ ile Delaware Yüksek Mahkemesi önüne getirilmiştir. Yüksek Mahkeme, Quickturn Şirketinin zehirli hapların şirket kontrolünün ele geçirilmesini takiben 6 ay boyunca etkisiz hale getirilemeyeceğine ilişkin hükmün, şirket yönetim kurulunun şirketle güvene dayanan ilişkisinin (fiduciary duty) ihlaline sebebiyet vererek yeni oluşturulan yönetimin yetkilerinin sınırlandırılması sonucunu doğurduğunu belirtmiştir⁴⁴⁹.

2.2.1.2.3. Hedef Şirketin Eski Yönetimince Belirli Bir Üst Sınır Kadar Geri Çağrılabilen Poison Pills (Slow-Hand Poison Pills)

‘Slow hand (yavaş yönetim) pills’ olarak bilinen bir diğer türünde ise; hedef şirket yönetim kurulunca geri çağrılabilir niteliği haiz şekilde çıkartılan zehirli hapların, eski yönetimce geri çağrılabilme hakkının kullanılabilmesini bir üst sınır belirlemek suretiyle kısıtlamaktadır. Slow-hand pills ve no hand pills, esasında zehirli hapların etkisizleştirilmesinde belirli bir süre şartı aranmasından ötürü büyük ölçüde benzerlik göstermektedir. Ancak iki türün arasındaki en büyük ve önemli fark; no hand türünde eski yönetimce oluşturulmuş ‘poison pills’ın yeni yönetim tarafından etkisiz hale getirilmesinde asgari bir süre belirlenmişken, slow hand türünde eski yönetim kurulunun sürmüş olduğu ‘poison pills’ı geri çağırabilmesi için gereken azami süre belirlenmiş olmasıdır⁴⁵⁰. Dolayısıyla slow hand hükümlerini, şirketteki kontrol

⁴⁴⁶ Karacan& Karacan, s. 131; Şehirali Çelik, s. 236; Bainbridge, s. 24; Dilenno, s. 29.

⁴⁴⁷ Şehirali Çelik, s. 236; Bainbridge, s. 22.

⁴⁴⁸ Mentor Graphics v. Quickturn Design System davası için bkz: <https://caselaw.findlaw.com/de-court-of-chancery/1309573.html> ,(ET: 03.05.2021).

⁴⁴⁹ Dilenno, s. 29; Şehirali Çelik, s. 236-237; Bainbridge, s. 24.

⁴⁵⁰ Karacan& Karacan, s. 131.

değişikliğinden belirli bir süre geçtikten sonra kullanılmasını engelleyen hükümler olarak tanımlamak da mümkündür⁴⁵¹.

Bu başlık altında incelenmiş olan dead-hand, no hand ve slow hand türlerinin, her ne kadar birer ‘poison pills’ çeşidi olarak anılsa da esasında hedef şirket yönetimince ihdas edilen ‘poison pills’in bir nevi güvencesini oluşturan hükümler içerdiği söylenebilir. Nitekim dead-hand türünde, ele geçirme durumunda yeni şirket yönetiminin ‘poison pills’i etkisiz hale getirebilmesi yetkisine sınırlama getirilirken; no hand türünde ele geçirme işleminin ardından başa gelen yeni yönetim kurulu üyelerinin ‘poison pills’i etkisiz hale getirebilme yetkisine yalnızca belirli bir süreyle kısıtlama getirilmekte, slow hand türünde ise eski yönetimin ‘poison pills’i geri çağırabilmesi için asgari bir süre verilmektedir. Dolayısıyla anılan ‘poison pills’ türlerini doktrinde yapılan ‘poison pills’in sigortası⁴⁵² tabiri uyarınca nitelendirmeyi uygun buluyoruz.

2.2.1.2.4. Net İşletme Zararı Vergisel Varlıklarını Koruyan ‘Poison Pills’ (Net Operating Loss-NOL Poison Pills)

Şirketlerin uğramış oldukları ve literatürde kısaca NOL⁴⁵³ olarak adlandırılan net işletme zararları (net operating loss), gelecek dönemde şirket için birtakım vergisel avantajlar sağlayabilmektedir⁴⁵⁴. NOL poison pills ise, temelde geleneksel ‘poison

⁴⁵¹ **Findlaw Attorney Writers**: Corporate and Securities Update: Recent Developments In Shareholder Rights Plan: "Dead Hand," "No Hand" And "Slow Hand" Provisions, <https://corporate.findlaw.com/corporate-governance/corporate-and-securities-update-recent-developments-in.html>, (ET: 04.05.2022).

⁴⁵² **Bainbridge**, s. 22.

⁴⁵³ NOL, bir yıl içerisinde zarar eden işletmelerin, bu zararlarının gelecek yılın karından düşülmesini sağlar. Bu suretle işletmeler ortalama gelir üzerinden vergilendirilir ve işletmeye yarar sağlar. Gelir vergisi açısından, bir vergi dönemi içerisindeki giderlerin ve kesintilerin vergilendirilebilir geliri aşması durumunda net işletme zararı ya da kısaca NOL ortaya çıkar. Net işletme zararları, IRC 127 ve 382. hükümleri uyarınca şirketin ileriye dönük zararlarını dengelemek için kullanılır. NOL varlıkları, işletme muhasebesine değerli varlıklar olarak kaydedilir. Bu varlıklar gelecekteki vergi beyannamelerine yansıtılarak gelecekteki vergilendirilebilir geliri düşürür ve vergi indirimi sayesinde işletmeye fayda sağlarlar. Amerikan İç Gelir Yasası 382 md. Hükmü uyarınca, bir şirketin yalnızca NOL avantajlarından faydalanabilmek amacıyla satın alınmasının önüne geçilmesi için çeşitli kısıtlamalar getirilmiştir.

⁴⁵⁴ **Webber Sarah J. & Davis-Nozemack, Karie**: “NOL Poison Pills Using Corporate Law for Tax Purposes”, 2012, University of Dayton Accaounting Faculty Publications, Publications. s.1, https://ecommons.udayton.edu/acc_fac_pub/57/, (ET:04.05.2022); **Stanley Danielle**: “Shareholder Beware? Examining NOL Poison Pill Adoptions” A Dissertation Presented for Doctor of Philosophy

pills'in öncelikli amacı uzlaşmasız ele geçirme teklifini başarısızlığa uğratmak iken; NOL poison pills'in temel amacı, hedef şirketin sahip olduğu vergisel avantajların korunmasını sağlamaktır⁴⁵⁵.

'NOL poison pills' ya da vergi avantajlarının korunması planı (tax benefit preservation plan)⁴⁵⁶ olarak adlandırılan bu türde; şirketin yönetim değişikliğine bağlı meydana gelecek net işletme kayıplarına karşı, şirket pay sahiplerinin uzun dönem menfaatlerini koruyabilmek amacıyla çıkarılan hedef şirketin vergi avantajlarını koruma planı olarak adlandırılabilir⁴⁵⁷. Son yıllarda pek çok şirket tarafından ihdas edilen 'poison pills'in bu yeni türünde, hedef şirket olası bir yönetim kontrolü değişikliği yaşaması halinde şirketlerin yıl içerisinde uğramış oldukları zararı gelecek yılın karından düşmesini sağlayacak NOL'lerini kullanma kabiliyetini devam ettirerek şirketin menfaatini koruma amacına hizmet etmektedir⁴⁵⁸.

Anılan poison pills türü, kökenini Amerikan İç Gelir Yasası (IRC) 172 ve 382'nci hükümlerinden ve 2018 tarihli Amerikan Vergi Kesintisi Yasası'ndan (Tax Cuts Jobs Act -TCJA) alır. Amerikan İç Gelir Yasası 172. Maddesi uyarınca; şirketin ortalama gelirinin korunması (bunu sağlayan NOL'lerin devrinin korunması) hükme bağlanmıştır. Anılan hüküm uyarınca örneğin, şirketin mevcut dönem zararının gelecek yıldan düşürülmesi mümkün kılınmıştır. Yasa'nın 382. hükmü uyarınca ise; bir şirkette yaşanan kontrol değişikliğinin ardından NOL'lerin kullanımına kısıntı getirilir⁴⁵⁹. İşte

Degree, The University of Tennessee, 2022, s. 8 vd, https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=8796&context=utk_graddiss, (ET:05.05.2022).

⁴⁵⁵ Webber & Davis, s. 1-6.

⁴⁵⁶ Hurt, s. 166. NOL poison pills için "yasal inovasyon" nitelendirmesi yapılmıştır. Bkz: Edelman, P. H., & Thomas, R. S.: "Selectica Resets The Trigger On The Poison Pill: Where Should The Delaware Courts Go Next" Indiana Law Journal, 87(3), 2012, s. 1098, (HeinOnline).

⁴⁵⁷ Yablon, s. 54-58; Webber S,& Nozemack, K.D.; "NOL Poison Pills: Using Corporate Law for Tax Purposes" 2012, University of Dayton eCommons, Accounting Faculty Publications, s.2., https://ecommons.udayton.edu/acc_fac_pub/57/, (ET:17.02.2022).

⁴⁵⁸ Edelman & Thomas, s. 1098.

⁴⁵⁹ Webber & Davis, s. 1. Anılan hüküm uyarınca; şirket paylarının %5'inden daha fazlasına sahip olan pay sahiplerinin, üç yıllık deneme süresi içerisinde, pay sahiplikleri oranını %50 veya daha fazlasına çıkarttığı ve mevcut şirket kontrolünde değişiklik meydana geldiği hallerde NOL'lerin kullanılmasına kısıntı getirilir. Bir NOL 'poison pills', herhangi bir kişiyi şirketin yönetim kurulunun onayı olmadan bir şirketin adi paylarının %4,99'undan fazlasına sahip olmaktan caydırmayı amaçlamaktadır. NOL 'poison pills' bu tür edinimleri caydırarak IRC'nin 382'nci Bölümü uyarınca belirlenen bir "sahiplik değişikliğinin" (ownership change) meydana gelmesini önlemeyi amaçlamaktadır. Bölüm 382 uyarınca, bir şirketin adi hisselerinin en az %5'ine sahip olduğu kabul

bu sebeple, büyük NOL değerlerine sahip olan HAO'ların yönetim kurulları, şirketi mülkiyet değişikliğinden ve dolayısıyla NOL kullanımına getirilen sınırlamadan kurtarabilmek amacıyla NOL 'poison pills'i benimsemişlerdir. Dolayısıyla bir yönetim kurulunun NOL 'poison pills'i kabul etmesi, aslında yönetimin hedef şirketin vergisel avantajlarını koruma gayesinde olduğunu gösterir. Bu sebeple NOL 'poison pills' şirket NOL'lerini koruyarak uzun dönemde şirket pay sahiplerinin menfaatinin korunmasını sağlamaktadır⁴⁶⁰.

Tıpkı geleneksel poison pills türlerinde olduğu gibi, NOL 'poison pills' de hedef şirket yönetim kurulunca, pay sahiplerin onayına bağlı olmaksızın⁴⁶¹ kullanılabilir nitelikte olup teklif veren şirket ve hedef şirket yönetimi arasında teklif fiyatını yükseltebilmek için pazarlık ortamını oluşturmakta da kullanılabilir. Bununla birlikte 'NOL poison pills'in geleneksel 'poison pills'ten ayrılan keskin yönleri bulunmaktadır. Nitekim NOL'lerin birincil amacı ve motivasyonu, uzlaşmasız ele geçirmeleri önleyebilmek amacından ziyade, hedef şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesinin hedef şirkete ait vergisel avantajlarını koruma amacıyla engellenme çabasıdır⁴⁶².

Bir diğer ve en önemli farklılık ise NOL türünün tetiklenmesi için gerekli pay edinme oranının, geleneksel 'poison pills'e nazaran oldukça düşük şekilde belirlenmiş olmasıdır⁴⁶³. Geleneksel 'poison pills', hedef şirket paylarının genellikle %10-%20'sinin edinilmesiyle tetiklenirken bu oran; şirketi NOL kullanım kaybına karşı korumak için %4.75-%4.99 gibi %5'lik oranın biraz altı olarak belirlenmiştir⁴⁶⁴. NOL

edilen bir pay sahibi veya pay sahipleri grubu, üç yıllık dönem içerisindeki pay sahipliklerini (bireysel olarak veya diğer "%5 pay sahipleri" ile) %5'ten %50'den fazlaya artırırsa bir "mülkiyet değişikliği" gerçekleşir. Mülkiyet değişikliğinin meydana gelmesi, şirketin kontrol değişikliğinden hemen önce şirketin ödenmemiş öz kaynaklarının toplam değerinin ürününe eşit gelir vergilerini dengelemek için kullanılabilecek şirketin NOL vergi varlıklarının miktarına yıllık bir sınır koyacaktır. Bkz: **Donahue**, Sean M.: "As Covid-19 Disrupts Financial Markets, Is It Time To Consider A Poison Pill" <https://www.morganlewis.com/pubs/2020/03/as-covid-19-disrupts-financial-markets-is-it-time-to-consider-a-poison-pill>, (ET:05.05.2022).

⁴⁶⁰ **Webber & Davis**, s. 6.

⁴⁶¹ Amerikan hukuk sistemi özellikleri gereğince pay sahiplerinin onayı aranmamaktadır.

⁴⁶² **Webber & Davis** s. 2.

⁴⁶³ **Yablon**, s. 54-58.

⁴⁶⁴ **Van Deusen**, Mark C.: "A Primer on Protecting Tax Losses from a Section 382 Ownership Change" William & Mary Annual Tax Conference. Paper 20 at 18., 2010, <http://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1005&context=tax>, (ET:04.05.2022); **Hurt**, s. 166; NOL zehirli hapları, bir şirketin NOL'lerini kullanarak bir şirketin uzun vadeli hissedar

türünün tetiklenmesi gereken eşik oranının düşük tutulması, bazı yazarlarca bu ‘poison pills’ türlerinin savunma mekanizması olarak geleneksel ‘poison pills’ten daha kuvvetli olduğu iddiasını gündeme getirmiştir⁴⁶⁵.

NOL ‘poison pills’in yargı makamınca tanınması günümüze yakın bir tarihe dayanmaktadır. Geleneksel ‘poison pills’ 1980’lerden beri uygulanagelmekteyken; NOL ‘poison pills’ ilk kez 2010 yılında Selectica Inc v. Versata Enterprises, Inc., davasına değin, Delaware Yüksek Mahkemesince geçerli ve uygun bulunmamıştır⁴⁶⁶. Öte yandan günümüzde tüm dünyayı etkisi altına alan Covid-19 Pandemisi sebebiyle NOL zehirli hapların kullanımında önemli bir artış da gözlenmiştir⁴⁶⁷.

değerlerini korumak amacıyla, bir vergi avantajlarını koruma planı olarak da adlandırılabilir. Amerikan İç Gelir Yasası’nın 382. Bölümünde yer alan hükümler uyarınca; üç yıllık bir dönemde yönetim kontrolünde değişiklik yaşamış bir şirket, yönetim değişikliği öncesi ve sonrası geliri dengeleyebilmek için, genellikle belirli NOL’ler ve yerleşik zararlar dahil olmak üzere belirli vergi özniteliklerinin kullanımıyla sınırlıdır. Genel olarak, bir sahiplik değişikliği, üç yıllık bir test süresi boyunca herhangi bir zamanda şirketin hisselerinin yüzde 5 veya daha fazlasına sahip olan hissedarlar arasında üç yıllık bir süre içinde hisse senedinin sahipliğinde yüzde 50’den fazla bir değişiklik olarak tanımlanır. Böyle bir sahiplik değişikliğinin neden olduğu kasıtsız değerli NOL kaybına karşı korunmak için, bir NOL zehir hapındaki sahiplik eşiği normalde yüzde 4,99 gibi yüzde 5’in biraz altına ayarlanmıştır. Bkz: **Donahue**, Sean M.: “As Covid-19 Disrupts Financial Markets, Is It Time To Consider A Poison Pill”; **Kahan & Rock**, s. 953; **Edelman & Thomas**, s. 1098.

⁴⁶⁵ Geleneksel zehirli haplarda, tetikleme eşiğine erişmeksizin devamlı suretle eşik altından pay edinilerek zehirli hap tetiklenene kadar olabildiğince pay biriktirebilir. Pay birikiminin ardından zehirli haplar için belirlenen eşiğin aşılması kaçınılmazdır. Bu tür durumlarda pay edinen, derhal çağrı yoluyla vekâleten oy toplanması (proxy savaşı) yöntemiyle şirket kontrolünü ele geçirme mücadelesi içerisine girecektir. Ancak açıktır ki, zehirli hapların eşik yüzdesi ne kadar düşük belirlenmişse, yönetimi ele geçirmeye çalışan kişi ya da kişi gruplarının pay biriktirmesi o denli zor olur. Bu sebeple ele geçirme niyetinde olan kişi/kişi gruplarının Proxy savaşına başlaması gerçekçi olmaz ve zehirli haplar da mantıksız görülür.

⁴⁶⁶ **Webber & Davis** s. 7. Anılan davada Delaware Yüksek Mahkemesi, %4.99 şeklinde belirlenmiş olan ‘poison pills’ eşiğini NOL’lerin vergisel varlıklar olmasından ötürü kabul etmiş ancak NOL zehirli haplarının makul bir şekilde ve şartlar altında kullanıldığını ve ancak bu şartlar altında kullanılan NOL zehirli haplarının kabul edilebileceğini, NOL içermeyen geleneksel bir zehirli hap planının bu denli düşük bir eşikte tetiklenmeyeceğini de belirtmiştir. Bkz: Selectica, Inc. v. Versata Enterprises, Inc., C.A. No. 4241-VCN (Del. Ch. Feb. 26, 2010) (Noble, V.C.), <https://delawarecounselgroup.com/wp-content/uploads/2016/06/Selectica-Inc.-v.-Versata-Enterprises-Inc.-et-al.-C.A.-No.-4241-VCN-Noble-V.C.-Del.-Ch.-Feb.-26-2010.pdf>, (ET: 06.05.2021), Ayrıca bkz: **Edelman, P. H., & Thomas, R. S.** “Selectica Resets The Trigger On The Poison Pill: Where Should The Delaware Courts Go Next” Indiana Law Journal, 2012, 87(3), s. 1098 vd.

⁴⁶⁷ COVID-19 salgınının yol açtığı mevcut piyasa oynaklığı ortamında, Amerika özelinde, değerli vergi varlıklarına sahip giderek daha fazla kamu şirketi, bu vergi varlıklarını korumak için bir hissedar hakları planı benimsemektedir. Amerikan hukukundaki gözlemler ışığında; 2019 Mart ayında şirket ele geçirmelerine karşı yürürlüğe konan toplam 21 adet geleneksel zehirli haplardan 16 adetinin NOL ‘poison pills’ türünü de içerdiği belirtilmiştir. Covid-19 virüsünün Dünya Sağlık Örgütü tarafından pandemi olarak ilan edilmesini takiben, Amerikan piyasalarında 2019 yılı Nisan-Temmuz arasında yürürlüğe konan 46 zehirli hap türünden 35’i geleneksel zehirli hap iken 11 tanesi NOL ‘poison pills’

‘NOL posion pills’in öncelikli amacı her ne kadar savunma mekanizması olarak kullanılmak olmasa da tıpkı yukarıda açıklanan geleneksel ‘poison pills’⁴⁶⁸ gibi istenmeyen şirket ele geçirmelerine karşı bir savunma mekanizması olarak kullanılabilirken ve hatta daha etkili bir savunma önlemi olabilirken; birincil amacı, mevcut mülkiyet sahibi değişen şirketin NOL aktarımlarını Amerikan İç Gelir Yasası (IRC) 382’nci Bölümü kapsamında sınırlandırılmaktan korumaktır. Nitekim anılan madde, bir mülkiyet değişikliği durumunda vergilendirilebilir geliri dengelemek için NOL’leri kullanma becerisine önemli sınırlamalar getirmektedir⁴⁶⁹.

2.2.2. ‘Poison Pills’ Kullanımının Hedef Şirket Pay Sahipleri Üzerindeki Etkisi

Savunma mekanizmalarının hedef şirket paylarının değeri ve pay sahipleri üzerindeki etkisine ilişkin tartışmalar son otuz beş yıldır süregelmektedir⁴⁷⁰. Deangelo ve Rice, savunma mekanizmalarının, şirket pay sahipleri üzerinde hem olumlu hem de olumsuz sonuçlar doğurabileceğini kanıtlayan çalışmalar yürütmüştür⁴⁷¹. Bu konu hakkındaki hipotezlerin temelini özellikle, bu tür kararların pay sahiplerinin çıkarlarının korunması ilkesi⁴⁷² çerçevesinde mi alındığı yoksa şirket yönetiminin kendi çıkarını öncelikli

olduğu görülmüştür. 2020 yılının ilk yedi ayında ise 70 adet ‘poison pills’ yürürlüğe konulmuştur. Pandeminin yaratmış olduğu piyasa belirsizlikleri ve dengesizliklerindeki artışlar şirket paylarının fiyatlarını da olumsuz yönde etkilemiştir. Bu sebeple poison pill yürürlüğe koyan 70 şirketten 38’i basın bültenlerinde, şirketlerin doğal değerini veya iş performansını yansıtmadığına ilişkin demeçler yayımlamıştır. **Robinson& Cole LLP**; “An Update on Poison Pills, NOL Poison Pills and the COVID-19 Pandemic”, <https://www.rc.com/upload/BT-Legal-Update-8-17-20.pdf>, (ET: 06.05.2021).

⁴⁶⁸ Geleneksel poison pills türlerinin kapsamı, bu bölüm altında incelenmiş olan: flip-over, flip-in, preferred-stock, back-end, voting provisions türleridir.

⁴⁶⁹ **Yablon**, s. 54-58.

⁴⁷⁰ **Johnson D.& Meade N**: “Shareholder Wealth Effects Of ‘Poison Pills’ In The Presence Of Anti-Takeover Amendments” Journal of Applied Business Research, Vol.12 Is:4, 10-19, 1996, s. 11, <https://clutejournals.com/index.php/JABR/article/view/5780> , (ET:30.05.2021); **Gilson, R. J., & Schwartz, A.**: “An Efficiency Analysis Of Defensive Tactics” Harvard Business Law Review, 11(1), 1-54, 2021, s. 1, (HeinOnline).

⁴⁷¹ **Straska M. & Waller, G**: “Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature” The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press, Vol. 49, No. 4, 933-956, 2014, s. 937, https://www.jstor.org/stable/43303975?seq=5#metadata_info_tab_contents , (ET:30.05.2021).

⁴⁷² Wealth Maximization Hypothesis (Paysahiplerinin Varlıklarını Maksimize Etme Hipotezi): Bu hipotez, savunma mekanizmalarını, şirket hissedarlarını koruyan makul mekanizmalar olarak tanımlar. İstenmeyen ele geçirme tekliflerini reddedebilme gücünün uzun dönemde hissedarların yararına olacağı düşünülür. Bu hipotezin temelde desteklediği iki düşünce vardır. Bunlar; ‘poison pills’in mükemmel pazarlık etme aracı olması ve bu sayede yönetim tarafından yüksek primler elde etme şansının bulunmasıdır. Bkz: Hitzelberger, S.: “What Effect Do Poison Pills Have On Shareholder Value? An Empirical Research On The Adoption Of Poison Pills” 2017, s. 5,

gözeten bir davranışının sonucu olarak şirket yönetimindeki yerini ve devamlılığını sağlamak⁴⁷³ amacıyla mı alındığı hususu oluşturmaktadır⁴⁷⁴.

Diğer savunma mekanizmalarından ayrı olarak hedef şirket pay sahiplerinin onayı gerekmeksizin yalnızca yönetim kurulunda alınan karar doğrultusunda uygulanabilen bir savunma mekanizması olan ‘poison pills’in, hedef şirketin kar maksimizasyonunu sağlayabilecek ele geçirmeleri önleyebilmesi sebebiyle zararlı ve kendine özgü bir yapıya sahip olmasına karşın, yanlış eller tarafından kullanıldığında tehlikeli bir yapıya dönüşebilecek bu mekanizmanın hedef şirket pay sahiplerinin onayı olmaksızın kullanılabilmesi, çalışmaların hedef şirket pay sahipleri üzerindeki etkilerine yönelmesine sebebiyet vermiştir⁴⁷⁵. Yapılan çalışmalar göstermektedir ki pay sahiplerinin onayı alınmaksızın uygulanan savunma mekanizmaları hedef şirket pay değerleri üzerinde olumsuz etki yaratmıştır ki buna ‘poison pills’ de dahildir⁴⁷⁶.

Yönetim kurulu kararıyla ihdas edilen bir savunma mekanizması olan ‘poison pills’, Delaware Yüksek Mahkemesi’nce de business judgement rule (iş adamı ilkesi) çerçevesinde değerlendirilmiş ve geçerli bulunmuştur⁴⁷⁷. Dolayısıyla Yüksek Mahkeme, ‘poison pills’in kullanımına en iyi şirket yönetimince karar verilebileceğini düşünmektedir.

https://run.unl.pt/bitstream/10362/26192/1/Hitzelberger_2017.pdf , (ET:11.05.2021); **Datta S & Datta M.**: “Takeover Defenses And Wealth Effects On Securityholders: The Case Of Poison Pill Adoptions” Journal of Banking & Finance 20, 1996, s. 1232, https://ilitchbusiness.wayne.edu//datta-sudip/takeover_defenses_jbf_datta_iskandardatta.pdf, (ET: 11.05.2021).

⁴⁷³ Bu hipotez; Managerial Entrenchment Hypothesis (Yönetimsel Yetkilerin Korunması Hipotezi) olarak adlandırılmakta olup bu hipotezin fikir babaları DeAngelo ve Rice’tır. **Bkz: DeAngelo H. & Rice E.**: “Antitakeover Charter Amendments And Stockholder Wealth” Journal of Financial Economics, Vol.11, Is:1-4, 329-359. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90016-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90016-8), (ET: 11.05.2021). Bu hipoteze göre; ‘poison pills’ mekanizması, şirketin ele geçirilme ihtimalini azalttığından ve kimi zaman ortadan kaldırdığından ötürü mevcut şirket yönetiminin, dışarıdan bir etkiyle değişmesini de engeller. Bu sebeple kendi çıkarlarını korumak amacıyla, şirket hissedarlarının refahının yükseltici işlemler yapmaktan kaçınırlar. **Hitzelberger**, s. 7-8.

⁴⁷⁴ **Datta&Datta**, s. 1232.

⁴⁷⁵ **Choi, Kamma & Weintrop**, s. 376.

⁴⁷⁶ **DeAngelo & Rice**, s. 335 vd.

⁴⁷⁷ Bkz: Moran v. Household Davası. Bu önlemin yasallığı konusundaki soru işaretlerinin Delaware Yüksek Mahkemesince kaldırılması sebebiyle; hedef şirket açısından karlı sayılabilecek ele geçirmelerin dahi şirket yönetimince, business judgement rule ilkesi çerçevesince, uygulanması uygun görülmüştür. Aynı zamanda zehirli hapların değer artırıcı teklifleri caydırma konusunda kullanılabileceğinin belirtilmesi bir nevi zehirli hapların olumsuz yanını da ortaya koymuştur, **Choi, Kamma & Weintrop**, s. 377.

‘Poison pills’in ortaya çıkışını izleyen dönemdeki çalışmalar⁴⁷⁸, ‘poison pills’in kabulü tarihinden ve hatta kabul edileceğinin duyurulduğu tarihten⁴⁷⁹ itibaren hedef şirket pay sahiplerine negatif etkisi olduğunu göstermiştir. Nitekim mekanizmanın hedef şirket pay sahipleri ve payları üzerindeki negatif etkisi, ‘poison pills’in şirket değerini artırma potansiyeli olan devralmaları engelleyebilir teorisini⁴⁸⁰ ve aynı zamanda şirket yönetiminin kendi çıkarlarını korumak amacıyla şirkete yöneltilen her türlü ele geçirme teklifini bertaraf edebileceğini de kanıtlamaktadır⁴⁸¹.

Yapılan ilk ampirik çalışmaların ardından normal bir ele geçirmenin hedef şirket pay sahiplerinin menfaatlerini yükseltme ihtimali bulunmasına karşın, ortaklık yönetimi tarafından daha iyi bir teklif bulabilme amacı ve ihtimali dışında ‘poison pills’ mekanizmasına başvurularak teklifin bertaraf edilmesinin pay sahiplerinin menfaatinde negatif etkisi olduğu görülmüştür. Bilakis hedef şirket yönetimi, tamamen kendi yönetsel varlığını korumak amacıyla bu savunma mekanizmasına başvurmuşsa ‘poison pills’in hedef şirket pay sahiplerinin lehine sonuç vermesini ummak mümkün değildir⁴⁸².

‘Poison pills’in hedef şirket pay sahiplerinin menfaatlerine etkisi incelenirken, çalışmaların pay sahiplerinin uzun dönem (genellikle altı ay) menfaatlerine etkisi ve kısa dönem menfaatlerine (birkaç günlük) etkisi olmak üzere iki koldan ilerlediği görülmektedir. Nitekim yapılan bir araştırmada, uzlaşmasız ele geçirme girişimiyle karşı karşıya kalan 30 hedef şirket pay sahibinin uzun dönem menfaatleri incelendiğinde; ‘poison pills’ savunma mekanizmasına başvurarak ele geçirme teklifini bertaraf eden ve bağımsızlığını koruyan 14 hedef şirket sermayesinin ortalama %17’lik kayba uğradığı ve pay değerlerinde düşüş gözlemlendiği görülmüştür. Ele geçirme teklifini

⁴⁷⁸ Zehirli hapların ekonomik sonuçları hakkında yapılmış önceki çalışmalarda, pay sahipleri üzerindeki etkisinin görülebilmesi için sermaye piyasası metodolojisi yöntemi kullanılmıştır. **Choi, Kamma & Weintrop**, s. 376.

⁴⁷⁹ **Mallette, P & Fowler K.**: “Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of Poison Pills”, *The Academy of Management Journal* Vol. 35, No. 5, 1010-1035, 1992, s.1011. <https://www.jstor.org/stable/256538>, (ET: 30.05.2021).

⁴⁸⁰ Bu teori, Easterbrook ve Fischel tarafından ortaya atılmıştır. Bkz: **Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R.**: “Takeover Bids, Defensive Tactics, And Shareholders' Welfare” *Business Lawyer (ABA)*, 36(5), 1981, s. 1733.

⁴⁸¹ **Choi, Kamma & Weintrop**, s. 376.

⁴⁸² **Choi, Kamma & Weintrop**, s. 382.

müzakereler aracılığıyla iyileştirilmiş hale çıkaran ve savunma mekanizmasına başvurmayan 13 şirketin ise pay sahiplerine ortalama %14'lük bir kazanç sağladığı gözlenmiştir. 30 şirket üzerinde yapılan araştırma verilerine göre; 'poison pills'in pay sahiplerini uzlaşmasız ele geçirme tekliflerine karşı koruduğuna ilişkin klasik yaklaşımın ve uygulama verilerin çeliştiği görülmektedir⁴⁸³. 'Poison pills' mekanizmasının hedef şirket pay sahipleri üzerindeki kısa süreli etkisine bakıldığında ise, incelemeye konu 245 'poison pills'in; hedef şirket tarafından kabul edildiğinin duyurulmasını izleyen birkaç günlük süre içerisinde pay değerlerinde net olarak %1.7 düşüş gözlenmiştir⁴⁸⁴. Yapılan araştırma sonuçlarına göre, 'poison pills'in hedef şirket pay sahipleri üzerindeki olumsuz etkisi kanıtlamıştır. Her ne kadar 'poison pills'in şirket pay değerleri üzerinde yaratmış olduğu düşüş büyük olmasa da pay sahiplerine fayda sağladığına ilişkin genel teorinin aksine sonuçlara ulaşıldığından, pay değerlerindeki düşüşlere ilişkin araştırma verileri etkilidir⁴⁸⁵.

Yapılan incelemelerin ardından, ele geçirme teklifi bertaraf edilmiş olsa dahi, şirketin ele geçirilmesiyle ilgili piyasadaki spekülasyonları, şirket pay değerini olumsuz yönde etkileyeceği ampirik çalışmalar sonucunda ortaya konmuştur⁴⁸⁶. Bu sebeple yapılan ilk araştırmalar, Yönetimsel Yetkilerin Korunması Hipotezi'ni desteklemektedir⁴⁸⁷. Yargı kararları da savunma mekanizmalarının uygulanmasının pay sahipleri üzerinde negatif etkisi olduğuna ilişkin kararlar vermiştir⁴⁸⁸.

Ancak Lipton, ilk dönem incelemelerinde daha farklı bir görüşü savunmuştur. 'Poison pills'in fikir babası olarak bilinen Martin Lipton'ın Business Lawyer'da yayımlamış olduğu iki makalede de şirketlerin ele geçirme girişimleri arasında bağımsız kalma hakkı olduğu ve gerekirse şirket yönetimindekilerin her türlü ele geçirme teklifine

⁴⁸³ The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission, s. 42.

⁴⁸⁴ Poison pills türlerinden hedef şirket hisse senetlerinde en hafif düşüş etkisini yaratan; ortalama %1.2'lik düşükle flip-over türü olarak açıklanmıştır.

⁴⁸⁵ The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission, s. 42-43.

⁴⁸⁶ Datta & Datta, s. 1248-1249.

⁴⁸⁷ Hitzelberger, s. 5.

⁴⁸⁸ Kennecott Corp. v. Smith, 637 F. 2d 181 (3d Cir. 1980); MITE Corp. v. Dixon, 633 F. 2d 486 (7th Cir. 1980), pet. for cert. pending sub. nom., Edgar v. MITE Corp., 49 U.S.L.W. 3533 (U.S. filed Jan. 15, 1981) (No. 80-1188).

direnerek şirketin bağımsızlığı için savaşabileceği hususu tartışılmıştır⁴⁸⁹. Lipton'a göre, uzlaşmasız ele geçirme teklifleri piyasadaki spekülasyonları artırıp öngörülebilirliği düşürdüğünden ekonomiyi tehlikeye atar. Bununla birlikte, hedef şirket paylarını olduğundan düşük bir fiyattan satın alma teklifi sunulduğundan, hedef şirket pay sahiplerinin menfaatlerini de tehlikeye atar⁴⁹⁰. Bu sebeple Lipton, savunma mekanizmalarının bilakis pay alım teklifi fiyatını artırabilmek açısından uygulanması gerektiğini savunmaktadır⁴⁹¹. Şirket yönetim kurulu üyeleri, şirket ortaklarına karşı güvene dayalı sorumlulukları çerçevesinde şirket pay sahiplerinin menfaatlerinin maksimize etme çabası içerisindeyler⁴⁹². Ele geçirme teklifinin reddedilmesinin, hedef şirket pay sahipleri lehine sonuç doğuracağına ilişkin yaygın inanışın aksine, bir ele geçirme teklifinin reddedilmesi çoğunlukla hedef şirket pay sahipleri aleyhine sonuç doğuracaktır⁴⁹³.

Şirket yönetim kurulu üyelerinin, şirket ortaklarına karşı güvene dayalı sorumlulukları çerçevesinde, pay sahiplerinin menfaatlerini maksimize etme gayesiyle, iyi niyetle ve basiretli iş adamları gibi davranmaları gerekir. Şirket ele geçirmelerinde başvuru olan savunma mekanizmalarında da hedef şirket yönetiminden, pay sahipleri ve şirket çıkarlarını, kendi çıkarlarının önünde tutması beklenir⁴⁹⁴. Bu sebeple şirket yönetimi, genellikle bu amaç doğrultusunda 'poison pills'i ihdas eder. Ancak 'poison pills'i eleştirenler, bu mekanizmanın, şirket yöneticilerinin kendi yönetsel çıkarları lehine ve pay sahiplerinin menfaatlerinin aleyhine kullanıldığını ileri sürmektedir⁴⁹⁵.

⁴⁸⁹ **Lipton**, M.: "Takeover Bids in The Target's Boardroom" Business Lawyer (ABA), 35(1), 1979, 101-134, (HeinOnline); **Lipton**, M. : "Takeover Bids in The Target's Boardroom: An Update After One Year." Business Lawyer (ABA), 36(4), 1981, 1017-1028, (HeinOnline).

⁴⁹⁰ **Lipton**, Takeover Bids in The Target's Boardroom, s. 104-105.

⁴⁹¹ Ancak Easterbrook ve Fischel'e göre, hissedarların refahı, yöneticilerin bir ihale teklifiyle karşılaştıklarında rıza göstermelerini gerektiren bağlayıcı bir yasal kural ile maksimize edilmektedir. Bu sebeple şirket yöneticilerinin pasif kalması ve kararı hissedarlara bırakması gerekir. **Bkz: Easterbrook& Fischel**, s. 1733.

⁴⁹² The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission, s. 16; **Lipton**, Takeover Bids in The Target's Boardroom, s. 105.

⁴⁹³ **Lipton**, M: Takeover Bids in The Target's Boardroom, s.104-105; 1973 yılı sonu ve 1979 yılı Temmuz ayı içerisinde 36 adet istenmeyen ele geçirme teklifinin reddedilmesi ve savuşturulması sonrasında, hedef şirketlerden %50'sinin hisse değerlerinin piyasa değerlerinin üstüne çıktığı görülmüştür.

⁴⁹⁴ **Lipton**, Takeover Bids in The Target's Boardroom, s. 105.

⁴⁹⁵ The Office of the Chief Economist Securities and Exchange Commission, s. 16.

Konu hakkında yapılan günümüze yakın tarihli araştırmalar ise pay sahipleri haklarını en üst seviyeye çıkarma hipotezi lehinedir. Araştırmalara göre, pay sahipleri haklarının maksimize edilmesi hipotezi doğrultusunda, ‘poison pills’in kabul edildiği tarih itibarıyla, yönetim kuruluna pay alım teklifi üzerinden pazarlık etme imkânı tanındığından, hedef şirket ve ele geçirme niyetindeki şirket yönetim kurulu müzakerelerinde, hedef şirket lehine pay alım teklifi yükselecek ve böylelikle pay sahiplerinin menfaati lehine sonuç doğuracaktır⁴⁹⁶. Son araştırma verilerinin, Martin Lipton’ın görüşlerini desteklediği söylenebilir.

Açıklamalara ek olarak yapılan araştırmalara göre, ‘poison pills’ mekanizmasına başvurarak uzlaşmasız ele geçirme teklifini bertaraf eden şirketlerin, daha önce ‘poison pills’ ihdas etmeyen şirketlere nazaran potansiyel ele geçirmelere karşı hedef şirket konumunda kaldığı görülmüştür⁴⁹⁷. Bu sebeple, ‘poison pills’ mekanizmasının tetiklendiği andan itibaren hedef şirketin ‘hedef’ konumunda olma sıfatı devam edeceğinden bahisle ele geçirme tekliflerine daha açık hale getirmesinden dolayı pay sahiplerinin menfaatleri aleyhine bir etki sergilediğini söylemek mümkündür.

2.2.3. Bir Savunma Mekanizması Olarak ‘Poison Pills’in Etkinliği

Şirket ele geçirmelerine karşı en sık başvuru olan savunma mekanizmalarından biri olan ‘poison pills’, ele geçirme tekliflerini bertaraf eden en etkili mekanizma olarak bilinmektedir⁴⁹⁸. Öyle ki negatif yahut pozitif etkisine bakılmaksızın ‘poison pills’in bertaraf edilebilmesinin neredeyse imkânsız olduğu belirtmiştir⁴⁹⁹. Ne var ki ‘poison pills’ doğası gereğince potansiyel ele geçirme tekliflerini bertaraf etme amacıyla icat edilmiş olsa da inkâr edilemeyecek bir diğer özelliği; hedef şirket ve yönetimi ele geçirme gayesinde bulunanlar arasında bir pazarlık ortamını yaratarak ele geçirme teklifi maliyetinin ve dolayısıyla pay sahiplerinin maddi menfaatlerini

⁴⁹⁶ **Hitzelberger**, s. 5. Ancak yapılan yeni araştırmalar dâhilinde, poison pillsin paysahipleri üzerindeki refahı hakkında yönetsel yetkilerin korunması hipotezini destekleyen verilere de ulaşılmaktadır.

⁴⁹⁷ **Liu**, s. 181.

⁴⁹⁸ **Yablon**, s. 54; **Velasco**, s. 849; **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 147; **Şehirali Çelik**, s. 238.

⁴⁹⁹ **Braendel**, s. 656.

yükseltebilmesidir⁵⁰⁰. Bununla birlikte şirket ele geçirmelerini tamamen bertaraf etmesinden ziyade, ele geçirme sürecini ertelediği, yavaşlattığı bu sebeple teklifi engelleyemediği de ifade edilmektedir⁵⁰¹. Nitekim şirket ele geçirmelerine karşı geliştirilen savunma mekanizmaları esasında yeni ve daha yüksek fiyatlı bir teklif sunulması yahut bir anlaşmaya varılabilmesi gayesiyle ele geçirilme süresinin zamana yayılması amacına hizmet eder. Dolayısıyla ‘poison pills’in ele geçirme süresini yavaşlattığı ve hatta bu süreyi bir yıla kadar geciktirebileceği görülmektedir⁵⁰². Nitekim başlatılan Proxy savaşları sayesinde yönetim kurulu üyelerinin yeniden seçilme aşaması düşünüldüğü kadar hızlı gerçekleşmemektedir. ‘Poison pills’in, ele geçirilmeyi erteleme süresi uzadıkça teklif verenin teklif hakkındaki müzakere gücü o denli azalmakta ve hedef şirketin teklifini kabul etme eğilimi göstermekte ve kazançlı çıkan hedef şirket olmaktadır⁵⁰³.

‘Poison pills’, ele geçirme niyetinde bulunan kişi ya da kişi gruplarının menfaatlerinin maddi anlamda seyreltilmesine sebebiyet verdiğinden ve uzlaşmasız ele geçirme teklifini sürdürmeyi ekonomik açıdan oldukça zorlaştırdığından⁵⁰⁴ teklif veren/ele geçirme girişiminde bulunan şirket ya da kişiler tarafından ‘poison pills’i etkisiz hale getirebilecek adeta bu mekanizmadaki “zehri” yok edecek bir panzehir bulma arayışı içerisine girilmiştir⁵⁰⁵. ‘Poison pills’in ilk versiyonlarının uygulanmasının ardından, bu mekanizmanın savunmasız olduğu ve etkisiz hale getirilebileceği anlaşıldığından ‘poison pills’ üzerinde hızlı bir iyileştirme ve geliştirme süreci başlatılmıştır⁵⁰⁶. Mekanizmanın etkinliğinin artırılabilmesi için kademeli yönetim kurulunun⁵⁰⁷ varlığı ile

⁵⁰⁰ Şehirali Çelik, s. 238; Cohen, M: “Poison Pills As Negotiating Tool: Seeking Cease-Fire in The Corporate Takeover Wars” Columbia Business Law Review, 1987(2), 459-526, s. 461, (HeinOnline); Yablon, s. 61; Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 151.

⁵⁰¹ De Pamphilis & Donal M.: Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities, Third Edition, Elsevier Academic Press, USA, 2005, s.108, (akt, Şehirali Çelik, s. 238).

⁵⁰² Gilson & Schwartz, s. 33.

⁵⁰³ Gilson & Schwartz, s. 33.

⁵⁰⁴ Velasco, s. 868.

⁵⁰⁵ Velasco, s. 850; Garms, R.: “Shareholder By-Law Amendments And The Poison Pill: The Market For Corporate Control And Economic Efficiency” Journal of Corporation Law, 24(2),1999,s. 437, (HeinOnline)

⁵⁰⁶ Velasco, s. 850.

⁵⁰⁷ Kademeli Yönetim Kurulu (Staggered Board of Directors), hukukumuzda TTK ve SPKn hükümlerinde düzenlenen birikimli oy kullanma sisteminin etkinliğini azaltan bir yöntem olarak kabul edilmektedir. Kademeli olarak yenilenen yönetim kurulunda şirket yönetim kurulu üyelerinin tamamının aynı zaman dilimi içerisinde seçilmesi zorunlu olmayıp seçilen üyelerin farklı zamanlarda

uygulanması gerektiği sonucuna varılmıştır⁵⁰⁸. Nitekim kontrolü ele geçiren, şirket yönetim kurulu üyelerini seçme hakkına da sahip olacağından ‘poison pills’i etkisizleştirme yetkisine de sahip olacaktır. Bu sebeple ele geçirenin yönetim kurulu üyelerini yeniden seçme konusunda oldukça zaman ve efor harcatacak kademeli yönetim kurulu ile ‘poison pills’in çok daha uzun şekilde etkin kalması sağlanabilecektir⁵⁰⁹.

Yapılan araştırmalar neticesinde, ele geçirme girişimi öncesinde her biri ‘poison pills’in üstesinden gelebilecek⁵¹⁰ üç temel yol olduğu görülmüştür. Bunlar; uzlaşmasız bir ele geçirme teklifinde çok zor olsa dahi hedef şirket yönetim kurulu ile anlaşmak, dava açma suretiyle elde edilen yargı kararı⁵¹¹ ve pahalı bir yöntem olsa da vekâlet toplanmasıdır⁵¹².

Anılan yöntemlerden en başarılı sonucu veren yöntemin vekâlet savaşları olduğu belirlenmiş ve çalışmalar bu yönetime odaklanmıştır⁵¹³. Ancak kademeli yönetim kurulunun mevcudiyeti⁵¹⁴ durumunda da, dead hand yahut no-hand türlerinin ihracı halinde, vekâlet savaşlarının etkisiz kalabileceği sonucuna ulaşılmıştır⁵¹⁵. Nitekim kademeli yönetim kurulunun mevcut olduğu şirketlerde yönetim kurulunu yeniden

seçilmesini mümkün kılmaktadır. Böylelikle payların çoğunluğunu elinde bulunduran kişi/kişi grupları, yönetim kurulu seçimlerinin yapıldığı her dönemde yavaş yavaş kendi üyelerini seçerek zamana yayılan bir süreç içerisinde yönetim kurulu üyelerinin tamamını kendi seçmiş olacaktır. Ayrıntılı bilgi için bkz: **Okutan Nillson**, G.: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Birikimli Oy Kullanımı, Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan, Cilt 1, İstanbul, 2003, 563-601; **Tepeli**, Hasan: “Yeni Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerde Birikimli Oy Kullanma Yöntemi”, Mali Çözüm Dergisi, Mayıs/ Haziran-2013, 117-138, http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/117malicozum/11_hasantepeli.pdf, (ET: 03.06.2021).

⁵⁰⁸ **Gilson & Schwartz**, s.33. **De Pamphilis & Donal**, s. 108. (akt, Şehirali Çelik, s. 238).

⁵⁰⁹ **De Pamphilis & Donal**, s.108. (akt, Şehirali Çelik, s. 238).

⁵¹⁰ Ancak bu yöntemlerden hiçbiri tam anlamıyla poison pillin etkilerini ortadan kaldırmakta başarılı olmamıştır. Bkz: **Braendel**, s. 656.

⁵¹¹ Bu yöntem ilk olarak Moran v. Household International, Inc davasında Delaware Yüksek Mahkemesince yapılmış ve ‘poison pills’in geçerliliğine karar verilmiştir.

⁵¹² Poison pills’in etkisiz hale getirilebilmesi için uygulanan stratejilerden biri de vekalet savaşlarıdır. Teklif veren, böylelikle toplamış olduğu vekaletler yoluyla hedef şirket yönetim kurulu üyelerini seçme hakkı kazanacak ve seçmiş olduğu yöneticiler tarafından ‘poison pills’in geri çağrılarak etkisizleştirilmesini sağlayabilecektir. Hedef konumdaki şirketlerden bazıları, Proxy fights sebebiyle zehirli hapların etkisizleştirilmesini önlemek amacıyla dead-hand türüne başvurmaktadır. Bkz: **Braendel**, s. 656.

⁵¹³ **Garms**, s.437; **Velasco**, s. 907.

⁵¹⁴ **Şehirali Çelik**, s. 238.

⁵¹⁵ **Velasco**, s. 851.

yapılandırmak oldukça uzun bir süre gerektirdiğinden, ‘poison pills’i etkisiz kılmaya çalışan teklif veren, Proxy yoluyla yönetimi ele geçirmekte zorlanacaktır⁵¹⁶. Dead-hand⁵¹⁷ ya da no-hand⁵¹⁸ türlerinin ihdası halinde ise teklif verenin etkisiz hale getirebilmesi imkânı bulunmamaktadır. Yukarıda açıklandığı üzere dead-hand ve no-hand türlerinin ortaya çıkmasının sebebi hedef şirkette gerçekleşen kontrol değişikliği sonucunda yeniden oluşturulan yönetim kurulu üyeleri tarafından etkisiz hale getirilebilmesi boşluğunu ortadan kaldırarak⁵¹⁹ ‘poison pills’in bilakis hedef şirket yönetim kurulu iradesi dışındaki sebeplere dayanarak etkisiz hale getirilmesinin tamamen ya da belirli süreyle önlenmesidir.

‘Poison pills’i bertaraf etmekte en başarılı yöntem olarak bilinen Proxy savaşlarının da başarısız kaldığı durumlar sebebiyle ‘poison pills’i etkisiz hale getirebilecek çok daha farklı yöntemler bulma arayışı içerisine girilmiştir⁵²⁰. Mekanizmanın etkisiz hale getirilebilmesi bir başka deyişle panzehrinin bulunabilmesi çalışmaları devam ederken 2000’li yılların başındaki çalışmalar, hedef şirket pay sahipleri tarafından panzehir sözleşmelerinin benimsenmesi üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu sebeple pay sahipleri sözleşmeleri (shareholders by-law amendments/‘poison pills’ by-laws⁵²¹)⁵²² olarak bilinen düzenlemelerle ‘poison pills’in hedef şirket pay sahipleri tarafından etkisizleştirilmesi yöntemi geliştirilmiştir⁵²³. Yeni çıkarılacak iç yönetmelik yahut şirket

⁵¹⁶ **Garms**, s. 437. Nitekim ‘poison pills’in Kademeli Yönetim Kurulu yöntemi ile ihdas edildiği durumlarda, ele geçirme süresinin ortalama 2 yıldan daha fazla süreceği belirtilmektedir. Ayrıca Delaware Yüksek Mahkemesi de zehirli haplar- kademeli yönetim kurulu kombinasyonunun ele geçirme teklifini 2 yıl civarında erteleyebileceğini kabul etmiştir. Ayrıca bkz: **Gilson & Schwartz**, s. 33.

⁵¹⁷ Dead-hand türleri hakkında bilgi için bkz: 2. Bölüm, 2.2.1.2.1. Yalnızca Mevcut Yönetim Tarafından Geri Çağrılabilir Zehirli Haplar (Dead-Hand ‘Poison Pills’).

⁵¹⁸ No-hand türleri hakkında bilgi için bkz: 2. Bölüm, 2.2.1.2.2. Hedef Şirket Yönetimince Belirli Bir Süre Geri Çağrılmayan Zehirli Haplar (No-Hand ‘Poison Pills’).

⁵¹⁹ **Şehirali Çelik**, s. 235.

⁵²⁰ **Garms**, s. 437.

⁵²¹ Poison pills by-laws (Zehirli haplar pay sahipleri sözleşmeleri), pay sahipleri tarafından çıkarılan ve şirket yönetim kurulunun ‘poison pills’ yahut önde gelen savunma mekanizmalarına başvurabilme yetkisini sınırlandıran/ engelleyen bir yöntemdir. Ayrıntılı bilgi için bkz: **McDonnell**, s. 207 vd.

⁵²² Zehirli hapların bertaraf edilebilmesinde kullanılan yöntemlerden bir diğeri ise şirket esas sözleşmesinde yapılacak değişikliklerdir. Anılan değişiklikler zehirli hapların etkilerini ortadan kaldırmak yahut kullanımını sınırlandırmak amacıyla gerçekleştirilebilir. Ancak bu yöntem zaman alıcı ve pahalıdır. Esas sözleşmede yapılan değişikliklerin çoğu, yönetim kurulunun hapi yürürlüğe koyma yeteneğini kısıtlar ya da adil bir fiyatın teklif edilmiş olduğu pay alım tekliflerinde zehirli hapların kullanılmasını engeller. Bkz: **Braendel**, s. 657-658.

⁵²³ **Braendel**, s. 656, **Velasco**, s. 851.

esas sözleşmesi ile yapılacak değişiklikler yoluyla ‘poison pills’ ihdasına pay sahiplerince sınırlamalar getirilerek ele geçirmeyi kolaylaştırıcı bir strateji geliştirilmiştir⁵²⁴. Esas sözleşme, şirkette yöneticileri bağlayıcı eylemler ve kurallar yaratabilmenin en önemli yolu olmuştur⁵²⁵. Böylelikle mahkemelerce yönetim kurulunca ihdası mümkün olan ‘poison pills’ın hedef şirket pay sahipleri tarafından yönetim kurulunun yetkisine sınırlama getiren esas sözleşme hükümleri ihdas edip edemeyeceğine ilişkin kaçınılmaz bir soruyu gündeme getirmiş⁵²⁶ ve hedef şirket pay sahiplerinin ‘poison pills’ kullanımını sınırlayan eylemlerde bulunabilme hakkına sahip olup olmadığı noktasında tartışmalar doğmuştur⁵²⁷. Tartışmaların kaynağı, Delaware Şirketler Kanunu md. 109/b ve 141/a hükümlerinin birbiriyle çatışmasından kaynaklanmaktadır⁵²⁸.

Anılan Kanun’un 141/a hükmünde, yönetim kurulunun bu madde metni kapsamındaki her türlü iş ve işlem kapsamında yetkili olduğu, ancak esas sözleşmede yahut kanunda bu durumun aksi kararlaştırılan hallerde yönetim yetkisinin ilgili kişilerce kullanılabileceği hükme bağlanmıştır⁵²⁹. Dolayısıyla madde metninden şirket yönetimine büyük ayrıcalıklar tanındığı ve yönetim yetkisinde yapılabilecek sınırlamaların ancak kanunla yahut esas sözleşmeyle yapılabileceği anlamı çıkmaktadır⁵³⁰. Kanun’un 141’inci maddesi, Delaware Yüksek Mahkemesi tarafından, yönetim kurulu üyelerinin uzlaşmasız ele geçirmelere karşı savunma mekanizmalarına

⁵²⁴ Velasco, s. 851.

⁵²⁵ Tüzük, şirket esas sözleşmesinde pay sahiplerinin iradeleri doğrultusunda yapılacak değişikliklere karşılık gelmektedir. Bu bağlamda hedef şirket pay sahipleri, esas sözleşmenin değişmesini sağlamak amacıyla bir pay sahipleri sözleşmesi yaparak, şirket esas sözleşmesini değiştirebilecektir.

⁵²⁶ McDonnell, s. 207.

⁵²⁷ Velasco, s. 851. Bu sözleşmelerin pay sahipliği sözleşmesi kapsamında değerlendirildiği düşünülmektedir.

⁵²⁸ McDonnell, s. 213; Garms, s. 442-443; Velasco, s. 851; Gordon, J: "Just Say Never?" Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder Adopted Bylaws: An Essay For Warren Buffet” Cardozo L. Rev. 511, 511-552, 1997, s. 546, (HeinOnline).

⁵²⁹ Delaware General Corporation Law, Title 8, md. 141/a: “The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation.”

⁵³⁰ Gordon, s. 547; Velasco, s. 851.

başvurabileceği şeklinde yorumlanmış ve bu sebeple bu hususu iş adamı ilkesi (business judgement rule) kapsamında değerlendirilmiştir⁵³¹.

Kanun'un md. 109/b hükmü ise kanuna ya da ana sözleşmeye aykırı olmamak şartıyla, oy hakkına sahip pay sahiplerinin, şirket esas sözleşmesinde değişiklikler yapıp kabul edebileceği, yürürlükten kaldırabileceği, yönetim kurulu üyelerinin yetkilerini sınırlandırabileceği ya da kendi yetkilerini yönetim kuruluna bırakabileceği, yetkinin yöneticilere bırakıldığı durumlarda bu hususun pay sahiplerinin haklarına zarar vermediği, onları güçlerinden mahrum bırakmadığı hususları düzenlenmiştir⁵³².

'Poison pills'i etkisiz hale getirebilen pay sahipleri sözleşmesini savunanlar, 141/a hükmünün şirket yöneticilerinin yetkilerini md.109/b hükmü de dahil olmak üzere DGCL hükümleri uyarınca sınırladığı görüşünü benimsemişken; pay sahipleri sözleşmesi karşıtları yönetim kurulu üyelerinin yetkisinin yalnızca kanun ya da kuruluş belgesiyle sınırlanabileceği, nitekim 109/b hükmü gereğince 141/a hükmü de dahil olmak üzere yasalara aykırı işlem yapılamayacağından pay sahipleri sözleşmelerinin yöneticilerin yetkisini kısıtlayamayacağını savunmuşlardır⁵³³.

Gordon, anılan iki hükmün birbiriyle çatışmasından ziyade, mevcut sorulara cevap veremediği ve bu sebeple birbirleriyle bir döngü (linked through a recursive loop) içerisinde olduğunu belirtmiştir⁵³⁴. Nitekim md. 141/a hükmünde geçen "aksi kuruluş

⁵³¹ **Garms**, s. 442.

⁵³² Delaware General Corporation Law, Title 8, md. 109/b: *"The bylaws may contain any provision, not inconsistent with law or with the certificate of incorporation, relating to the business of the corporation, the conduct of its affairs, and its rights or powers or the rights or powers of its stockholders, directors, officers or employees. The bylaws may not contain any provision that would impose liability on a stockholder for the attorneys' fees or expenses of the corporation or any other party in connection with an internal corporate claim, as defined in § 115 of this title"*; **Garms**, s. 442.

⁵³³ **Velasco**, s. 851-852.

⁵³⁴ **Gordon**, s. 546; Aksi görüş için bkz: **Velasco**, s. 852 vd. Yazara göre hissedar tüzüklerini savunanlar haklıdır. İddia edildiği üzere her iki hüküm arasında kırılmaz devamlı bir döngü bulunmamaktadır. Nitekim md. 141/a bendi uyarınca, yöneticilerin yetkileri 109/b dahil olmak üzere DGCL'nin diğer hükümleri ile kısıtlandırılabilir. 109/b bendi ise yalnızca tüzüklerin kanunlara aykırı olmaması gerektiğini düzenlemektedir. Çünkü 141/a hükmü, 109/b hükmü uyarınca kısıtlamaya tabi olmakla birlikte tüzüklerin çoğu 141/a hükmü ile uyumlu olacaktır. Öte yandan 141/a kapsamında yöneticilerin yetkilerine tüzükler yoluyla müdahale edilemeyeceği hususu, yönetim yetkilerinin tüzükler yoluyla kısıtlanabileceğini düzenleyen 109/b hükmü ile açıkça tutarsızlık göstermektedir. Bu tür yorumlar,

belgesinde yahut bu Kanun'da kararlaştırılmamışsa" ifadesi esasında md. 109/b hükmünde belirtilmiş olan pay sahiplerinin yönetim yetkilerini sınırlandırabilme ihtimalidir. Bu haliyle 109/b hükmü 141/a hükmüne üstünlük sağlamaktadır. Ancak md. 109/b hükmünde yer alan "kanunlara aykırı olmama" ifadesi ise 141/a hükmüne bağlılık teşkil ettiğinden 141/a hükmünün 109/b hükmüne üstünlük sağladığı görülmektedir. Dolayısıyla her iki hüküm de birbirini sınırlandırdığından bir çıkmaza girilmiş durumdadır⁵³⁵.

Doktrinde, anılan iki hüküm arasında çıkan uyuşmazlığın çözümü şu şekilde bulunmuştur. Nasıl ki 109/b hükmü yönetim kararlarına birtakım sınırlamalar getiriyorsa 141/a hükmü 109/b hükmünün kısıtlamalarının ne kadar ileri gidebileceğini gösterir⁵³⁶. Bu sebeple somut olayda yalnızca anılan hükümler doğrultusunda karar almak doğru olmayacak ve daha geniş bir perspektifle ve şirket bünyesinde çıkartılmış bulunan diğer esas sözleşme hükümleri ışığında karar vermek en doğrusu olacaktır⁵³⁷. Nitekim pay sahipleri sözleşmesinin yönetim kurulu yetkisini fazlaca sınırlandırdığı durumlarda zehirli hapın çıkarılmasını emreden asli hükmün geçersiz olabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır⁵³⁸. Delaware Yüksek Mahkemesi bu yündeki esas sözleşme hükümleri hakkında henüz bir karar vermemesine karşın mahkemelerce bu tür sözleşmelere izin verilmeyeceğine inanan birçok kişi ve en nihayetinde SEC bu tür panzehir sözleşmelerinin yasalara göre geçerli olmayacağına karar vermiştir⁵³⁹.

Belirtildiği üzere 'poison pills'i bertaraf etmek oldukça zor olmasına karşın, onları etkisiz hale getirme noktasında teklif veren tarafından başvurulmuş en başarılı yöntem Proxy olmuştur⁵⁴⁰. Ancak 'poison pills'in, teklifi sahibi tarafından bertaraf edilebilmesinde daha yenice geliştirilen panzehir yöntemi de teklif sahibinin şansını artıran bir yöntemdir. 'Panzehir stratejisi' (antidote strategy), 'poison pills'in etkilerine karşı Velasco tarafından geliştirilen ve hedef şirkete temelinde art arda iki pay alım

141/a karşıtları tarafından anlamsızlaştırılmaktadır. Nitekim her tüzük, bir noktada yöneticilerin yetkisine müdahale edecektir.

⁵³⁵ **Gordon**, s. 547; **McDonnell**, s. 213.

⁵³⁶ **McDonnell**, s. 213.

⁵³⁷ **McDonnell**, s. 214-215.

⁵³⁸ **Velasco**, s. 853.

⁵³⁹ **Velasco**, dn: 27, s. 854.

⁵⁴⁰ **Velasco**, s. 907; **Garms**, s. 437.

teklifi yöneltmesi suretiyle gerçekleştirilen bir yöntemdir⁵⁴¹. Bu stratejinin amacı, hedef şirkete yönetilecek ilk teklifte, ‘poison pills’in sermayeyi sulandırıcı etkisi tahmin edilerek hedef şirket paylarına ilişkin kontrolü ele geçirmesine yetecek minimum oranda pay alım teklifinde bulunulmaktadır. Bu teklif sayesinde hedef şirkette ‘poison pills’ tetiklenecek ancak teklif veren henüz ekonomik zehri yutmamış olacaktır⁵⁴². Teklif veren, ikinci teklifi tamamlamayı taahhüt eder ancak ikinci bir teklif meydana gelmezse teklif veren belirli bir miktarı ödemekle yükümlü olacaktır. İkinci pay alım teklifi, payların tamamıyla sulandırılmasından sonra gerçekleşir. İkinci pay alım teklifi tamamlanırsa, teklif veren teklifi kabul eden pay sahiplerine, ilk teklifte sunmuş olduğu fiyat üzerinden ödeme yapacaktır. Bu yöntemin esas amacı, hedef şirkete ait her bir pay için sulandırılmış fiyattan teklifte bulunmaktır. Sonuç olarak hedef şirket pay sahipleri, ‘poison pills’ olmasaydı, kabaca aynı ödemeyi almış olacak ve teklif veren hedef şirket yönetim kurulunun savunma amaçlı başvuracağı savunma önlemlerinden muzdarip olmadan şirketi ele geçirmiş olacaktır⁵⁴³.

Panzehir stratejisi, pay sahipleri ve yöneticiler arasındaki güç dengesini yeniden sağlamak için ortaya atılmış ve zararsız bir stratejidir. Bu yöntem devralmaları kolaylaştırarak yöneticileri daha hesap verilebilir kılmaktadır. Bu stratejinin en iyi yanı ise herhangi bir negatif etkisi olmaksızın ve şirket yönetiminden veto yemeksizin doğrudan hedef şirket pay sahiplerine pay alım teklifi yöneltilebilmesidir. Bir hedef şirket yönetimi, ele geçirme teklifine karşı “sadece hayır de” (just say no) mekanizmasıyla karşılık verirse, teklifte bulunan “sadece yap” (just do it) stratejisiyle karşılık vermelidir. Böylelikle ‘poison pills’ tetiklenmiş olur ancak panzehir stratejisi sayesinde şirket geleceği hakkında karar verme yetkisi tamamen hedef şirket pay sahiplerine kalmış olur⁵⁴⁴.

⁵⁴¹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz: **Julian Velasco**, Just Do It: An Antidote to the Poison Pill, 52 Emory L.J. 849-908, 2003.

⁵⁴² **Velasco**, s. 868.

⁵⁴³ **Velasco**, s. 868.

⁵⁴⁴ **Velasco**, s. 908.

2.2.4. Savunma Mekanizmalarının Kullanımı Sırasında Ortaya Çıkan Çıkar Çatışmaları

İktisadi hayatın vazgeçilmez unsuru olan anonim şirketler, bünyelerinde barındırdıkları farklı özellikte çıkar gruplarının bir araya gelmesiyle birlikte gerek çıkar gruplarının birbirleri arasında gerekse kendi içlerinde meydana gelen çıkar çatışmalarına da sahne olmuştur⁵⁴⁵. Bu noktada özellikle şirket yönetim kurulu üyelerinin ticari takdir yetkilerini kullanırken hangi çıkar grubunun önceliğini gözetmesi gerektiği hususu önem taşımaktadır⁵⁴⁶. Çalışmamız kapsamında incelenen şirket ele geçirmeleri kapsamında yönetim kurulu üyeleri tarafından ihdas edilen savunma mekanizmaları sebebiyle hedef şirket pay sahipleri ve şirket yöneticileri arasında doğan çıkar çatışmalarının ortaya serilmesi, özellikle ‘poison pills’ gibi şirket pay sahipleri rızasına gerek kalmaksızın başvurulmuş bir savunma önleminde ne denli sorunları doğurabileceği ve mekanizmanın kullanılma gerekçesi ve geçerliliği açısından mutlaka incelenmesi gereken bir husustur. Özellikle şirket yönetim kurulu üyelerinin ‘bir başkasının malvarlığını’ yani şirkete sermaye getiren pay sahiplerinin malvarlığını yönetiyor olması ve bu konuda yapılacak tasarruflarda esas söz hakkına sahip olması sebebiyle belirtilen iki grup arasındaki çıkar çatışmaları 1900’lü yıllardan beri süregelen tartışmaları da beraberinde getirmektedir⁵⁴⁷. Bununla birlikte, özellikle HAO’lar bakımından meydana gelen en büyük sorun ise şirkette ortaya çıkan güç boşluğu ve bu boşluğun doldurulması halinde yönetim ve pay sahipleri arasında meydana gelen çıkar çatışmalarıdır⁵⁴⁸. Nitekim halka açıklık oranı yüksek olan ve bu sebeple çok sayıda pay sahibi olan şirketlerde küçük yatırımcı olarak nitelendirilen pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına katılmama eğilimi göstermektedirler. Bu tür durumlarda aktif olarak kullanılabilecek oylar atıl kalmakta, toplantılara katılım olmadığından oluşan güç

⁵⁴⁵ Şehirali Çelik, s. 5-6; Şehirali Çelik, Feyzan, (Manavgat Çağlar & Kırca İsmail): Anonim Şirketler Hukuku, C. 1, Ankara, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2013, s. 246.

⁵⁴⁶ Şehirali Çelik, (Manavgat & Kırca), s. 246.

⁵⁴⁷ Şehirali Çelik, s. 6-7. Esasında şirket pay sahipleri ve yönetim kurulu arasında eski zamanlardan beri süregelen çıkar çatışmalarının temelini, yönetim kuruluna karşı duyulan güvensizlik oluşturmaktadır. Bir başka anlatımla, başkasının parasının kullanıldığı her ortamda rastlanan tabii bir güvensizlik sorunudur. Bkz: Ansay, s. 2.

⁵⁴⁸ Şehirali Çelik, s. 7.

boşluğu sebebiyle şirket yönetim kurulu bu boşluktan yararlanmak suretiyle pay sahiplerinin kontrolünden uzak bir şekilde şirketi yönetebilmektedir⁵⁴⁹.

Anonim şirketler hukuku kapsamında çıkar grupları arasında meydana gelen çıkar çatışmalarının temelinde esas olarak anonim şirketin hukuksal niteliğine ilişkin farklı yaklaşımların mevcudiyeti yatmaktadır. Bu sebeple öncelikle anonim şirketin hukuki niteliğine ilişkin öğretilerdeki yaklaşımlar incelenecek ve bu kapsamda çıkar çatışmaları anlatılacaktır.

2.2.4.1. Anonim Şirketin Temeline İlişkin Öğretilerdeki Yaklaşımlar

Anonim şirketlerin hukuki temellerine ilişkin yaklaşımlar toplamda üç başlık altında toplanmakla birlikte; varsayım teorisi, sözleşme teorisi ve kurum teorisi şeklindedir⁵⁵⁰. İlk olarak Alman Hukukçu Savigny tarafından ortaya atılan ve Fransızlar tarafından da 19 yüzyıldan beri kabul gören varsayım teorisine göre, hukuki düzenlemeler yalnızca gerçek kişilere hak tanıdığından hak sükeleri yalnızca gerçek kişilerdir⁵⁵¹. Esas olan gerçek kişilerin haklara ve borçlara ehil olmasına karşın, bazı hakların sahipsiz kalmaması ve kamu menfaatleri açısından tüzel kişilerin de gerçek kişiler gibi davrandığı durumlar bulunur⁵⁵². Bu teori, adından da anlaşıldığı üzere kanun koyucunun kendi iradesi bulunmayan varlıklara bir gerçek kişiymişçesine hak ehliyeti tanınmasından temelinin almaktadır⁵⁵³. “Varsayım Teorisi”, anonim şirketleri devlet tarafından yaratılan yapay bir tüzel kişilik olarak görür ve bunu şirketin varlığının devlete karşı borçlu olmasıyla açıklamaktadır⁵⁵⁴.

⁵⁴⁹ Şehirli Çelik, s. 7; Tekinalp, Yönetime Katılma Sorunları, s. 7 vd.

⁵⁵⁰ Hacımahmutoglu Sibel: AT ve Türk Hukukunda Anonim Ortaklığın Karar Alma Sürecinde Yönetim Kurulunun Yapısı ve Çalışanların Katılımı, Ankara, Yetkin Yayınevi, 2008, s. 25 vd; Şehirli Çelik, (Manavgat & Kırca), s. 247.

⁵⁵¹ Zevkliler A./Acabey M.& Gökyayla K. F.: Medeni Hukuk, Giriş, Başlangıç Hükümleri, Kişiler Hukuku, Ankara, 2000. s. 552; Akipek J., Akıntürk T& Karaman Ateş D.: Türk Medeni Hukuku, Başlangıç Hükümleri-Kişiler Hukuku, Birinci Cilt, 10 Bs., İstanbul 2013, s. 511, Serder Selen, Anonim Şirketlerin Ehliyeti (Özellikle Ultra Vires Doktrini ile Sınırlandırılması), Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2009, s. 18 vd.

⁵⁵² Akipek, Akıntürk & Karaman, s. 511.

⁵⁵³ Akipek, Akıntürk & Karaman, s. 511; Serder, s. 18-19.

⁵⁵⁴ XIX. Yıllarda anonim şirketler kamusal faaliyetlerde bulunarak toplumsal çıkarları gözetmişlerdir. Şehirli Çelik, (Manavgat & Kırca), s. 247.

Anonim şirketlerin hukuki niteliğini açıklayan ve Anglo-Amerikan hukuk sisteminde yaygın olan bir diğer teori ise “Sözleşmeler Ağı (nexus of contracts)” ya da Sözleşme Teorisidir⁵⁵⁵.⁵⁵⁶ Sözleşmeler ağı teorisi uyarınca anonim şirket, şirket pay sahipleri, yöneticileri ve şirkette çalışan diğer kişiler arasında özgür iradeye dayanan sözleşmeler ağından oluşmaktadır⁵⁵⁷. Şirket, bünyesinde yer alan farklı gruplar arasındaki mevcut sözleşmeler ağı sayesinde amacına ulaşmak maksadıyla gereken iş bölümünün yapıldığı piyasanın bir parçası olarak tanımlanmaktadır⁵⁵⁸. Temelini Anglo-Amerikan⁵⁵⁹ hukukundan alan bu teori uyarınca şirketler bir kurum değil şirket tamamen pay sahiplerinin iradelerine dayanan⁵⁶⁰ ve birbiriyle bağlantılı sözleşmelerin varlık kazandırdığı özel hukuk karakterli bir oluşumdur⁵⁶¹. Merkezinde pay sahiplerinin iradesini barındıran bu teori, şirket yönetim kurulu üyelerinin pay sahiplerine karşı sorumlu olduğunu da ifade eder. Şirket yönetimi, öncelikli olarak pay sahiplerinin çıkarlarını gözetmekle yükümlüdür ve anonim şirketlerde korunması gereken tek çıkar grubu pay sahipleridir. Dolayısıyla şirket yönetimi, pay sahiplerinin çıkarlarını maksimize edebilmek amacıyla her türlü çabayı göstermek durumundadır⁵⁶².

Öğretide “Kurum Teorisi” olarak bilinen ve Alman Hukukunda ortaya çıkan teori ise, Sözleşmeler Ağı Teorisinden farklı olarak, anonim şirketlerde yönetimin yalnızca pay sahiplerine karşı değil, anonim şirketin tüzel kişiliğine karşı da sorumlu olduğu esasına dayanmaktadır⁵⁶³. Görüldüğü üzere Sözleşmeler Ağı Teorisi, anonim şirket pay sahipleri odaklı bir yaklaşım izlerken, Kurum Teorisi pay sahipleri de dahil olmak üzere anonim şirkette bulunan tüm çıkar gruplarının menfaatlerinin gözetilmesi ve yöneticilerin şirket tüzel kişiliğine karşı sorumluluğunu dikkate alır. Bu sebeple

⁵⁵⁵ Bu teori, ekonomistler tarafından ortaya atılmış olduğundan, anonim şirketlerin oluşumunu ekonomik temellere dayandırarak anlatır. Bkz: **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 247

⁵⁵⁶ **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 247; **Şehirali Çelik**, s. 15.

⁵⁵⁷ **Şehirali Çelik**, s. 16; **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulunun Yapısı ve Çalışanların Katılımı, s. 25 vd.; **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 247.

⁵⁵⁸ **Şehirali Çelik**, s. 16; **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 247-248; **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulunun Yapısı ve Çalışanların Katılımı, s. 27 vd.

⁵⁵⁹ Bu teori, ilk kez Amerikan hukukçu Adolf Berle’nin görüşlerinde ifade edilmiştir. Bkz: **Berle**, Adolf: “Corporate Powers As Powers in Trust” Harvard Law Review 44(7), 1049-1074, 1931,(HeinOnline).

⁵⁶⁰ **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 248.

⁵⁶¹ **Bainbridge**, Corporation Law and Economics, s. 27 (Akt. **Şehirali Çelik**, s.15)

⁵⁶² **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 248.

⁵⁶³ **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 249.

sözleşmeler ağı teorisi ‘pay sahipleri teorisi’, Kurumlar Teorisi ise ‘menfaat sahipleri (stakeholders) teorisi’ olarak bilinmektedir⁵⁶⁴.

Anonim şirketlerin hukuki niteliğini açıklayan teoriler hiçbir zaman yalnızca teori olarak kalmamış olup şirkette bulunan çıkar gruplarından hangisinin yahut hangilerinin menfaatlerinin gözetilmesi gerektiği konusunda doğan soruların cevaplanabilmesi noktasında pratikte kendisini göstermiştir⁵⁶⁵. Ancak anonim şirketler ekseninde, mevcut çıkar grupları arasında yaşanan çıkar çatışmaları ve bu çıkar çatışmalarının çözümü noktasında öne çıkan esas teori Sözleşmeler Ağı Teorisi olmuştur⁵⁶⁶. Dolayısıyla mevcut çıkar grupları arasında yaşanan çatışmalarda bu teori uyarınca bir çözüm yoluna gidilmesi yani öncelikli olarak pay sahiplerinin çıkarlarının gözetilmesi gerektiği düşünülmektedir.

Türk hukukunda anonim şirketin niteliğine ilişkin geliştirilen teorilerden hangisinin uygulama alanı bulduğu konusu ise netleştirilmiş değildir. Mülga TTK döneminde, anonim şirketin hukuki niteliğine ilişkin farklı teoriler ileri sürülmüştür⁵⁶⁷. TTK anonim şirketlerin anayasası olarak bilinen şirket esas sözleşmesine ilişkin düzenlemeler, anonim şirketlerin sözleşmesel bağlamda organize olduğunun bir göstergesidir⁵⁶⁸. Ancak Kanunumuzda yer alan tek ortaklı anonim şirket ve emredici hükümler ilkesi, anonim şirketlerin sözleşmesel niteliğini zayıflatacak unsurlardır⁵⁶⁹. Anonim şirketin sözleşmesel unsurunu zayıflayan hükümlerin Kurum Teorisi yanını güçlendirdiğini söylemek mümkündür. Türk hukukunda mevcut düzenlemeler ışığında, anonim şirketler açısından hangi teorinin kabul görüp görmediğini kesin bir dille belirtme imkânı bulunmamaktadır. Bu sebeple şirketin karşı karşıya kalmış olduğu her durumda durumlarda öncelikli olarak hangi çıkar grubunun menfaatlerinin gözetilmesi gerektiği ve dolayısıyla hangi teori uyarınca hareket edileceği, “business judgement rule”

⁵⁶⁴ **Tekinalp Ünal**: “Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının ve Yönetim – Denetim Felsefelerinin Dinamikleri ile Bunlar Arasındaki İlişki”, Prof. Dr. Turgut Kalpsüz’e Armağan, Turhan Yayınevi, Ankara, 2003, s. 229; **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 249.

⁵⁶⁵ **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 249.

⁵⁶⁶ **Şehirali Çelik**, s. 19.

⁵⁶⁷ **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulunun Yapısı ve Çalışanların Katılımı, s. 150 vd; **Şehirali Çelik**(Manavgat & Kırca), s. 250.

⁵⁶⁸ TTK Gerekçe md. 309.

⁵⁶⁹ **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 250.

uyarınca yönetim kurulu üyelerinin kararlarıyla belirlenecektir. Ancak karşılaşılan durumda, yönetim kurulu üyeleri ve şirketteki diğer çıkar gruplarının ve özellikle pay sahiplerinin çıkar çatışması yaşaması durumunda, yönetimin aldığı kararın güvenilirliğini ve doğruluğunu sorgulamak gereklidir. Bu noktada TTK Genel Gerekçe kısmında ve Kurul tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinde belirtilen hususlara göre hareket edilerek konunun tartışılması gerekir.

2.2.4.2. Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Anonim Şirketlerde Şirket Ele Geçirme Girişimlerine Karşı Yaşanan Temel Çıkar Çatışmaları

Anonim şirketler, bünyesinde barındırmış olduğu farklı çıkar gruplarının bir bütünü olup aynı zamanda farklılaşan menfaat gruplarına ait kurumsallaşan çıkar çatışmalarının süregeldiği bir yapılanmadır⁵⁷⁰. Bu kapsamda anonim şirket bünyesindeki çıkar çatışmalarının, kurumsal şirket yönetimi bağlamında nasıl yönetilmesi gerektiği büyük bir önem taşımaktadır. Konuyla ilgili TTK Genel Gerekçe kısmında yer alan Kurumsal Yönetim başlığı altında; özellikle payları borsada işlem gören anonim şirketlerde pay sahipleri başta olmak üzere tüm ilgililerin menfaatlerini ideal düzeyde korumak kapsamında yeni kurallar sisteminin kabul edileceği belirtilmiştir⁵⁷¹. Ayrıca yöneticiler ve yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülüğünü düzenleyen TTK md. 369 hükmü gerekçesinde Kurumsal Yönetim İlkelerine yapılan gönderme dikkat çekicidir⁵⁷². Bu doğrultuda SPKn md. 17 hükmü dayanak alınarak Kurul tarafından II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği⁵⁷³ yayımlanmış ve Tebliğ ekinde Kurumsal Yönetim İlkeleri sunulmuştur. Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin 3. madde 3.1.5. bendinde yer alan: *"Menfaat sahipleri⁵⁷⁴ arasında çıkar çatışmaları ortaya çıktığında...sahip olunan hakların korunması açısından mümkün olduğunca dengeli bir politika izlenir, her bir hakkın birbirinden bağımsız olarak korunması hedeflenir"* şeklindeki

⁵⁷⁰ Şehirali Çelik, (Manavgat & Kırca), s. 250.

⁵⁷¹ TTK Genel Gerekçe, Nr. 88

⁵⁷² "...kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak 'iş adamı kararı verilebileceğini kabul eder..."

⁵⁷³ 3/1/2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁵⁷⁴ Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde menfaat sahipleri; "şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar grupları" olarak tanımlanmıştır. Bkz: Kurumsal Yönetim İlkeleri md. 3.1.1.

düzenlemeyle yaşanacak çıkar çatışmalarında deyim yerindeyse herkesi hoşnut edecek, çıkar grupları arasında ayırım yahut eşitsizlik oluşturmayacak dengeli bir politika izleneceği hususu vurgulanmıştır⁵⁷⁵. Ayrıca İlkeler'in 3.1.1. bendinde yer alan menfaat sahiplerinin haklarının mevzuat ya da sözleşmelerle korunmadığı hallerde menfaat sahipleri çıkarlarının iyi niyet ve dürüstlük kuralları çerçevesinde korunacağı hususu, yaşanacak çıkar çatışmalarında gözetilecek menfaat hususunda iyi niyet kurallarının önemini vurgulamaktadır.

Anonim şirketlerde mevcut çıkar grupları arasında yaşanan çıkar çatışmalarında geçmişten günümüze uzanan ve öne çıkan soru, hangi çıkar grubunun menfaatinin öncelikli gözetilmesi gerektiğidir⁵⁷⁶. Belirtildiği üzere TTK Gerekçesi, SPKn ilgili hükümler ve Kurulca yayımlanan Tebliğ dikkate alındığında çıkar çatışması durumunda menfaat sahiplerine yönelik, iyi niyet ve şirket imkânları doğrultusunda dengeli bir politika yürütülmesi gerekliliği belirtilmiştir. Ancak özellikle şirket yöneticileri ve pay sahipleri arasında yaşanan çıkar çatışması durumunda, yönetim kurulu üyelerinin dilimize iş adamı kararı ilkesi (ticari takdir yetkisi) olarak çevrilen “the business judgement rule” çatısı altına sığmarak kendi menfaatlerini pay sahiplerinin menfaatleri üstünde tutmak suretiyle karar almaları ve bu durumu ticari bir takdir yetkisi olarak nitelendirmeleri mümkün olabilecek midir⁵⁷⁷? Bilhassa konumuz çerçevesinde, şirket ele geçirmeleri kapsamında şirket yönetim kurulu üyeleri ve pay sahipleri arasında çıkar çatışmalarının yaşanması ve yönetim kurulu üyelerinin kendi çıkarlarını önde tutma eğiliminde olması muhtemeldir⁵⁷⁸ ve bu sebeple yönetim kurulu ve pay sahipleri arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının temelini oluşturmaktadır⁵⁷⁹. Özellikle ele geçirme teklifinin pay fiyatlarının gerçek değeri üzerinden sunulması ve hedef

⁵⁷⁵ Ayrıca bkz: OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri VI. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları, s.50, “yönetim kurullarının, işçiler, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler ve yerel topluluklar dâhil diğer menfaat sahiplerinin çıkarları için gerekli itinaı göstermesi ve adil bir şekilde davranması beklenmektedir.”, <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264257443-tr.pdf?expires=1631799779&id=id&accname=ocid43023557&checksum=61448FA791DF8FF35C49B45E7A979614>, (ET:01.09.2021).

⁵⁷⁶ Şehirali Çelik, s. 30.

⁵⁷⁷ Şehirali Çelik (Manavgat & Kırca), s. 267; Akın M. Y. & Sulu M: “Yönetim Kurulu Üyelerinin Menfaati ile Şirket Menfaatinin Çatışması Bağlamında Sorumluluk” Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi • Cilt 25, Sayı 1, s. 171, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/746696>, (ET: 07.07.2021).

⁵⁷⁸ Akın & Sulu s. 171; Şehirali Çelik, s. 51-52.

⁵⁷⁹ Şehirali Çelik (Manavgat & Kırca), s. 267; Şehirali Çelik, s. 38.

şirketin bulunduğu pazarın genişlemesini ve büyümesini sağlayacak ele geçirme tekliflerinin varlığı her ne kadar başta pay sahiplerinin ve şirket tüzel kişiliğinin menfaatlerini maksimize etse dahi ele geçirmenin ardından yönetim kurulu üyelerinin görevden alınarak kurul üyelerinde revize yapılması ihtimalinin oldukça yüksek olması, mevcut yönetim kurulu üyelerinin kendi menfaatlerini daha üstün tutarak karar alınmasına sebebiyet verebilecektir⁵⁸⁰. Bu noktada, yönetim kurulu üyeleri her ne kadar Kurumsal Yönetim İlkeleri gereğince, menfaat gruplarının çıkarlarına yönelik dengeli bir politika yürütme gayretinde olsa dahi, çatışan çıkar gruplarından birinin kendisine ait olması halinde, ne denli dengeli ve objektif bir politika yürütebileceği tartışılır niteliktedir.

Anonim şirketlerde yönetimin, profesyonel yöneticiler tarafından yürütülmesi sebebiyle yönetim kurulu üyeleri ve pay sahipleri arasında meydana gelen çıkar çatışmaları, dikey çıkar çatışmaları olarak adlandırılmaktadır⁵⁸¹. Anglo-Amerikan hukuk sisteminde kabul gören ve anonim şirket temellerini Sözleşme Teorisine dayandıran görüşe göre ise şirket yönetim kurulu üyeleri ve pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmaları, temsil problemine (agency problem) dayandırılmaktadır⁵⁸². Bu teorinin temeline inildiğinde, pay sahiplerince yönetime yetki devri yapılan hususların, yönetim tarafından kendi çıkarları doğrultusunda kullanılabilme ihtimali yatmaktadır⁵⁸³. Türk hukukunda anonim şirkette diğer çıkar gruplarından ayrıcalıklı bir yeri bulunan yöneticilerin, şirket tüzel kişiliği ile vekâlet sözleşmesi kapsamında görev yaptığı bilinmektedir⁵⁸⁴. Bu sözleşme uyarınca, yöneticiler kendilerine yönetim ve temsil yetkisi veren kişiler adına hareket etmekte olduklarından temsil ettikleri kişi yahut kişi gruplarının çıkarlarını gözeterek karar vermekle yükümlüdürler⁵⁸⁵. Nitekim bu durum, TTK md. 369 vd. hükümlerinde düzenlenen ve yöneticilerin şirkete ve şirketteki diğer çıkar gruplarına karşı en büyük borcu olan şirket yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülüğü ile hüküm

⁵⁸⁰ **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 269; **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 102.

⁵⁸¹ **Şehirali Çelik**, s. 38.

⁵⁸² **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 267; **Şehirali Çelik**, s. 38.

⁵⁸³ **Şehirali Çelik**, s. 38; **Şehirali Çelik**, (Manavgat & Kırca), s. 267.

⁵⁸⁴ **Hacımahmutoğlu**, The Business Judgement Rule, s. 129.

⁵⁸⁵ **Şehirali Çelik**, s. 26.

altına alınmıştır⁵⁸⁶. Ancak bu noktada dikkat edilmesi gereken en önemli husus TTK md. 369 ile özen ve sadakat yükümlülüğü altında bırakılan yönetim kurulu üyelerinin, madde gerekçesinde düzenlenmiş iş adamı kararı çatısı altına sığınma imkânının bulunmasıdır.

Nasıl ki anonim şirketlerde yöneticiler ve yönetim kurulu üyelerine özen ve sadakat borcu yüklenmişse çalışmamızın konusu olan ele geçirmelere karşı şirket yönetimince alması gereken kararlar ve uygulaması gereken planlar da özen ve sadakat yükümlülüğü temel alınarak özel bir sorumluluk sistemi içerisine oturtulmuştur⁵⁸⁷. Yöneticilerin özen ve sadakat yükümlülüklerine uygun davrandıklarının ispatı kural olarak kendilerine aitti. Ancak adeta menfaat gruplarının çıkar çatışmaları yumağına dönüşen şirket ele geçirilmesi durumlarında şirket yöneticilerinin bu denli ağır bir kararın yükü altında bırakılmaları “the business judgement rule”⁵⁸⁸ akımını doğurmuştur⁵⁸⁹. Bu akım, şirket yöneticilerinin pay alım teklifleri konusunda vermiş olduğu kararları “ticari karar” olarak algılamakta ve alınan kararların objektif belgelere dayandırıldığı durumlar yahut karara rasyonel bir amaç atfedilen hallerde yöneticilerin haklılığını aksi ispat edilebilen

⁵⁸⁶ Akın & Sulu, s. 171.

⁵⁸⁷ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 181.

⁵⁸⁸ Business Judgement Rule, Anglo-Sakson hukuk sisteminde şirket yöneticileri ve yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülükleriyle bağlantılı olarak geliştirilmiş bir ilkedir. The business judgement rule, şirket yönetiminde profesyonelliğe ulaşmış ve piyasa koşullarına hakim olan şirket yöneticileri ve yönetim kurulu üyelerinin, çıkar çatışması olmamak şartıyla, şirketin yararına olduğu düşünülen ve iyi niyet ışığında alınan kararlar kapsamında sorumluluklarına gidilememesi, alınan kararların özen ve sadakat yükümlülüğü çerçevesinde alındığına ilişkin bir karinedir. Belirtilen ilke her ne kadar Anglo-Sakson hukuk sistemi temelli olsa ve özünde aynı amaca hizmet etse de her iki hukuk sisteminde belirli farklılıklar bulunmaktadır. Nitekim “the business judgement rule” ibaresi Amerikan hukuk sisteminde doğmuş ve varlığını sürdüren bir ifade olup İngiliz hukuk sisteminde kullanılmasa dahi; İngiliz hukukunda yöneticilerin ortaklığın üstün menfaatini gözeterek ve iyi niyetle karar verme yükümlülüğünde olmaları, İlkenin işlevini yerine getirmektedir. Amerikan hukukunda ise yöneticilerin iyi niyetle ve ortaklığın üstün menfaatini gözeterek karar verme yükümlülüğünde olmalarının yanı sıra yöneticilerin alınan kararlar bakımından özen yükümlülüğü ve derecesini de içine alan daha geniş bir kapsamda incelenmiştir. Ayrıntılı bilgi için bkz: **Hacımahmutoğlu**, Sibel: “The Business Judgment Rule: İşadamı Kararı Mı Yoksa Ticari Muhakeme Kuralı Mı?” BATİDER, 30(4), 99-145, 2014.

⁵⁸⁹ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 184; **Doğrusöz**, H.: “Banka Yönetim Kurulu Üyeleri Hakkında Açılan Şahsi Sorumluluk Davasında Business Judgement Rule/ İş Adamı Kararı İlkesinin Uygulanabilirliği Sorunu” MÜHF- HAD, 2009, C.15, S.1-2, s. 185. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/1462475> (ET: 03.09.2021); **Hacımahmutoğlu**, Sibel: “Anonim Ortaklığın Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Yükümlülüğü: Fonksiyonel Bir Yaklaşım” BATİDER, 2015, s. 55.; **Bainbridge**, S. M.: “The Business Judgment Rule As Abstention Doctrine” Vanderbilt Law Review, 57(1), 2004, s. 110, (HeinOnline).

bir karine olarak kabul etmektedir⁵⁹⁰. “The Business judgement rule” ilkesi her ne kadar şirket yönetiminin özen, bağlılık ve iyi niyetle hareket etme yükümlülüklerini kapsar nitelikte olsa da ilkenin en çok özen yükümlülüğü çatısı altında değerlendirildiği görülmektedir⁵⁹¹. Burada önemle belirtilmesi gereken husus, yöneticiler tarafından iş adamı kararı ilkesi kapsamında alınacak kararların ancak yöneticilerin takdir yetkisine dayanan konulara ilişkin olmasıdır⁵⁹². Takdir yetkisi ise kendisini, pay alım tekliflerine karşı savunma mekanizmalarına başvurulması gibi şirkete ilişkin stratejik kararların alınmasında gösterir⁵⁹³. Ancak yöneticilerin iyi niyetle ve şirket menfaatine almış oldukları kararların iş adamı kararı statüsüne girebilmesi için çıkar çatışması içerisinde bulunmamaları gerektiği açıkça şart koşulmuştur⁵⁹⁴. Dolayısıyla şirket yönetim kurulu üyeleri her ne kadar özen yükümlülüğüne uygun ve iyi niyetli bir şekilde karar almış olsa dahi kararın mevcut bir çıkar çatışması içerisinde alınmış olduğunun tespiti halinde mahkeme kararın yargısal denetimini yapmaya yetkili olacaktır⁵⁹⁵.

Şirket yöneticilerinin özen ve sadakat yükümlülüğünü düzenleyen TTK md. 369. incelendiğinde “...*şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyarak gözetmek yükümlülüğü altındadırlar.*” yöneticiler ve yönetim kurulu üyelerinin şirket menfaatini üstün şekilde gözetmek yükümlülüğü altında olduğu görülmektedir. Nitekim madde gerekçesinde yönetim kurulu üyelerinin şirketin menfaatini diğer çıkar gruplarından

⁵⁹⁰ **Hacımahmutoglu**, The Business Judgment Rule, s. 112; **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 184; **Block, D. J., & Prussin, H.**: “The Business Judgment Rule And Shareholders Derivative Actions: Viva Zapata” Business Lawyer (ABA), 1981, 37(1), s. 32,(HeinOnline); **Doğrusöz**, s. 189.

⁵⁹¹ **Bainbridge**, The Business Judgment Rule As Abstention Doctrine, s. 88.

⁵⁹² **Bozkurt Yaşar**, s. 15. Nitekim kanun ya da esas sözleşmede açıkça belirtilen şekilde hareket etme yükümlülüğü olan durumlarda iş adamı kuralı ilkesinden söz edilemeyecektir. **Pazarbaşı, G.**: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, Seçkin Yayıncılık, 2018, s.47. Örneğin yöneticiler ve yönetim kurulu üyelerine, şirket esas sözleşmesinde şirket üstün menfaatini gözetmek şartıyla kendi mevkilerini kaybetmemek adına yeni pay ihraç etme yetkisi tanınması halinde, yönetimin savunma mekanizmalarına başvuru hakkı uygun amaç haline geleceğinden ticari karar kapsamında ele alınmayacaktır. Bu husus esas sözleşmenin yorumlanmasıyla alakalı olduğundan mahkemelerin yargısal denetimine tabidir ve iş adamı kararı ilkesi kapsamında değerlendirilemez. Bkz: **Hacımahmutoglu**, The Business Judgment Rule, s. 107.Yönetimin takdirine bağlı kararlar, bizzat konunun uzmanı yöneticiler tarafından alındığından bu konuda mahkeme/hakimlere düşen bir görev bulunmamaktadır. Neticede hakimler şirket yönetimi anlamında uzman kişiler değildir. Bkz: **Bainbridge**, The Business Judgment Rule As Abstention Doctrine, s. 117 vd.

⁵⁹³ **Kırca, İsmail**: “Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarında Takdir Yetkisi-Özen Borcu” BATİDER, 2004, C.12, S.3, s.86; **Pazarbaşı**, s. 47.

⁵⁹⁴ **Hacımahmutoglu**, The Business Judgment Rule, s. 112; **Block & Prussin**, s. 32.

⁵⁹⁵ **Hacımahmutoglu**, The Business Judgment Rule, s. 114.

üstün tutması gerektiği hususu açıkça düzenlenmiştir⁵⁹⁶. Görüldüğü üzere madde hükmü, yönetim kurulu üyelerinin şirket menfaatinin kendi çıkarlarından üstün tutarak gözetme yükümlülüğü getirmiştir⁵⁹⁷. Şirket menfaatinin üstün tutulması gerekliliği göz önünde bulundurulduğunda, şirket dışındaki menfaat sahiplerinin ancak şirket çıkarıyla çatışmaması halinde öncelikli olarak gözetilebileceği sonucu çıkmaktadır⁵⁹⁸.

TTK kapsamında şirket yönetim kurulu üyelerine istisnasız bir şekilde şirket menfaatinin öncelikli gözetilecek kararlar alma sorumluluğu verilmiş olmasının, yöneticilerin karar alma öncelikleri bakımından belirsizliklere sebep olacağı düşünülmektedir⁵⁹⁹. Nitekim Kurumsal Yönetim İlkelerinde şirkette yaşanan mevcut çıkar çatışmalarında her bir grubun haklarını koruyacak dengeli bir politika izlenmesi ve her bir hakkın birbirinden bağımsız olarak korunması gerekliliği vurgulanırken; TTK bağlamında ise yaşanacak çıkar çatışmalarında şirketin menfaatinin diğer çıkar gruplarından üstün tutulması gerekliliğine vurgu yapılmış ve özellikle yöneticilerin kişisel menfaatlerini şirket menfaatinin üstünde tutmaması gerektiği belirtilmiştir. Bu tür bir karmaşaya yer vermemek adına kanun koyucu, md.369 gerekçesinde yöneticiler tarafından alınacak iş adamı kararlarının kurumsal yönetim ilkelerine uygun bir şekilde kullanılması gerektiği hususunu vurgulamıştır⁶⁰⁰. Böylelikle iş adamı kararı ilkesi kapsamına giren kararlar bakımından kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlamak bir ön şart haline getirilerek⁶⁰¹ TTK ve İlkeler arasında çıkabilecek çatışmanın önüne geçilmiştir. TTK md.369

⁵⁹⁶ TTK Gerekçe md. 369. “yönetim kurulu üyesinin kişisel menfaatini, hakim pay sahibinin veya pay sahiplerinin ve onların yakını olan gerçek ve tüzel kişiler ile üçüncü kişilerin menfaatini, şirketin menfaatinin önüne geçirmemesi”

⁵⁹⁷ **Hacımahmutoğlu**, The Business Judgement Rule, s. 130. Yöneticiler ve yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülükleri kapsamında, şirket menfaatinin kendi menfaatlerinden dahi üstün tutma yükümlülüğü altında olmaları, yöneticiler ve şirket arasında bulunan vekâlet sözleşmesinin bir sonucudur. Bkz: **Hacımahmutoğlu**, The Business Judgement Rule, dn: 133; **Mayanja**, I.: “Directors’ Duties, Business Judgement And Takeover Defenses: Agenda For Reform” Corporate & Business Law Journal, 10(1), 1997, s. 39.(HeinOnline)

⁵⁹⁸ **Özdemir**, Semih S: İş Adamı Kararı İlkesi (Business Judgement Rule) ve Türk Hukukunda Uygulanabilirliği, İstanbul, 2017, Oniki Levha Yayınları, s. 131.

⁵⁹⁹ **Özdemir**, s. 134.

⁶⁰⁰ TTK md. 369 Gerekçe.

⁶⁰¹ **Özdemir**, s. 145. Ancak yazar, bu ön şartın iş adamı kararı ilkesinin iç dinamikleriyle uyuşmadığı ve çok kapsamlı bir düzenlemeye sahip olan kurumsal yönetim ilkelerine yapılan atfın ilkenin uygulanmasını daha karmaşık bir hale getirdiğini savunmaktadır. Her ne kadar şirketin etkin yönetimi bağlamında her iki ilkenin koordineli bir şekilde yürütülmüş olması gerekse de iki ilke belirli durumlarda birbirleriyle çalışmaktadır. Nitekim iş adamı kararı ilkesinin getirmiş olduğu karine sebebiyle alınan kararların kapsamlı bir korumadan yararlanması; hesap verilebilirliği düzenleyen Kurumsal Yönetim İlkeleri m. 4.2.1 ile çalışmaktadır.

gerekçesinde yöneticilere getirilen “iş adamı kararı” doğrultusunda yöneticilerin duruma uygun araştırmalar yaptığı, ilgililerden bilgiler alındığı ve tüm bunlar doğrultusunda yönetim kurulunca karar verilen durumlarda, tüm gelişmeler aksi yönde yaşansa dahi yönetim kurulu üyelerinin özensizliğinden söz edilemeyecektir. Ancak madde gerekçesinin devamına bakıldığında; çıkar çatışması bulunan hallerde yönetim kurulunun gerekli önlemleri alması gerektiği ve arm’s length temelinde yani hâkim ortağı ve onun yakınlarını kayırmadan şirket menfaati için rekabet şartlarına uygun olarak pazarlık yapması gerektiği hususları da düzenlenmiştir⁶⁰². Kanaatimizce şirket menfaatinin üstün tutulabilmesi adına çıkar çatışması bulunan hallerde şirket yöneticilerine getirilmiş pazarlık etme yükümlülüğü, yönetim kurulu üyelerini somut verilerle yüzleştirerek kendi menfaatlerini üstün tutmamaları için getirilmiş bir önlem niteliğindedir.

İlgili hükümler incelendiğine şirketin ele geçirilmesine karşı yönetim kurulunca başvurulacak savunma mekanizmaları bakımından yönetim kurulu üyeleri ve şirket menfaatlerinin çatışması noktasında şirket menfaatinin ve dolayısıyla pay sahiplerinin menfaatinin üstün tutulacağına şüphe bulunmamaktadır. Ancak burada vurgulanması gereken en önemli nokta, şirket yönetim kurulu üyelerinin kendi menfaatlerini üstün tutacak kararlarını şirket menfaatinin üstün tutulması potası altında eriterek çıkar elde etme ihtimalidir. Bu bağlamda konu ile ilgili Amerikan hukuku incelendiğinde, iş adamı kararının (the business judgement rule) şirket ele geçirilmelerinin önlenmesi ya da seçilmiş bir partnerle birleşme noktasında büyük yaratıcılığa sahip olduğu ve bu amaçla kullanılabileceği belirtilmektedir⁶⁰³. Ancak iş adamı kararı ilkesi, şirket yönetimine belirli alanlarda karar alma yetkisi tanısa dahi bir yandan yönetim hesap verilebilirlik baskısı altında kaldığından yönetimin iş adamı kararı ilkesi doğrultusunda verimli kararlar verebilme ihtimalini de azaltmaktadır⁶⁰⁴.

Bununla birlikte hedef şirket yönetimi tarafından istenmeyen ele geçirilmelerde, yönetimin çıkar çatışması içerisindeyken başvuracağı savunma mekanizmalarının

⁶⁰² TTK Gerekçe md. 369.

⁶⁰³ **Bryer, B. A., & Vlahakis, P. A.**: “Takeover Defense: The Business Judgement Rule Reviewed” *International Financial Law Review*, 3(9),1984, s. 20, (HeinOnline).

⁶⁰⁴ **Bainbridge**, *The Business Judgment Rule As Abstention Doctrine*, s. 129.

doğrudan bu ilke korumasından yararlanması mümkün değildir. Nitekim çıkar çatışması içerisinde yönetim kurulu üyeleri şirket menfaatinden ziyade kendi menfaatlerini gözeterek özen ve bağlılık yükümlülüğünü ihlal edebilecektir. Amerikan hukukunda böylesine bir durumun engellenebilmesi adına şirket ele geçirilmesi durumlarında başvurulacak savunma mekanizmalarının ancak şirket yönetimi ve etkinliğini tehlikeye atacak bir durumun varlığı halinde ve savunmanın tehlike ile orantılı olması halinde uygulanmasına izin verilmektedir. İş adamı kararı ilkesinin anılan uygulanma şekli “conditional business judgement rule (şarta bağlı iş adamı kararı ilkesi)” ya da “enhanced business judgement rule (geliştirilmiş iş adamı kararı ilkesi)”⁶⁰⁵ olarak adlandırılmaktadır⁶⁰⁶.

Konu ile ilgili İngiliz hukuku incelendiğinde ise 2006 tarihli Ortaklıklar Kanunu 171/b hükmü ışığında yönetim kurulu üyelerinin kendilerine verilen yetkileri, uygun amaç doğrultusunda kullanmaları gerektiği ve uygun amacın şirket esas sözleşmesinde belirleneceği hususu düzenlenmiştir. Uygun olmayan amaç ise çoğunlukla yönetim kurulu üyelerinin, kendi kişisel menfaatlerini şirket, pay sahipleri ve diğer çıkar gruplarından üstün tutacak nitelikte karar almaları ve davranış sergilemeleridir⁶⁰⁷. İngiliz hukukunda yöneticilerin almış olduğu kararlar bakımından uygun olmayan amaç bağlamında en sık rastlanan husus; kayıtlı sermaye sisteminde yeni pay ihraç hakkı tanınan yönetim kurulu üyelerinin bu yetkiyi şirketin ele geçirilmesini (takeover) engellemek maksadıyla kullanmaları yani çalışmamızın da konusunu oluşturan ‘poison pills’e başvurmalarıdır⁶⁰⁸.

Amerikan hukukunda pay alım teklifiyle karşı karşıya kalan hedef şirket yönetim kurulu üyelerinin, teklifin pay sahiplerinin yararına olmadığını değerlendirdikleri durumlarda savunma mekanizmalarına başvurulmasına imkân tanınmıştır. Ancak salt yöneticilerin

⁶⁰⁵ **Brainbridge**, S. M., *Corporation Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002, s.700-701 (akt. **Bozkurt Yaşar**, s.219); Bu kapsamda Yüksek Mahkeme; hedef şirket yönetim kurulunun iş adamı kararı ilkesinin kural olarak uygulama alanı bulmasına karşın ele geçirme teklifinin hedef şirket ve pay sahipleri menfaatine yönelik olup olmadığını araştırma yükümlülüğü bulunduğuna ancak şirket ele geçirmelerinde yönetim kurulunun çıkar çatışması içinde bulunduğundan iş adamı kararı ilkesine dayanarak alınan kararların daha sıkı bir denetime tabi tutulmasına karar verilmiştir. Bkz: **Hammack**, s. 133.

⁶⁰⁶ **Bozkurt Yaşar**, s. 219.

⁶⁰⁷ **Hacımahmutoglu**, *The Business Judgement Rule*, s. 104.

⁶⁰⁸ **Hacımahmutoglu**, *The Business Judgement Rule*, s. 104.

mevcut konumlarını korumak maksadıyla kullanılacağı durumlarda yöneticilere savunma mekanizmasına başvuru hakkı tanınmamaktadır. Nitekim yöneticilerin salt mevcut durumlarını koruma amacıyla savunma mekanizmalarına başvurması, gerek şirketin ve pay sahiplerinin menfaatinin gözetilmesi anlamındaki özel iyi niyet kuralına gerekse çıkar çatışması içerisinde bulunmama şartını ihlal ettiğinden bu doğrultuda alınan kararların iş adamı kararı ilkesi kapsamına sokulması mümkün olmayacaktır⁶⁰⁹.

Daha önce de belirtildiği üzere şirket ele geçirmeleri ve buna karşı ‘poison pills’ başta olmak üzere diğer savunma mekanizmalarına başvuru hallerde şirket içerisindeki menfaat grupları arasında çıkar çatışması yaşanmama ihtimali neredeyse bulunmamaktadır. İşte bu noktada, şirket yönetim kurulu üyelerinin, şirket ele geçirilmesine karşı alacakları kararı, salt iş adamı kararı ilkesinin getirmiş olduğu karineden yararlanmak suretiyle şirket ve pay sahiplerinin menfaati lehine değil kendi yararına alma (self-dealing) ihtimali bulunmaktadır. Bu ihtimalin önünü kesebilmek adına uzlaşmadan yapılan pay alım teklifleri yoluyla şirket ele geçirmelerine karşı yürürlüğe konacak savunma mekanizmalarının şirket ve pay sahiplerinin yararı olduğu kanısıyla alındığı ve bu kararın makul sebeplere dayandırıldığı hususunun ispat edilmesi gereklidir. Ancak belirtilen hallerde, şirket yönetiminin almış olduğu kararlar iş adamı kararı ilkesinin getirmiş olduğu karineden yararlanabilecektir.⁶¹⁰ Dolayısıyla yönetim kurulu üyelerinin yalnızca mevcut konumlarını koruyabilmek⁶¹¹ amacıyla şirket ele geçirmelerine karşı uygulamış oldukları savunma mekanizmalarının iş adamı kararı ilkesi kapsamında sayılması ne de ilkenin getirmiş olduğu karineden yararlanması mümkündür.

Yapılan tüm açıklamalar doğrultusunda ve mevzuat hükümleri ışığında, şirket yönetim kurulu üyelerinin öncelikle TTK md. 369’da düzenlenmiş özen ve sadakat yükümlülüğü ardından Kurumsal Yönetim İlkelerince olası bir çıkar çatışması durumunda şirket menfaatinin üstün tutulması gerektiği ve bu ilkeler doğrultusunda ticari muhakeme kararı kapsamında alınan kararların, yöneticilere bir koruma kalkanı sağladığı

⁶⁰⁹ **Hacımahmutoğlu**, The Business Judgement Rule, s. 127; **Eisenberg**, The Divergence, s. 458-459.

⁶¹⁰ **Hacımahmutoğlu**, The Business Judgement Rule, s. 123.

⁶¹¹ **Eisenberg**, M.: “The Divergence Of Standards Of Conduct And Standards Of Review in Corporate Law” Fordham Law Review, 62(3), 1993, s. 458.

görülmüştür. Ancak yöneticilerin, “iş adamı ilkesi” kararı çatısı altına sığınarak, şirket üstün yararı adı altında pay sahiplerinin menfaatinden uzaklaşarak, kendi yararlarına karar alması durumunda ne olacaktır? Tam bu noktada özellikle, pay sahiplerinin menfaatlerini maksimize edecek nitelikteki pay alım tekliflerini savuşturmak için hedef şirket yönetim kurulu tarafından şirket menfaati gözetildiğinden bahisle savunma mekanizmalarına başvurulması halinde pay sahiplerinin zararına bir durum olacağı aşîkârdır. Kaldı ki böyle bir durumda yönetim ve pay sahipleri arasında çıkar çatışmasının varlığına şüphe yoktur. Her ne kadar TTK md. 369 gerekçesinde; yöneticilerin dürüstlük kuralları çerçevesinde hareket edeceği belirtilmişse de alınan kararların iş adamı ilkesi kapsamına girebilmesi için duruma uygun araştırmalar yapılması, ilgililerden bilgi alınıp yönetim kuruluna sunulması gibi hususlar bakımından somutlaştırmalar yapılmıştır. Yapılan somutlaştırmalardan en önemli ve dikkat çekeni ise şirket yönetimine yüklenen şirket menfaati için rekabet şartlarına uygun olarak pazarlık yapma gerekliliğidir ki bu düzenleme tam anlamıyla ‘poison pills’in amacıyla örtüşmektedir⁶¹². Bu suretle yönetim kurulu üyelerinin, çıkar çatışması yumağına dönüşen şirket ele geçirmelerine karşı savunma mekanizmalarına başvurmadan önce gerekçede belirtildiğı üzere şirket menfaati için gözle görülür pazarlık ve müzakere süreci yürütmesi gerekmektedir. Ancak her ne kadar yöneticilere getirilmiş pazarlık yapma yükümlülüğünün, yöneticilerin kendi menfaatlerini şirketin üstün menfaati potası altında eritme ihtimalinin önüne geçebileceğı düşünülse de esasında pazarlık hususunun şirket yöneticilerinin takdirine bırakılmış olması sebebiyle yöneticilerin iş adamı kararı ilkesi kapsamına sokulabilecek kararlar almasına ortam hazırlamıştır. Dahası pazarlık ve müzakere sürecinin yürütülmesi, yöneticilerin takdirine bırakıldığından şirket ele geçirmelerine karşı savunma mekanizmalarına başvuru şansını artıracaktır⁶¹³.

Peki ya pay alım teklifine karşı geliştirilen savunma mekanizmalarına hukuken korunmayan örneğın yöneticilerin salt kendi çıkarlarını gözetererek başvurmaları halinde yine de pay sahipleri lehine bir sonuç ortaya çıktığında yöneticilerin sorumluluğundan

⁶¹² Bkz: dn. 474 “‘poison pills’in mükemmel pazarlık etme aracı olması ve bu sayede yönetim tarafından yüksek primler elde etme şansının bulunmasıdır.”

⁶¹³ **Hacımahmutoğlu**, The Business Judgement Rule, s. 135; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi, s. 271-273.

bahsetmek mümkün olabilecek midir⁶¹⁴? Bu tür durumlarda, özellikle HAO'lar bakımından, yöneticilerin kişisel çıkarlarını üstün tutma motivasyonundan ziyade savunma mekanizmalarının pay alım teklif fiyatlarını artırması ağır basmaktadır⁶¹⁵. Konu 'poison pills' özelinde irdelendiğinde; 'poison pills'in öncelikli amacının hedef şirket yönetim kurulu ve teklif veren arasında müzakere ortamını oluşturarak görünürde pay alım teklif fiyatlarının yükseltmek olması sebebiyle meşru olmayan bir amaç dahilinde⁶¹⁶ dahi 'poison pills'e başvurulması halinde şirket ve pay sahiplerinin menfaat elde ettiği durumlarda yöneticilerin sorumluluğuna kanaatimizce de başvurulmaması gerekmektedir. Dolayısıyla görünürde meşru bir sebebe dayanılarak esasen meşru olmayan bir amaçla savunma mekanizmasına başvurulmuş olsa dahi sonucunda şirketin menfaatine bir sonuç elde edilmesi halinde yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunun gündeme gelmeyeceği düşünülmektedir. Ancak yöneticiler ve yönetim kurulu üyelerinin gerek TTK gerek SPKn ve İlkeler doğrultusunda kendisine atfedilen yükümlülüklerle aykırı hareket etmesi ve sonucunda pay sahipleri ve şirket menfaatinin zarar görmesi halinde sorumluluklarına başvurulacağına şüphe yoktur.

2.2.4.3. Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi ve Teori Çerçevesinde Yönetim Kurulu Üyelerinin Şirket Ele Geçirmelerinde Sergileyecekleri Tutumun Değerlendirilmesi

HAO'larda payların serbestçe devredilebilmesinin vermiş olduğu kolaylık⁶¹⁷ sayesinde, pay sahipleri şirket üzerindeki kontrol işlevini yerine getirmekten ziyade paylarını devredip şirketten çıkmakta ve bu durum şirkete ait payların geniş bir tabana yayılmasına sebebiyet vermektedir. Pay devirlerindeki bu serbesti, payların sayıca çoğalıp esas sermayeye oranı giderek düştükçe sermaye piyasalarının anonim şirket

⁶¹⁴ Eisenberg, s. 458-459.

⁶¹⁵ Eisenberg, s. 459. Karşı yönde bkz: **Hacımahmutoğlu**, Business Judgement Rule, s. 133-134. Yönetim kurulu üyelerinin, şirket menfaatine olmadığını bildiği kararlar alması halinde bağlılık yükümlülüklerine aykırı davranmış olacaklarından alınan karar kapsamında sorumluluklarına başvurulabilecektir.

⁶¹⁶ Mevcut konumlarını korumak maksadıyla.

⁶¹⁷ TTK md. 329 hükmü uyarınca anonim şirket sermayesinin birim paylara bölünmüş olması birden birden çok paya sahip olabilmesini olanaklı kılmış olup payların serbestçe devredilebilmesi için uygun bir imkân sağlamıştır. Bkz: **Bozkurt**, Tamer: Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam), İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2016. Bununla birlikte esas sözleşme ve TTK hükümleri ile getirilen bağlam hükümleri ile anonim şirket paylarının devri çeşitli şekillerde sınırlandırılabilir.

yönetimi üzerindeki hâkimiyetini arttırmaya başlamaktadır. Anılan durum, şirket yönetiminde kontrol gücüne sahip olmayan küçük pay sahiplerinin ortaklıktan kolaylıkla çıkışını sağlamak ve onu yönetimde kontrole sahip pay sahiplerinin boyunduruğundan korurken, bir yandan da şirket yöneticileri üzerinde bir dışarıdan bir kontrol mekanizması (external corporate monitor) oluşturmaktadır. Sermaye piyasalarının, şirket üzerindeki bu yönetim ve kontrol mekanizması ortaklığın kontrol pazarı teorisi⁶¹⁸ (the theory of the market for corporate control) olarak adlandırılmaktadır⁶¹⁹. Henry Manne'in⁶²⁰ çığır açan çalışması sonucunda ortaya çıkan teori, şirket yönetiminin kendi çıkarları lehine pay sahiplerinin çıkarları aleyhine davranabilme ihtimalini sınırlandırmaktadır⁶²¹. Manne, teoriyi pay sahiplerine şirket menfaatleriyle ilgili hem koruma hem güç sağlayan bir mekanizma olarak tanımlamıştır⁶²². Bu kapsamda çalışmada aynı zamanda ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin, şirket paylarının bedelleri üzerindeki pozitif korelasyonuna değinilmiştir⁶²³.

Ortaklığın kontrol pazarı teorisinin temeli, şirket yöneticilerinin yönetim konusundaki performansı ve işlem gören payların bedeli arasındaki bağlantıdır⁶²⁴. Bu teori, sermayenin geniş bir tabana yayılmış olduğu HAO'larda, bir bağlam hükmü öngörülmemiş olması halinde, payını serbestçe devrederek ortaklıktan çıkma hakkına

⁶¹⁸ Ortaklığın kontrolü pazarı teorisi, Ekonomik Kalkınma ve İş birliği Örgütü'nün (OECD) Anonim Ortaklığın Yönetim ve Kontrol Sistemi İlkelerinde düzenlenmiştir. (OECD Principles of Corporate Governance) <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>, (ET:16.09.2021) Kurumsal Yönetim İlkelerinin 2015 tarihli güncel ve Türkçeye çevrilmiş hali için bkz: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264257443-tr.pdf?expires=1631799779&id=id&accname=ocid43023557&checksum=61448FA791DF8FF35C49B45E7A979614>, (ET: 16.09.2021).

⁶¹⁹ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi, s. 257-258.

⁶²⁰ **Manne**, dn. 23; **Fischel**, D. R. : "Efficient Capital Market Theory, The Market For Corporate Control, And The Regulation Of Cash Tender Offers" Texas Law Review, 57(1), 1978, s.5,(HeinOnline); **Armour**, J., & **Cheffins**, B.: "The Origins Of The Market For Corporate Control" University of Illinois Law Review, 2014 (5), s.1836, (HeinOnline).

⁶²¹ **Gilson**, R. J.: "Structural Approach To Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers" Stanford Law Review, 33(5),1981, s. 841, (HeinOnline); **Sharfman**, B. S., & **Moore**, M. T.: Liberating the Market for Corporate Control, Berkeley Business Law Journal, 18(2), 2021, s. 1. (HeinOnline).

⁶²² **Manne**, s. 112.

⁶²³ **Manne**, s. 112; **Armour & Cheffins**, s. 763-764. Şirket paylarının borsada nominal değerinin altında işlem görmesi, şirketin düzgün ve etkin yönetilmediğine ilişkin bir kanıt niteliğindedir. Bu sebeple sermaye piyasaları, nominal değerinin altında işlem gören hisselerin ait olduğu şirketin yönetimini ele geçirerek şirketi etkin yönetip hisse senet bedellerini artırmayı hedefler. Bu noktada ortaklığın kontrolü pazarı teorisinde belirtildiği gibi, sermaye piyasalarının bu tehdidi hedef şirket yönetimi üzerinde bir baskı oluşturur. Bkz: **Manne**, s. 113.

⁶²⁴ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 258; **Manne**, s. 112.

sahip olan pay sahiplerinin yapamadığı şirket yönetimi üzerindeki kontrol ve denetim işlevinin sermaye piyasalarınca yapılarak şirketin etkin yönetiminde kamçılayıcı bir rol üstlenmektedir⁶²⁵. Nitekim denetim ve kontrolden yoksun olan şirket yöneticilerinin, şirketi kendi yararları doğrultusunda ve özensizce yönetmesi halinde bu durumun şirket payları üzerinde piyasa değerini düşürücü etkisi olacağı aşıkardır⁶²⁶. Şirketin iyi ve özenli yönetilememesi sonucunda pay değerlerinin piyasadaki potansiyel değerin altına düşmesi kaçınılmaz olup bu durum şirket kontrolünün ele geçirilmesi yoluyla pay sahiplerinin menfaatini gözeterek ve şirket malvarlığını etkin bir şekilde yöneterek şirketin etkin ve özenli şekilde bir politika izleyecek olan potansiyel şirket yöneticileri için bir fırsat yaratmış olur⁶²⁷. Şirket kontrolünün pay alım teklifi suretiyle ele geçirilmesi halinde, ele geçirenlerin mevcut şirket yönetimini azlederek kendi yönetim kadrosunu kurması kaçınılmaz olacaktır ve yeni yönetimle birlikte şirketin etkin ve doğru bir şekilde yönetimiyle kazanç elde edilecektir⁶²⁸.

Şirket kontrolünün ele geçirilmesi kapsamında, teorinin şirket yöneticileri üzerinde kurmuş olduğu bu baskı teorisinin caydırıcı etkisi (deterrent effect) olarak adlandırılmaktadır. Şirket kontrolünün ele geçirilme olgusunun varlığı ise teorisinin yöneticiler üzerinde disipline edici etkisi (disciplinary effect) olarak adlandırılmaktadır⁶²⁹. Nitekim yapılan araştırmalar, pay alım teklifleri sonucunda yönetim kontrolünün el değiştirmesi ihtimalinin şirket yöneticileri üzerinde baskı kurarak performanslarını artırıcı bir etki gösterdiğini ortaya koymaktadır⁶³⁰. Bu sebeple teorisinin, şirket yönetim kurulu üzerinde yarattığı baskı sayesinde pay sahiplerinin menfaatlerinin maksimize edilmesini sağladığı görülmektedir⁶³¹. Anılan teori uyarınca ortaklık yönetim kurulu, henüz yönetim kontrolü başka biri tarafından ele geçirilmemiş olsa dahi böyle bir ihtimalin bulunduğunu bildiğinden şirketi daha etkin yönetme gayreti içerisine girecek olup “ortaklığın kontrolü pazarı teorisi” mevcut yönetim

⁶²⁵ Gilson, s. 841; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 258; **Sharfman&Moore**, s. 7.

⁶²⁶ **Fischel**, s. 1; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın kontrol Pazarı Teorisi, s. 258.

⁶²⁷ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolünün Pazarı Teorisi, s. 258-259.

⁶²⁸ **Armour & Cheffins**, s. 763-764.

⁶²⁹ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolünün Pazarı Teorisi, s. 259.

⁶³⁰ **Hacımahmutoğlu**: The Market for Corporate Control, s. 32-33; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolünün Pazarı Teorisi, s. 261

⁶³¹ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolünün Pazarı Teorisi, s. 262.

kurulları üzerinde bir disiplin işlevi görmektedir⁶³². Özellikle istenmeyen bir pay alım teklifiyle karşı karşıya kalan hedef şirket yönetim kurulunun pasif kalmasını benimseyen görüş uyarınca, ortaklığın kontrolü pazarı teorisi, pay sahiplerine hem şirketten çıkma hakkı tanımakta hem de hedef ortaklığın mevcut yönetim dışında başka bir yönetim tarafından daha etkin yönetilmesine olanak sağlamaktadır⁶³³.

Ortaklığın kontrolü pazarı teorisi, şirket yönetimi üzerindeki disiplin ve caydırıcı etkilerini esasen uzlaşmasız ele geçirmelerde göstermektedir⁶³⁴. Öyle ki teorinin uzlaşmasız ele geçirmelerle birlikte var olabileceği ifade edilmektedir⁶³⁵. Nitekim Manne'de teorinin ancak uzlaşmasız ele geçirmelerin oldukça sık yaşandığı sermaye piyasalarında uygulanabileceğini belirtilmiştir⁶³⁶. Uzlaşmasız ele geçirmeler, 1960-1980 yılları arasında Amerikan sermaye piyasalarında sıklıkla uygulanmaktayken, günümüze yakın tarihlerde çok fazla uzlaşmasız ele geçirme yaşanmadığı görülmektedir⁶³⁷. Amerikan sermaye piyasalarıyla neredeyse aynı derinliğe ve kurumsal yönetim sistemine sahip İngiliz sermaye piyasalarında ise, Amerikan sisteminin aksine, uzlaşmasız ele geçirme tekliflerinin gelişimine izin verilmiş ve böylece uzlaşmasız ele geçirmeler kurumsal yönetimi düzeltici bir araç olarak görülmüştür⁶³⁸.

Belirtilmiş olduğu üzere şirket kontrolünün ele geçirilmesi ve özellikle uzlaşmasız ele geçirmeler, yukarıda açıklandığı üzere mevcut şirket yönetiminin azledileceği gerçeğiyle şirket yönetim kurulu ve pay sahipleri arasında çıkar çatışması yaratır⁶³⁹. Böylesi bir çıkar çatışması içerisinde kalan şirket yöneticileri, özellikle İngiliz ve Amerikan hukuk sisteminde, ele geçirmeyi engellemek maksadıyla savunma mekanizmalarına başvurabilmektedir⁶⁴⁰. Savunma mekanizmaları, kontrolün ele

⁶³² **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 269.

⁶³³ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 269.

⁶³⁴ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrolünün Pazarı Teorisi, s. 261; **Sharfman&Moore**, s. 1.

⁶³⁵ **Sharfman&Moore**, s. 8.

⁶³⁶ **Sharfman&Moore**, s. 1.

⁶³⁷ **Sharfman&Moore**, s. 4.

⁶³⁸ **Sharfman&Moore**, s. 1.

⁶³⁹ **Gilson**, s. 841.

⁶⁴⁰ Pay alım teklifiyle karşı karşıya kalan şirket yöneticilerinin, teklif karşısındaki tutumunun ne olması gerektiğine ilişkin öğretide üç temel görüş bulunmaktadır. Bu görüşlerden ilki pay alım teklifi karşısında, şirket yöneticilerinin kaçınılmaz bir çıkar çatışması içerisinde bulunmasından ötürü yöneticilerin pasif kalması gerektiğini savunmaktadır. Nitekim ortaklığın kontrolü pazarı, yönetimin herhangi bir davranış ya da kararına gerek kalmaksızın gerek şirketteki pay sahiplerinin şirketten

geçirilmesini erteler ve hatta engellerken; aynı zamanda ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin yapmış olduğu kontrol işlevini de ekarte etmektedir⁶⁴¹. Dolayısıyla hedef şirket yönetim kurulu tarafından başvurulmuş savunma mekanizmalarının, ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin işlevini yerine getirmesini engellediğini söylemek mümkündür⁶⁴². Ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin savunma mekanizmalarıyla etkisiz hale getirilmesinin engellenmesi için teorisinin mutlaka hukuk kuralları çerçevesinde düzenlenmesi gerektiği ifade edilmektedir⁶⁴³.

çıkmasına gerek şirket malvarlığının potansiyel yeni yöneticiler tarafından yönetilmesine olanak tanımaktadır. Bkz: **Easterbrook**, F. H., & **Jarrell**, G. A.: “Do Targets Gain From Defeating Tender Offers” New York University Law Review, 59(2), 1984, 277-293, (HeinOnline). Bu görüş uyarınca savunma mekanizmaları şirket ele geçirme tekliflerini azaltacağından ortaklığın kontrolü pazarının şirketler üzerindeki olumlu etkisini de azaltmaktadır. Bkz: **Gilson**, R. J.: “Structural Approach To Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers” Stanford Law Review, 33(5), 1981, 819-892. Pay alım teklifiyle karşı karşıya kalan yönetimin tutumunu açıklayan bir diğer görüş pay alım tekliflerinde rekabetin kolaylaştırılmasını benimsemektedir. Bu görüş de tıpkı yönetimin pasif kalmasındaki görüşe benzer şekilde kural olarak yönetimin savunma mekanizmalarına başvuramayacağını belirtir. Teori şirket yönetimine, mevcut pay alım teklifinden daha iyi bir pay alım teklifi arayarak rekabet ortamının yaratılması sorumluluğunu yükler. Belirtilen hususlar kimi zaman teklif fiyatının artmasını sağlayan savunma mekanizmalarına başvurmak yoluyla da gerçekleşebilir. Nitekim yönetimin savunma mekanizmalarına başvurmadaki tek amacı mevcut konumlarını korumak değildir. Kimi zaman, zehirli haplarda olduğu gibi, savunma mekanizmalarına başvurarak pay alım teklifinin pazarlık yoluyla teklif bedelini yükseltmesi de mümkündür. Böylelikle mevcut teklife direnilerek rekabetin artırılması ve pazarlık ortamının oluşması, teklif bedellerinin yükselmesini sağlayacağından pay sahipleri yararına hareket edilmiş olacaktır. Dolayısıyla bu teori, kural olarak yönetime savunma mekanizmalarına başvuru imkanı verilmesi gerektiğini savunur. Bkz: **Hacımahmutoglu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 270. Yönetimin pay alım teklifi karşısındaki tutumunu değerlendiren görüşlerden bir diğeri ise savunma mekanizmalarına başvurulmasını benimser. Bu görüş, pay alım teklifiyle karşılaşan yönetimin, pay sahipleri ile arasındaki sadakat ve güven temelli ilişki gereğince savunma önlemlerine başvurulması gerektiğini savunur. Bu yönüyle görüş, ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin şirket üzerindeki kontrol işlevini reddeder. Bkz: **Lipton**, Takeover Bids in the Target's Boardroom: An Update One Year, s.108-109; **Hacımahmutoglu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 271. Pay alım teklifleri karşısında yönetimin tutumlarını tartışan üç görüş uyarınca, çalışmamıza konu edilen zehirli haplar bakımından; en uygun görüş şüphesiz yönetime rekabet ortamı yaratması ve bu sebeple savunma mekanizmalarına başvurma yetkisinin verilmesini savunan görüştür. Nitekim bu görüş; TTK md. 369 gerekçesinde de belirtilen “*çıkar çatıması içerisinde bulunan durumlar, şirket menfaati için rekabet şartlarına uygun olarak pazarlık yapılması*” düzenlemesi açıkça şirket ve pay sahiplerinin menfaati doğrultusunda pazarlık yapılması gerektiğini doğrulamaktadır. Kaldı ki bu görüş uyarınca ortaklığın kontrol pazarı teorisinin şirketler üzerindeki kontrol işlevi, hukukumuzda da sermaye piyasalarının şirketler üzerindeki etkisi gözönünde bulundurulduğunda yadsınamayacak düzeydedir. Bu sebeple çalışmamızın konusu olan zehirli hapların esas amacının, ele geçirme teklifini tamamen bertaraf etmekten ziyade müzakere ortamı oluşturularak teklif fiyatlarının yükseltilmesi amacına hizmet ettiğinden bu konuda benimsenecek görüş iki numaralı rekabet ortamının yaratılması görüşüdür.

⁶⁴¹ **Lipton**, Takeover Bids in the Target's Boardroom: An Update One Year, s. 108-109; **Hacımahmutoglu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 270.

⁶⁴² **Hacımahmutoglu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 266.

⁶⁴³ OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin VI. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları Başlıklı Kısımın E Bölümünde, yönetim kurulu, kurumsal işlerde tarafsız ve bağımsız muhakeme yürütebilmesi gerektiği

Ortaklığın kontrolü pazarı teorisi kapsamında, pay alım teklifiyle karşılan şirket yönetiminin savunma mekanizmalarına başvurma yetkisi olmadığı gibi teklif şartlarının iyileştirilmesi amacıyla pazarlık etme yetki ve yükümlülüğü de bulunmamaktadır⁶⁴⁴. Yönetim ve pay sahipleri arasındaki güven ve bağlılık temeline dayanan bir ilişki bulunduğundan yönetimin hiçbir aksiyonda bulunmayarak pasif kalması en uygun tutum olarak değerlendirilmektedir⁶⁴⁵. Ortaklığın kontrol pazarı teorisinin, anonim şirket yönetim kurulu üzerindeki kontrol işlevini yerine getirebilmesi için pay sahipleri şirkete yöneltilen pay alım teklifi karşısında, teklif koşullarını değerlendirerek şirketten çıkma/çıkma hususunu kendileri değerlendirmelidir⁶⁴⁶. Bu doğrultuda şirket yönetimi, pay alım teklifiyle karşı karşıya kalan pay sahiplerinin paylarını serbestçe devretme hakkını elinden alacak hamlelerde⁶⁴⁷ bulunmamalıdır. Yönetim, bu tarz hamlelerde bulunmamakla birlikte yönetsel ve teknik bilgisi olmayan pay sahiplerini, karşılaşılan pay alım teklifinin stratejik değerlendirilmesi bakımından aydınlatmakla yükümlüdür⁶⁴⁸. Nitekim pay sahipleri, pay alım tekliflerinin teknik ve stratejik önemini

hususunu incelenmiştir. Bölümün 1 numaralı alt başlığında: “yönetim kurulu, çıkar çatışmalarının ortaya çıkma ihtimali olan görevlere bağımsız muhakeme yapabilecek yeterli sayıda icracı olmayan yönetim kurulu üyesi atamayı göz önünde bulundurmalıdır...” yönetim kurulunun stratejik kararlarda tarafsızlığını koruyabilmesi için bu tür kararlarda icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin görev alabileceği söylenebilir. Şirket yönetiminin savunma mekanizmalarına başvuru kararının verilmesi, icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri tarafından alınması gereken bir karardır. Nitekim icracı yönetim kurulu üyelerinin bu durumlarda kaçınılmaz bir çıkar çatışması içerisinde olduğuna şüphe yoktur.

⁶⁴⁴ Bkz: dn:627; Pay alım teklifleri karşısında hedef şirket yönetiminin pasif kalması gerektiği görüşü.

⁶⁴⁵ **Hacımahmutoglu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 272.

⁶⁴⁶ **Hacımahmutoglu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 272.

⁶⁴⁷ Savunma mekanizmalarına başvuru durumları kastedilmektedir. Nitekim şirket yönetiminin pay alım tekliflerine ilişkin savunma mekanizmalarına başvurması halinde, pay sahiplerinin payları devrederek şirketten çıkma hakkı ellerinden alınmaktadır.

⁶⁴⁸ OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, VI. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları “Yönetim kurulu şirket stratejisine yol göstermenin yanı sıra, esas itibarıyla, çıkar çatışmalarını engelleyerek ve şirkete yönelik rekabet halindeki talepleri dengeleyerek şirket performansını izlemek ve pay sahipleri için yeterli getiriyi elde etmekle sorumludur. Yönetim kurullarının sorumluluklarını etkin bir şekilde yerine getirmeleri için tarafsız ve bağımsız muhakeme yapabilmeleri gerekir.” “A.Yönetim kurulu üyeleri, tam bilgi sahibi ve iyi niyetli olarak, gerekli itina ve dikkati göstererek ve şirket ile pay sahiplerinin menfaatine en uygun şekilde hareket etmelidir”, “C. Yönetim kurulu yüksek etik standartlar uygulamalıdır. Menfaat sahiplerinin çıkarlarını göz önünde bulundurmalıdır.”, “D.1. Şirket stratejisi, başlıca eylem planları, risk yönetimi politika ve prosedürleri, yıllık bütçe ve iş planlarının gözden geçirilmesi ve yönlendirilmesi; performans hedeflerinin belirlenmesi; uygulamaların ve şirket performansının izlenmesi ve büyük sermaye yatırımlarının, devralmaların ve varlık satışlarının gözetimi.”, “D.6. 6. Şirket varlıklarının kötüye kullanılması ve ilişkili taraf işlemlerinde suistimal dâhil olmak üzere yönetimin, yönetim kurulu üyelerinin ve pay sahiplerinin olası çıkar çatışmalarını izlemek ve yönetmek.” s. 50-54. <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264257443-tr.pdf?expires=1631799779&id=id&accname=ocid43023557&checksum=61448FA791DF8FF35C49B45E7A979614>, (ET:16.09.2021).

kavrayabilmek için yönetimin bilgilendirmesine ihtiyacı duymaktadır⁶⁴⁹. Bu kapsamda şirket yönetimi pay sahiplerine bilgi ve tavsiye vermekle yükümlü olduğundan pay alım teklifini değerlendirmek maksadıyla öncelikle bağımsız bir denetçiye rapor düzenleterek ardından pay sahiplerine yönelik bir görüş raporu tanzim etmek ve pay sahiplerini bilgilendirmekle yükümlüdürler⁶⁵⁰. Mevcut yönetim, pay alım teklifi karşısında mevcut konumlarını kaybetme tehdidi ile karşı karşıya kalmış olsalar dahi, pay alım teklifinin şirket ve pay sahiplerinin menfaatine olduğunu düşünüyorlarsa, pay sahiplerine teklifi kabul etmeleri konusunda öneride bulunmalıdır⁶⁵¹. Yönetimin bu yükümlülükleri, SPKn uyarınca düzenlenen kamuyu aydınlatma yükümlülükleriyle de örtüşmektedir. Nitekim OECD (Ekonomik ve Kalkınma İş birliği Örgütü- Organisation for Economic Cooperation Development) Kurumsal Yönetim Raporu'nda, ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin şirket yönetimi üzerindeki kontrol işlevinin yerine getirilmesinde, kamuyu aydınlatma meselesinin önemine değinilmiştir⁶⁵². Bu doğrultuda Kurul tarafından yatırımcıların doğru ve tam bilgilendirilebilmelerini sağlamak ve sermaye piyasalarının etkin ve şeffaf ortamını korumak maksadıyla yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek hususların kamuya açıklanmasını düzenleyen II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği'ni çıkarılmıştır⁶⁵³. OECD İlkeleri doğrultusunda çıkarılan kamuyu aydınlatma tebliği ile şirket kontrolünün ele geçirilmesi işlemlerinde hem pay sahiplerinin, hem piyasadaki yatırımcıların doğru bilgilendirilerek, piyasanın güvenilirliğinin ve şeffaflığının artırılması amaçlanmıştır⁶⁵⁴.

Belirtildiği üzere ortaklığın kontrolü pazarı teorisi pay sahiplerinin menfaatini koruma amacı güttüğünden, pay sahiplerinin ve şirket menfaatini üst düzeye çıkarabilecek ele geçirme işlemlerinde, çıkar çatışması içerisinde bulunan şirket yönetim kurulu üyelerinin savunma mekanizmalarına başvurmasını yasaklamaktadır⁶⁵⁵. Teorinin bir

⁶⁴⁹ Gilson, s. 845 vd; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 272.

⁶⁵⁰ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s.274. Hedef şirket yöneticilerinin sonrasında sorumluluğuna başvurulmaması için, bağımsız denetim raporu ışığında görüş vermesi gereklidir. Aksi takdirde yönetim kurulu üyeleri, özen ve bağlılık yükümlülüğünü ihlal etmiş olur. Bkz: **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, dn: 56.

⁶⁵¹ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 272

⁶⁵² OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Türkçe Çevirisi, s. 56; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 274-275.

⁶⁵³ 23/01/2014 Tarihli 28891 Sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

⁶⁵⁴ Seri II 15.1 Sayılı Tebliğ md.1; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 275.

⁶⁵⁵ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 275.

diğer düzenlenme alanı olan Şirketler Hukuku Direktifinde de teoriye ilişkin kapsamlı açıklamalara yer verilmiş ve çıkar çatışması içerisinde bulunan yönetimin savunma mekanizmalarına başvurması yasaklanmakla birlikte yönetime tamamen pasif bir tutum da yüklenmeyerek uygun rol kavramına değinilmiştir. Buna göre hedef şirket yönetim kurulu, pay sahiplerinin karşılaşmış olduğu pay alım teklifi karşısında teklifin kabul edilip edilmeyeceğine ilişkin görüşlerinin sunulduğu bir rapor tanzim etmekle görevlidir. Yönetim, yapılan teklifin şirket ve pay sahipleri yararına olmadığını düşünüyorsa alternatif bir teklif arama (white knight) çabası içerisine de girebilecektir⁶⁵⁶. Direktif'in temelini oluşturan 1. Winter Raporunda, teklifin hedef şirketi zarara uğratabilecek nitelikte olması durumunda dahi yönetimin savunma mekanizmalarına başvurusunun, içinde bulunduğu çıkar çatışmasından ötürü mümkün olmadığı ve teklifin kabulü ya da reddi noktasında tek söz sahibinin hedef şirket pay sahipleri olduğu hususu vurgulanmıştır⁶⁵⁷.

Kurul tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri her ne kadar OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri esas alınarak hazırlanmışsa da OECD ilkelerinde düzenlenen ortaklığın kontrolü pazarı teorisi hukukumuz düzenlemelerinde ayrıca ve açıkça yer almamaktadır⁶⁵⁸. Seri: IV No: 54 sayılı mülga Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkelerinin 1. Bölümü incelendiğinde, pay sahiplerinin haklarını kullanmalarıyla ilgili mevzuat hükümlerinde birtakım eksikliklerin bulunduğu ve bu eksikliklerden kaynaklı OECD İlkeleri ve mevzuatımız arasında farklılıklar bulunduğu görülmektedir⁶⁵⁹.

⁶⁵⁶ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 278.

⁶⁵⁷ The Winter Report s. 21; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 278.

⁶⁵⁸ **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 281. Ortaklığın Kontrolü Pazarı, her ne kadar mevzuat düzenlemelerinde yer almasa da Kurul tarafından çıkarılan Kurumsal Yönetim İlkelerinin yönetim kuruluna ilişkin bölümünde yer alan md. 4.1.1 "*Yönetim kurulu, alacağı stratejik kararlarla, şirketin risk, büyüme ve getiri dengesini en uygun düzeyde tutarak akılcı ve tedbirli risk yönetimi anlayışıyla şirketin öncelikle uzun vadeli çıkarlarını gözeterek, şirketi idare ve temsil eder*" düzenlemesinin ortaklığın kontrolü pazarına göndermeye yaptığı aşikârdır. Nitekim mülga Tebliğ'in 4. Bölüm ikinci paragrafında bu husus: "*Yönetim kurulu kararlarını alırken ve bunları uygularken, şirketin piyasa değerinin mümkün olan en üst seviyeye çıkarılmasını hedefler. Yönetim kurulu bunun bilinci içerisinde şirket işlerini, pay sahiplerinin uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç sağlamasını temin edecek şekilde yürütür.*" çok daha açık bir şekilde ifade edilmiştir.

⁶⁵⁹ Seri: IV No: 54 sayılı mülga Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ 1. Bölüm. 3. ve 4. Paragraf: "*Ülkemiz açısından konuya bakıldığında, pay sahiplerinin haklarını kullanmakta etkin olamadıkları, şirket yönetimi ile yeterli düzeyde iletişim ve etkileşim*

Mevzuatımızda ortaklığın kontrolü pazarı teorisine ilişkin düzenlemelere henüz yer verilmemiş olması, teorinin düzenleme alanı bulduğu hukuk sistemlerinde mevcut sermaye piyasalarının, Türk sermaye piyasalarına nazaran daha etkin ve gelişmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Zamanla gelişen ve derinleşen sermaye piyasalarımızda beklenen aşamaya gelindiği vakit, ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin de Kurumsal Yönetim İlkelerinin pay sahiplerine ilişkin bölümünde düzenleme alanı bulması gerektiği düşünülmektedir⁶⁶⁰.

Yukarıda yapılan açıklamalar ışığında, ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin ortaya çıkışında derin, etkin ve likit bir sermaye piyasası gücüne sahip olma etkisinin yadsınamayacağı kesindir. Öyle ki sermaye piyasalarının etkinliği anılan teorinin doğumuna sebebiyet vermiştir. Türk hukukunda ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin uygulama alanı bulmaması, sermaye piyasalarımızın yeterli büyüklük ve derinlikte olmaması sebebine dayandırılmış olsa da her geçen gün gelişen sermaye piyasamızda teorinin uygulanabilir hale gelmesinin bir yandan sermaye piyasalarının gelişimini hızlandıracağı da düşünülmektedir⁶⁶¹.

Ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin dayandığı felsefe gereğince hedef şirket yönetim kurulunun savunma mekanizmalarına başvurusu yasaklanmış ve yönetime pasif bir rol yüklenmiştir. Ancak teorinin hukukumuzda doğrudan ve ilk elden düzenleme alanı bulmaması, yönetimin savunma mekanizmalarına başvurusundaki engeli ortadan kaldırmaktadır. Dolayısıyla bu noktada hedef şirket yönetiminin, özen ve bağlılık yükümlülüğü ve iş adamı kararı ilkesi çerçevesinde hareket ederek savunma mekanizmalarına başvuru hususunu gerekçeli ve bilgi, belgelere dayandırarak değerlendirmesi ve bu doğrultuda hareket etmesi yeterli olacaktır. Kaldı ki teorinin hukukumuzda düzenlenmesi halinde dahi, sermaye piyasalarımızın Amerika ve Avrupa

içinde bulunamadıkları genel olarak kabul edilmekte, pay sahiplerinin hakları ile ilgili düzenlemelerde çeşitli eksiklikler olduğu hususunda da görüş birliği bulunmaktadır.

Bu durum mevzuatımız ile OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri arasında farklılıklar doğmasına yol açmaktadır. Bu nedenle İlkeler hazırlanırken, mevzuatımız ile OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri arasındaki uyumu en üst düzeyde sağlayacak esaslar belirlenmeye çalışılmış; bu İlkeleri benimseyecek şirketlerin esas sözleşme ve iç düzenlemelerinde pay sahiplerinin haklarını geliştirecek ve koruma altına alacak hükümlere yer vermeleri önerilmiştir.”

⁶⁶⁰ **Hacımahmutoglu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 281.

⁶⁶¹ **Hacımahmutoglu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 288.

lkelerinden farklılık arz etmesi sebebiyle yönetimin savunma mekanizmalarına başvurabilmesi hususunun düzenlenmesi de mümkündür.

Her ne kadar savunma mekanizmaları, ortaklığın kontrolü pazarı teorisinin sermaye piyasalarının Şirketler zerindeki kontrolünü iŐlevsiz hale getirebilse de bu durumun sınırını hedef Şirket yönetim kurulunun zen ve bağlılık yükümlülüğü çizmektedir. Somut olaya uygun Şekilde baŐvurulan savunma mekanizmalarının Şirketin ve pay sahiplerinin menfaatini maksimize edebileceği gerçeği vardır⁶⁶². Bu sebeple hukukumuzda yapılacak düzenlemeyle hususun aydınlatılmasına ihtiyaç duyulmaktadır.



⁶⁶² **Lipton**, Takeover Bids in the Target's Boardroom: An Update One Year, s. 108-109; **Hacımahmutoğlu**, Ortaklığın Kontrol Pazarı Teorisi, s. 270.

3. BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA ‘POISON PILLS’İN UYGULANABİLİRLİĞİ VE YETKİ SORUNU

3.1. GENEL OLARAK

Açıklandığı üzere şirket ele geçirmelerine karşı hedef şirket tarafından başvuru savunma mekanizmaları doktrindeki hâkim görüş doğrultusunda çalışmamızda da potansiyel tekliflere karşı geliştirilen ve mevcut teklif sonrasında geliştirilen savunma mekanizmaları olmak üzere temelde ikiye ayrılmaktadır. Sermaye piyasaları geçmişten günümüze oldukça derin ve etkin olan hukuk sistemlerinde geliştirilmiş ve uygulanagelmekte olan radikal savunma mekanizmalarının her hukuk sisteminde uygulanabilirlik eşiği şüphesiz o ülkenin sermaye piyasalarıyla yakından ilgilidir. Bu kapsamda çalışmamızda örnekleri verilen savunma mekanizmalarının diğer ülkelere ait hukuk sistemlerine uygun düşmemesi halinde her ülkenin farklı hukuki düzenlemeler aracılığıyla yeni önlemler ve mekanizmalar geliştirmesi son derece tabidir. Henüz Amerika ve İngiltere sermaye piyasaları kadar aktif ve derin olmayan ülkemiz sermaye piyasalarında da, her ne kadar bu amaçla ihdas edilmemiş olmasına karşın, şirket ele geçirmelerini engelleyebilmek maksadıyla kullanılabilecek yöntemler mevcuttur. Böylelikle anılan yöntemler, TTK ilgili maddelerinde düzenleme alanı bularak hukuken sağlam temellere oturtulmuştur. Pek tabi TTK ile HAO’lar, özel hükümler ayrık tutulmak şartıyla TTK kapsamına alındığından⁶⁶³ yapılan düzenlemelerin HAO’lar bakımından da sağlam temeller üzerine oturtulduğu söylenebilecektir.

Çalışmamızın bu kısmında, öncelikle mevzuatımızda düzenlenen ve savunma mekanizması niteliğinde kullanılabilecek hükümler incelenerek ardından çalışmanın konusunu oluşturan ‘poison pills’ savunma mekanizmasının Türk hukukunda uygulanabilirliği ve bu noktada yetki sorunu tartışılacaktır.

⁶⁶³ **Manavgat**, Çağlar: “Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Halka Açık Anonim Ortaklıklara Uygulanması ve Sınırları” İÜHFM C. LXXI, S. 2, 2013, s. 278.

3.2. TÜRK HUKUKUNDA ‘POISON PILLS’ MEKANİZMASI KAPSAMINDA DEĞERLENDİRİLEBİLECEK HÜKÜMLER

Çalışmamız kapsamında şirket ele geçirmeleri pay alım teklifi kapsamında incelendiğinden, hukukumuzda pay alım teklifine ilişkin düzenlemeler ve bu bağlamda savunma mekanizmalarına başvurulmasına ilişkin bir değerlendirme yapma gerekliliği doğmaktadır. SPK tarafından çıkarılan II-26.1 Sayılı Tebliğ’de düzenlenmiş bulunan zorunlu ve gönüllü pay alım teklifi, temelde şirket yönetiminde kontrolü sağlama olgusuyla ilgilidir. Her ne kadar iki yöntem birbiriyle benzerlik taşısa da aralarındaki en büyük fark şüphesiz; zorunlu pay alım teklifinin şirket yönetiminde mevcut kontrolü sağlayan kişi/kişi grupları tarafından yapılıyor olmasına karşın, gönüllü pay alım teklifinin şirket üzerinde henüz yönetim kontrolünü sağlayamamış kişiler tarafından ya da mevcut yönetim kontrolüne sahip kişiler tarafından hâkimiyetlerini güçlendirmek amacıyla yapılıyor olmasıdır. Zorunlu pay alım teklifi halinde, SPKn’nun esas amacı şirkette azınlık hak sahiplerini korumak olduğundan ve bu amaçla pay alım teklifi yapılmasına ilişkin bir zorunluluk getirilmiş olduğundan pek tabi şirket pay sahipleri yahut yönetim kurulu tarafından yönetim kontrolünün ele geçirilmesinin engellenmesi amacıyla savunma mekanizmalarına başvurulması mümkün olmayacaktır⁶⁶⁴. Aksi takdirde SPKn’da ve Tebliğ’de zorunlu tutulan pay alım teklifinin bir amacı kalmayacaktır. II-26.1 sayılı Tebliğ’in 20’nci maddesinde düzenlenen gönüllü pay alım teklifinde ise, henüz şirket yönetimine hâkim olmayan kişi/kişiler tarafından bir şirketin yönetiminde kontrolü ele geçirme amacı söz konusu olduğundan, teklife ilişkin savunma mekanizmalarına başvurulması muhtemeldir. Ancak bu noktada şirket kontrolünün ele geçirilmesi kapsamında hedef şirket tarafından alınabilecek savunma mekanizmalarına ilişkin özel bir düzenleme bulunmamakla birlikte doktrinde genel hükümler uyarınca başvurulabilecek birtakım önlemlerin bulunduğu belirtilmektedir⁶⁶⁵.

Çalışmamız kapsamında TTK hükümleri incelendiğinde; her ne kadar kanun koyucu bu hususları savunma mekanizmaları kapsam ve başlığı altında değerlendirmemiş ve hükümleri bu amaçla ihdas etmemiş olsa dahi ilgili hükümlerin mahiyetine bakıldığında

⁶⁶⁴ Dinç, s. 219.

⁶⁶⁵ Dinç, s. 219; Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 173 vd; Bozkurt Yaşar, s. 231 vd.

hedef şirket tarafından; potansiyel ele geçirme teklifleri ve mevcut ele geçirme tekliflerine karşı çalışmamız kapsamında başvurulabilecek birtakım savunma mekanizmalarının mevcudiyeti⁶⁶⁶ görülmektedir.

3.2.1. İmtiyazlı Paylar

İmtiyazlı paylar, yeni bir sermaye artırımını taahhüdü ile gerçekleştirilecek sermaye artırımlarında oluşturulabileceği gibi⁶⁶⁷; sermaye artırımını yapılmaksızın adi payların imtiyazlı paylara dönüştürülmesi suretiyle de oluşturulabilecektir⁶⁶⁸. Bu başlık altında sermaye artırımını yapılmaksızın adi payların oy hakkında imtiyazlı paylara dönüştürülmesi hususu, “voting provision poison pills” kapsamında incelenecektir.

Hedef şirket pay sahiplerinin sahip oldukları paya, yönetim kontrolünün ele geçirilmesi durumunda aktif hale gelecek imtiyaz tanınması “voting provisions poison pills” kapsamında değerlendirilebilecektir. Bu kapsamda ‘poison pills’in hedef şirket pay sahiplerine imtiyazlı oy hakları tanıyan türünün hukukumuzda uygulanabilirliğinin değerlendirilmesi için öncelikle Türk hukukunda imtiyazın esas sermaye sisteminde ve kayıtlı sermaye sisteminde nasıl tanınacağı, pay gruplarına mı yoksa pay sahipleri grubuna mı tanınması gerektiği ve en önemlisi imtiyazın şarta bağlı olarak tanınıp tanınmayacağına tespitinin yapılması gerekmektedir. Nitekim açıklandığı üzere ‘poison pills’ten kaynaklanan haklar kimi zaman hedef şirket paylarının belirli bir oranının satın alınması kimi zaman ise birleşme işleminin gerçekleşmesi şartına bağlı olarak uygulanabilir hale gelebilmektedir.

TTK md. 478 hükmünde düzenlenen imtiyazlı paylar, anılan hükmün ikinci fıkrası uyarınca “*imtiyaz; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkıdır*” şeklinde tanımlanmış olup hükmün birinci fıkrasında imtiyazın ilk ya da değiştirilen esas sözleşme ile tanınabileceği düzenlenmiştir. Bu doğrultuda, imtiyazlar esas

⁶⁶⁶ **Manavgat**, Aleni Pay Alım Teklifi, s. 264.

⁶⁶⁷ Bu husus bir alt başlıkta incelenecektir.

⁶⁶⁸ **Aytuğar** Bilge: Anonim Şirketlerde Oy Hakkına İmtiyaz, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 245 vd.

sözleşme ile konusu ve şartları açık bir şekilde⁶⁶⁹ ve kapalı tip anonim şirketler bakımından TTK md. 421/3-b hükmündeki⁶⁷⁰, halka açık anonim şirketler bakımından SPKn md. 29/6 hükmündeki pay sahiplerinin olumlu oyuyla kararlaştırılmalıdır⁶⁷¹.

Esas sermaye sistemindeki anonim şirketlerde imtiyazlı pay çıkarılması bakımından, esas sözleşmenin bu yönde değiştirilmesi kararı, mevcut imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikteyse, TTK md. 454 hükmü gereği yerine getirilmelidir. Bu kapsamda anılan kararlar, imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun yapacakları toplantıda onanmadığı sürece uygulanmayacaktır. TTK md. 460 hükmü uyarınca kayıtlı sermaye sistemini benimseyen kapalı tip anonim şirketlerde ise, yönetim kuruluna tanınabilecek yetkilerden biri, esas sözleşmede belirtilen tavana kadar sermaye artırım yetkisi tanınması olarak düzenlenmiş ve sermaye artırım yetkisine bağlı olarak imtiyazlı pay ihraç edebilme yetkisi de tanınabileceği hükme bağlanmıştır. Öte yandan SPKn md. 18/4 hükmünde, kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık anonim şirketlerde yönetim kurulunun tavan dahilinde yapacağı sermaye artırımında ayrıca imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun onayının aranmayacağı açıkça hükme bağlanmıştır. Bu sebeple kayıtlı sermaye sisteminde ihraç edilecek imtiyazlı paylar bakımından TTK md. 454 hükmü uygulama alanı bulmayacaktır.

TTK md. 478/1 hükmünde imtiyazın ancak esas sözleşme ile, ve kişiye değil paya tanınan üstün bir hak olduğu hükme bağlanmıştır. Oy hakkında imtiyazın paya

⁶⁶⁹ **Tekinalp** (Poroy&Çamoğlu), s. 566

⁶⁷⁰ Kapalı tip anonim şirketler bakımından TTK md. 421(3): “Aşağıdaki esas sözleşme değişikliği kararları, sermayenin en az yüzde yetmişbeşini oluşturan payların sahiplerinin veya temsilcilerinin olumlu oylarıyla alınır.. b) İmtiyazlı pay oluşturulması” hükmü uygulama alanı bulmaktadır.

⁶⁷¹ SPKn md. 29/6 : “Halka açık ortaklıklarda yeni pay alma haklarının kısıtlanmasına, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna yeni pay alma haklarını kısıtlama yetkisinin verilmesine, sermaye azaltımına ve 23 üncü maddenin birinci fıkrasına göre belirlenen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararların genel kurulca kabul edilebilmesi için, esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır. Bu işlemlerde, 6102 sayılı Kanunun 436 ncı maddesinin birinci fıkrasına göre taraf olan ortaklar bu işlemlerin onaylanacağı genel kurul toplantılarında oy kullanamazlar. Bu fıkra da belirtilen nisapları hafifleten esas sözleşme hükümleri geçersizdir” atfıyla md. 23/1: “Halka açık ortaklıkların birleşme, bölünme işlemlerine taraf olması, tür değiştirmesi, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi gibi yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol açacak ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler bu Kanunun uygulanmasında önemli nitelikte işlem sayılır...” hükmü uygulanır.

bahsetmiş olduğu bu üstün hak, pay sahibinin kişiliğinden bağımsız olarak yalnızca o paya sahip olmakla kullanılabilir⁶⁷². Bu doğrultuda şirket esas sözleşmesinde en az iki grup oluşturularak imtiyazlı pay gruplarının belirlendiği görülmektedir⁶⁷³. İmtiyazın paya tanınma kuralı sebebiyle, öğretide bir gerçek ya da tüzel kişiye esas sözleşmeyle tanınan üstün hakların bir imtiyaz olmadığı, bu hakların anonim şirketler hukuku hükümlerinden ziyade borçlar hukuku hükümlerine tabi olduğu kabul edilmiştir⁶⁷⁴.

TTK md. 478 hükmünün üçüncü fıkrasında ise, belirli grupların yönetimde temsil edilmesini düzenleyen TTK md. 360 hükmünün saklı olduğu belirtilmiştir. Her iki hükmün birlikte değerlendirilmesi neticesinde, imtiyazın paya tanınması esas olmakla birlikte yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazının pay grupları dışında özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azınlığa tanınabileceği görülmektedir⁶⁷⁵. Ancak bu ayırksı hüküm, yalnızca yönetim kurulunda temsil imtiyazı bakımından uygulanabilecektir. Bu sebeple, oy hakkında imtiyaz bakımından paya tanınma kuralı geçerliliğini korumaktadır. Peki voting provisions kapsamında, ele geçirme teklifine muhatap olan pay sahiplerinin, sahip oldukları paylar sebebiyle, esas sözleşmede ayrı bir pay grubu olarak değerlendirilmesi mümkün olabilecek midir?

Bu aşamada yönetim kurulunda temsil edilme hakkı kapsamında geçen “belirli bir grup” kavramına değinilmesi önem taşımaktadır. Öğretide özellik ve nitelikleriyle belirli grup oluşturan pay sahipleri, sahip oldukları meslekler, işletme konusu ya da bir

⁶⁷² Aytuğar, s. 135.

⁶⁷³ Aytuğar, s. 136.

⁶⁷⁴ Baltalı, Candemir: Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazı. İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 62, dn: 185’te yer alan yazarlar tarafından kabul edilmektedir.

⁶⁷⁵ Moroğlu, imtiyazın “özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahipleri” lehine de tanınmasının “imtiyazın paya bağlı” olduğunu düzenleyen TTK md. 478/1 hükmüyle çeliştiğini ifade etmektedir. Buna göre, pay sahipleri grupları ile azınlığa tanınan söz konusu imtiyaz, paylarla bağlantılı olarak değil, doğrudan şahıslara tanınmış olmaktadır. Moroğlu, Erdoğan: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, Değerlendirme ve Öneriler, (Başlangıç Hükümleri, Ticari İşletme, Ticaret Şirketleri, Kıymetli Evrak ve Son Hükümler), İstanbul 2012, s. 159; Pulaşlı ise hükmün imtiyazın kural olarak paya bağlı olduğu şeklinde anlaşılması gerektiğini söylemektedir. Pulaşlı, Şirketler Hukuku, s. 537. Dolayısıyla esas sözleşmede ismi belirtilen pay sahiplerine tanınan üstün hakların imtiyaz kapsamında değerlendirilmesi söz konusu olmamaktadır. Buna karşın TTK md. 360 hükmünde açıkça yönetim imtiyazının belirli nitelikleri taşıyan pay sahiplerine tanınabileceği düzenlendiğinden, yönetim imtiyazının esas sözleşmede ismi belirtilen pay sahiplerine tanınabileceği hususunda öğretide görüş çoğunluğu oluşmaya başlamıştır. Baltalı, s. 63.

aileye mensubiyet gibi pay sahiplerinin kişisel özellikleriyle bağdaştırılmıştır⁶⁷⁶. TTK md. 360 hükmünün gerekçesinde pay gruplarına örnek olarak “*Kârda, oyda, tasfiye payında veya diğer herhangi bir malvarlığı hakkında imtiyazlı olan bir pay grubu*” sayılmıştır. Falcıoğlu ise pay sahiplerinin anlamlı bir ortak özellik çerçevesinde birleşmeleri sonucunda belirli pay grubu kavramından bahsedileceğini ve belirli pay grubunun esas sözleşme ile kararlaştırılabileceğini söylemektedir⁶⁷⁷. Oy imtiyazının da, pay sahiplerinin niteliklerinden ari olarak paya tanındığı ve esas sözleşmede payların bu yönde gruplara bölündüğü görülmektedir. Bu yorumdan hareketle, imtiyazın esas sözleşmede açıkça kararlaştırılması halinde, ele geçirme teklifine muhatap olan payların pay grubu olarak ele alınabileceği görülmektedir. Nitekim ele geçirme teklifine muhatap olan paylar bakımından, pay sahiplerinin kişisel özellikleri değil, payların pay sahiplerinden ari olarak kendi mevcudiyetleri daha öne çıkmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalara ek olarak, ele geçirme teklifine muhatap olan pay sahipleri lehine esas sözleşme ile geçiktirici şarta bağlı haklar tanınması dışında, anılan pay gruplarına yönelik oyda ya da yönetimde temsil imtiyazına sahip imtiyazlı pay çıkarılması da mümkündür.

İmtiyazlı paylar, her paya bir oy kuralının⁶⁷⁸ istisnasını teşkil etmekte olup imtiyazlı pay sahiplerine şirket sermayesinde sahip oldukları katılım oranından daha fazla oy hakkı yani itibari değerine nazaran güçlendirilmiş oy hakkı tanımaktadır⁶⁷⁹. Dolayısıyla esas sözleşmeye konacak bir hükümle bir paya birden fazla oy hakkının tanınması mümkün olup böylelikle imtiyazlı pay sahipleri genel kurulda oyların çoğunluğuna sahip olarak karar alma sürecinde hâkim niteliğini haiz olacaktır⁶⁸⁰. Özellikle oy hakkında yaratılan imtiyazların, hedef şirkette mevcut yönetime yakın kişiler tarafından elde tutulması halinde uygulanacak savunma mekanizmalarının etkinliğini

⁶⁷⁶ **Kırca** (Şehirli Çelik&Manavgat), s. 428; **Çamoğlu** (Poroy&Tekinalp), C. I, N. 587; **Baltalı**, s. 224.

⁶⁷⁷ **Falcıoğlu**, M. Özgür: “Azınlığın Yönetim Kurulunda Temsili”, Anonim Şirketlerde Bireysel ve Azınlık Pay Sahibi Hakları, (Ed. Erol Ulusoy), B. 2, Ankara 2016, s. 212.

⁶⁷⁸ **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 185.

⁶⁷⁹ **Kendigelen** Abuzer, “İsviçre Hukukunda Oy Hakkında İmtiyazlı Paylar”, Prof. Dr. Oğuz İMREGÜN’e Armağan, s. 333-334.

⁶⁸⁰ **Paslı**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 186.

artırılabilir⁶⁸¹. Nitekim bir şirket yönetiminde, yönetim kontrolünü sağlamanın en etkin yolunun bir kısım paylara oyda imtiyaz yetkisi tanınması olduğu ifade edilmektedir⁶⁸².

Her ne kadar oy hakkında imtiyazın ‘poison pills’ kapsamında kullanılabilirliği düşünülse de TTK md. 479/1 hükmü ile ⁶⁸³; bir paya en çok on beş oy hakkı tanınabileceğine ilişkin düzenleme, bir paya tanınabilecek imtiyaz miktarına bir üst sınır getirdiğinden hakkın sınırsız bir biçimde kullanılmasını engellemektedir. TTK md. 479/2 hükmünde ise sınırlamanın kurumlaşmanın gerektirdiği yahut haklı bir sebebin ispatlandığı durumlarda uygulanmayacağı düzenlemesi, oy hakkına getirilen imtiyaz sınırlamasının istisnasını teşkil etmektedir⁶⁸⁴. Ancak maddenin devamında,

⁶⁸¹ **Kendigelen**, Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Hakkında İmtiyaz, İstanbul, 1999, s. 61-62; **Şehirali Çelik**, s. 295.

⁶⁸² **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 277. Oy hakkında tanınan imtiyazın dışında şirket yönetiminde kontrolü sağlayacak ve böylece bir savunma mekanizması olarak kullanılabilir bir diğer imtiyaz türü yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı olduğu kabul edilmektedir. **Pash**, Anonim Ortaklığın Devralınması, s. 187; **Şehirali Çelik**, s. 320. TTK md. 360/1 hükmünde düzenlenen yönetim imtiyazı, pay grupları özelinde tanınmış olup bu suretle, esas sözleşmede hüküm bulunmak şartıyla yönetim kurulu üyelerinin bir kısmının belirlenmiş pay grupları arasından seçileceği yahut üyelerin bu grupların aday gösterdiği kişiler arasından seçilebileceği şeklinde tanınabilmektedir. Belirli pay gruplarının şirket yönetimine katılımında ayrıcalıklı konuma getirilmesi, şirket yönetim kontrolünün ele geçirilmesine karşı etkin bir savunma önlemi olarak kullanılabilirliği açıktır. **Şehirali Çelik**, s. 320. Bununla birlikte TTK md. 360/2 hükmü devamında pay gruplarına bu şekilde tanınacak imtiyazın, HAO’lar bakımından yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamayacağı belirtilmiştir. SPKn md. 26/2 hükmü uyarınca: yönetim kontrolünü sağlayan payların elde edilmesi halinde bu payları edinen kişilerin diğer pay sahiplerine pay alım teklifi götürme zorunluluğundan bahsedilmiş olup yönetim kontrolünde imtiyaza sahip olan payların elde edilmesi halinde pay alım teklifi yapılmazsa bu kişilerin oy haklarının donacağı düzenlenmiştir. Doktrinde kimi yazarlar tarafından TTK md. 360 ve SPKn md. 26 hükmünün çatıştığı ileri sürülmüş olsa da SPKn md. 26/2 hükmünün düzenleme amacının TTK md. 360 hükmünü bertaraf etmek olmadığı düşünülmektedir. **Oğuz**, Ersin: Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsil Edilme Hakkı, Ankara, Seçkin Yayıncılık, s. 98. Bu noktada 6103 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun. Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında. Kanun’un (6103 Sayılı Kanun) 28’inci maddesi incelenmelidir. 6103 sayılı Kanun md. 28/2 hükmü uyarınca mülga TTK döneminde, TTK çıkarılmadan en az bir yıl evvel tanınmış olan imtiyazların TTK md. 360 hükmünde belirtilen sınırı aşıya dahi geçerli olacağı düzenlenmiştir. Dolayısıyla SPKn md. 26 hükmünde düzenlenen pay alım teklifi zorunluluğunun, mülga TTK döneminde tanınan imtiyazlı payların elde edilmesi halinde doğacağı aşikâr olduğundan anılan iki hükmün çelişmesi söz konusu değildir. HAO’larda yönetim üzerinde hâkimiyet olgusunun imtiyazlı paylar aracılığıyla sağlanması sayesinde olası bir ele geçirilmeye maruz kalan hedef şirket açısından kurtarıcı nitelikte olacaktır. Yapılan açıklamalar doğrultusunda her ne kadar yönetim kurulunda temsil edilme imtiyazı bir savunma mekanizması olarak kullanılabilse de, bu mekanizmanın “voting provisions poison pills” kapsamında değerlendirilemeyeceği kanaatindeyiz.

⁶⁸³ 6762 sayılı TTK döneminde oy hakkına getirilen imtiyazlarda bir sınırlama mevcut değildi. Bu sebeple bir paya sayısız oy hakkı verilebiliyordu.

⁶⁸⁴ TTK Gereke md 479: “Türk anonim şirketlerinin yapılanmalarını ve çalışma düzenlerini aile şirketi modelinden çıkarmayı ve kurumlaştırmayı bir hukuk politikası olarak benimsemiştir. Kurumlaştırma politikası, şirketlerin ömürlerinin, kurucuların veya onların altsoylarının ömürleri ile sınırlı olduğu

belirtilen iki halde oy hakkına ilişkin imtiyaz sınırlamasının ancak şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinin, kurumlaşma projesini veya haklı sebebi inceleyip, bunlara bağlı olarak, sınırlamadan istisna edilme kararını vermesi halinde kalkacağı belirtilmiştir⁶⁸⁵. Bahsi geçen hüküm ışığında, oy hakkında imtiyaza ilişkin sınırlama getiren TTK md. 478/1 hükmünün HAO'lar bakımından uygulanıp uygulanamayacağı sorusu akıllara gelmektedir. Açıklandığı üzere TTK hükümleri, HAO'lar bakımından aksi ayrıca düzenlenmemişse genel hatlarıyla uygulanmaktadır⁶⁸⁶. Bununla birlikte, SPKn ve Kurul tarafından çıkarılan ikincil düzenlemelerde oy hakkında imtiyazın sınırlandırılmasının HAO'lar bakımından uygulanmayacağına ilişkin ayrıca bir düzenleme bulunmamaktadır⁶⁸⁷. Dolayısıyla md.478/1 hükmünde belirtilen sınırlamanın HAO'lar bakımından da geçerlidir. Ancak pek tabi bu sınırlandırmanın, TTK md.478/2 hükmünde belirtilen usulle kaldırılması mümkündür⁶⁸⁸.

“Voting provisions poison pills”in hukukumuzda uygulanabilirliğinin değerlendirilmesi bakımından, oy hakkında imtiyazın şarta bağlı olarak kullanılıp kullanılamayacağı hususunun ise ayrıca değerlendirilmesi gereklidir. TTK md. 434/2 hükmü gereğince, esas sözleşme ile oy hakkının sınırlandırılması mümkün kılınmıştır. Ancak, imtiyazın

inancını (anlayışını) değiştirmeye ve şirketlere devamlılık sağlamaya yöneliktir. Kurucu vefat edince şirket dağılmamalıdır. Kurumlaşma profesyonel yönetimi şart kılar. Profesyonel yönetim ise, şirketteki oy gücünden bağımsız yönetimdir. Profesyonel yönetimin gerçekleştirilmesinde oyda imtiyazlı paylar rol oynayabilir. Profesyonellere bırakılan küçük oranlı ancak oyda imtiyazlı paylar, mirasçıların oy güçlerinin eseri olmayabilir. Zaten, her ülkenin sisteminden çıkarmak yolunda olduğu, kurumsal yönetim ilkelerine pek uymayan oyda imtiyazlı payların TK'da bırakılmasında kurumsallaşma düşüncesi rol oynamıştır...Haklı sebepler de açıklanan hukuk politikasına uygun olmalıdır. Özelleştirmede veya bu nitelikte olmayan blok satışlarda ülkenin stratejik menfaatlerinin korunması, bir şirketin dar boğazdan kurtarılması, halk paysahiplerinin korunması gibi bu amaçlarla ve iyi işleyebilecek bir mekanizma ile yönetimin profesyonellere bırakılması Tasarı tarafından uygun görülmüştür. Hüküm, kurumlaştırma istisnası için projeyi zorunlu kabul etmiştir. Mahkemenin haklı sebepler istisnasında da proje istemesine engel yoktur.”

⁶⁸⁵ TTK Gerekçe md. 479: “Kurumlaşma istisnası mahkemeden ancak bir proje ile istenebilir. Mahkemelerin, istisnaya karar verirken aşırı özen gösterecekleri, istisna tanırken sert koşullar koyacakları ve bu konuda "cimri" davranacakları şüphesizdir. Çünkü, katılık ratio legis gereğidir. Mahkemenin kararı üst mahkemelerin denetimine tabidir”

⁶⁸⁶ **Bilgeç** Hakan: Anonim Şirketlerde Oyda İmtiyaz, Ankara, Turhan Kitapevi, 2017, s. 162.

⁶⁸⁷ HAO paylarına imtiyaz tanınması, Kurul tarafından çıkarılan II-23.3 sayılı Tebliğ’de önemli nitelikteki işlemler arasında sayılmıştır.

⁶⁸⁸ **Özer**, Şeref: “Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylara İlişkin Yeni Düzenlemeler veya Anonim Ortaklık Kavramının Kamu Hukuku Sujesi Mi Yoksa Özel Hukuk Sujesi Mi Olduğu Sorunu” Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara, 2011, s. 16-17, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/1071>, (ET: 23.01.2022).

şarta bağlı kullanımına ilişkin olarak TTK hükümlerinde bir düzenlemeye yer verilmemiştir. Öğretide bir görüş tarafından oy hakkında tanınan imtiyazın şarta bağlı olarak kullanılamayacağı savunulmaktadır. Bu doğrultuda oy hakkının belirli bir sürenin dolması halinde belirli bir oy hakkında sahip olunması şeklinde geciktirici şarta bağlanmasının mümkün olmadığı gibi bozucu şarta bağlanmasının da mümkün olmadığı ifade edilmiştir⁶⁸⁹. Öğretide karşıt görüş tarafından ise, imtiyaza sahip olan payların, bu üstünlükten yararlanabilmelerinin belirli bir süreyle ya da belirli bir konuyla sınırlandırılabilmesi savunulmaktadır⁶⁹⁰.

Diğer yandan TTK md. 478/4 hükmünde ve md. 360/1 hükmünde⁶⁹¹ kanun koyucunun imtiyazın kullanılmasını şarta bağladığı görülmekte olup bundan hareketle, imtiyazın sağladığı üstünlükten yararlanılabilmesi için, esas sözleşmede birtakım şartların gerçekleştirilmesinin öngörülebileceği ifade edilmektedir. Bu bağlamda örneğin rüçhan hakkı imtiyazının kullanılabilmesi için, belirli bir oranda sermaye artırımını yapılabileceğine ilişkin esas sözleşme hükmü ihdas edilebileceği belirtilmiştir⁶⁹². Ancak imtiyazın esas sözleşmeyle tanınması akabinde, imtiyazın şarta bağlı olarak kullanılabileceğinin hükme bağlanması, pay sahiplerinin haklarını sınırlandırıcı bir işlem olarak görülmesine karşın⁶⁹³, bu durumda SPKn md. 18/4 hükmü uyarınca imtiyazlı pay sahipleri özel kurulun bu yönde bir karar alması gerekmemektedir.

Yapılan açıklamalar neticesinde, esas sözleşmede oy hakkındaki imtiyazın hüküm ve sonuç doğurmasının, yönetim kontrolünün ele geçirilmesi gibi gelecekte gerçekleşmesi belirsiz bir olaya bağlanmasının mümkün olduğu kanaatindeyiz.

Dolayısıyla Türk hukukunda imtiyazın, bir diğer anlatımla imtiyazdan kaynaklanan hakların şarta bağlı olarak kullanılabilmesi, bu yönde bir esas sözleşme hükmünün mevcudiyeti doğrultusunda mümkün olduğundan; pay sahiplerine tanınan imtiyazların,

⁶⁸⁹ Çeker, Mustafa: Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı ve Kullanılması, Ankara, 2000, s. 90; Aytuğar, s. 104.

⁶⁹⁰ Baltalı, s. 110-112.

⁶⁹¹ Anılan hükümde yönetim kurulunda temsil edilme hakkından faydalanabilmek için, pay sahiplerinin özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturmasının esas sözleşmede düzenlenebileceği, böylece imtiyazdan yararlanmak için pay sahibi olmakla yetinilmeyip, ek kriterin gerekebileceği hükme bağlanmıştır.

⁶⁹² Soykan, Sermaye Artırımı, s. 457; Baltalı, s. 112.

⁶⁹³ Baltalı, dn. 370, s. 112.

şirketin ele geçirilmesi durumunda uygulanabilir hale geleceğine ilişkin esas sözleşme hükümleri ihdasının mümkün olduğu kanaatindeyiz.

Yapılan açıklamalar neticesinde, oy imtiyazının kural olarak paya bağlı olduğu ve esas sözleşmede bu yönde en az iki pay grubunun belirlenerek bu gruplar içerisinde yer alan paylara imtiyazın tanınabileceği görülmektedir. Bu doğrultuda şirket esas sözleşmesinde açık ve şartları belirli olmak üzere, şirketin ele geçirilmesi tehlikesine bağlı olarak ele geçirme teklifine muhatap olacak payların bir grup olarak değerlendirilmesi ve bu paylara yönelik imtiyaz tanınarak imtiyazın geciktirici şarta bağlı olarak tanınabileceği kanaatindeyiz.

3.2.2. Sermaye Artırımı Kararı Verilerek Şirket Sermayesinin Sulandırılması

Pay sahiplerinin rüçhan hakları kısmen yahut tamamen sınırlandırılarak ya da sınırlandırılmaksızın sermaye artırımı yoluyla hedef şirket sermayesinin sulandırılması ‘poison pills’in Türk hukukundaki en net yansıması diyebiliriz.

Nitekim hedef şirket yönetim kurulu tarafından, potansiyel yahut mevcut ele geçirme girişimleri karşısında pay sahiplerinin rüçhan hakkı sınırlandırılmaksızın yapılan dış kaynaklardan sermaye artırımı yapılması, neticesinde, teklif verenin hedef şirkette satın alması gereken pay sayısında artış olacak ve hedef şirket sermayesi sulandırılarak ele geçirme maliyeti artacaktır⁶⁹⁴. Böylelikle ek mali külfetle karşı karşıya kalan teklif veren bakımından, teklifin başarısızlıkla sonuçlanması gündeme gelebilecektir.

Hedef şirket yönetim kurulunun dış kaynaklardan sermaye artırımı kararı alarak ihraç edilen paylar üzerinde belirli pay sahiplerinin rüçhan hakkının tamamen ya da kısmen sınırlandırılmasına karar verdiği durumlar da yine şirket sermayesinin teklif veren aleyhine sulandırılmasına sebebiyet verecektir⁶⁹⁵. Ancak bu durumda pay sahipleri, rüçhan hakkı sınırlandırılmaksızın yapılan sermaye artırımına nazaran, teklif verene karşı güç kazanmış olacaktır⁶⁹⁶. Ayrıca teklif verenin hedef şirkette pay sahibi olduğu

⁶⁹⁴ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 279.

⁶⁹⁵ Şehirali Çelik, s. 328; Dinç, s. 224.

⁶⁹⁶ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 279.

durumlarda; pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının kısmen ya da tamamen sınırlandırılmaması halinde, yapılacak sermaye artırımından teklif veren de yararlanma imkanı bulacak olup yeni pay ihracının yani ‘poison pills’in anlam ve önemi kalmayacaktır. Dolayısıyla Türk hukukunda ‘poion pills’ kapsamında esas olarak değerlendirilmesi gereken yöntem, pay sahiplerinin rüçhan hakkının kısmen yahut tamamen sınırlandırılması suretiyle sermaye artırımına gidilerek sermayenin sulandırılmasıdır.

Rüçhan hakkının kısmen yahut tamamen sınırlandırılması suretiyle hedef şirkette belirli bir pay oranına sahip olan yahut hiç paya sahip olmamasına karşın pay alımı suretiyle şirkete başvuran teklif verenin hedef şirketteki katılım oranının düşürülmesi yoluyla bir savunma mekanizması oluşturulmaktadır⁶⁹⁷. Böylelikle teklif veren şirket açısından, kontrolü ele geçirmesi için satın alması gereken pay adedi artacak ve bu durum teklifte bulunan şirkete ilave maliyetler getirerek bu durum caydırıcı bir işlev görecektir⁶⁹⁸. Kullanılan bu yetki ‘poison pills’in “flip-in” planının hukukumuzdaki karşılığı olarak nitelendirilebilir. Bununla birlikte bu yetkinin ‘poison pills’ kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceğinin tespiti şüphesiz yönetim kurulunun bu işlemleri hangi amaç doğrultusunda gerçekleştirmiş olduğuyla yakından ilgilidir.

TTK md. 461 ve SPKn md. 18 hükmünde⁶⁹⁹ düzenlenen yeni pay alma hakkı (rüçhan hakkı) dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımı sonucunda pay sahiplerinin yeni çıkarılan payları, mevcut paylarının esas sermayedeki oranında öncelikle alma hakkına sahip olmalarıdır⁷⁰⁰. Rüçhan hakkı sermaye artırımı sonrasında pay sahiplerinin ortaklık sermayesindeki mevcut pay oranlarını korumaları için getirilmiş⁷⁰¹ olup bu

⁶⁹⁷ Değirmencioğlu Aydın, s. 282-283; Şehirali Çelik, s. 328; Dinç, s. 224.

⁶⁹⁸ Dinç, s. 224; Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 279 vd; Şehirali Çelik, s. 329.

⁶⁹⁹ Türk hukukunda anonim şirketlerde sermaye artırımını yoluyla yeni pay ihracına ilişkin düzenlemeler TTK md. 461 vd. hükümlerinde düzenlenirken halka açık şirketler bakımından konu SPKn’nun 18’inci maddesi ve bu madde esas alınarak çıkarılmış II-18.1 sayılı Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği’nde düzenlenmiştir.

⁷⁰⁰ TTK md. 461/1.

⁷⁰¹ Tekinalp, Ünal: Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku, İstanbul, 2013, s. 306.

suretle genel kurulda sahip olunan mevcut oy haklarının da korunmasını sağlamaktadır⁷⁰².

Esas sermaye sisteminde, rüçhan haklarının kullanımının sınırlandırılması açısından TTK md. 462/2 hükmü uyarınca pay sahiplerinin %60'ının olumlu oyu aranmasına karşın, SPKn md. 29/6 hükmü uyarınca halka açık şirketler bakımından pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlandırılmasına ilişkin genel kurul kararlarının, genel kuruluna katılan pay sahiplerinin oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oyu aranmaktadır. Kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık şirketler bakımından ise, yönetim kurulunun imtiyazlı veya nominal değerinin üzerinde veya altında pay çıkarılması, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması konularında veya imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alabilmesi için esas sözleşme ile yetkili kılınması şart koşulmuş olup, bu yetkilendirme için SPKn md. 29/6 hükmünde belirtilen oran aranmıştır.

Rüçhan hakkının sınırlandırılması ya da kaldırılması durumu md. 461/1 hükmünün yeni payları alma hakkının bir kısmının ya da tümünün engellenmesi ya da rüçhan hakkının devrinin engellenmesi şeklinde ortaya çıkabilmektedir⁷⁰³. Rüçhan haklarının kısmen yahut tamamen sınırlandırılması haklı bir sebebin mevcudiyetine bağlanmış olup ortaklık genel kurul kararı ya da kayıtlı sermaye sistemini benimseyen şirketlerde esas sözleşme ile yetkilendirilmiş yönetim kurulunun bu yönde bir karar alması şartına bağlanmıştır⁷⁰⁴.

⁷⁰² **Adıgüzel**, Burak: Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlanması veya Kaldırılması, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XVIII, Y. 2014, Sa. 1, s. 2; **Cenkci**, Esra: “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Sınırlandırılması Bağlamında Genel Kurulun Yetkileri -Alman Ve İsviçre Hukuku İle Karşılaştırmalı-“ TBB Dergisi, 2016 (122), s. 316.

⁷⁰³ **Yıldız**, Şükrü: Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı, İstanbul, 1996, s. 297-300; **Adıgüzel**, s.3; **Yağmur**, Setenay; Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi, On İki Levha Yayıncılık, Ocak 2020, s.172.

⁷⁰⁴ Nitekim TTK md.460/1 uyarınca kayıtlı sermaye sisteminde sermaye artırımı yetkisi yönetim kuruluna devredilebilecek yetkilerden biri olarak düzenlenmiş olup yönetim kuruluna devredilebilecek bir diğer yetki esas sözleşmede öngörülmek şartıyla pay sahiplerinin sermaye artırımı sonrasında rüçhan haklarının sınırlandırılmasıdır. TTK md. 460/4, SPKn md. 18/5. **Yıldız**, Eşit İşlem, s. 156 vd; **Bakır** Ayhan: “Anonim Şirket Hukukunda Rüçhan Hakkının Sınırlandırılması Ve Kaldırılmasında Haklı Sebep Şartı” Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XXV, Y. 2021, Sa. 4, s.105. Rüçhan hakkının sınırlandırılması usulu TTK md.460 hükmünde açıklanmış olup, sınırlandırma yahut kaldırma ancak haklı sebep bulunduğu hallerde ve sermayenin %60'ını temsil eden pay sahiplerinin bu yöndeki kararıyla kaldırılabilir. Öte yandan kayıtlı sermaye sisteminde

Konu kayıtlı sermaye sistemindeki HAO'lar bakımından incelendiğinde ise, SPKn md. 18/5 hükmü uyarınca kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu tarafından rüçhan haklarının sınırlandırılması ya da kaldırılması suretiyle yapılacak sermaye artırımlarında TTK md. 461/2-3 hükümlerinin uygulanmayacağı ve dolayısıyla yönetim kurulunun haklı sebep gösterme zorunluluğunun bulunmadığı hükmüne bağlanmıştır⁷⁰⁵. Dolayısıyla SPKn md.18/5 hükmü uyarınca yeni pay alma haklarının sınırlandırılabilmesi için haklı bir sebep şartı aranmaksızın, pay sahipleri arasında eşit işlem ilkesine uygun davranılması yeterli sayılmıştır. Ancak haklı sebep şartının bulunmaması, yönetim kurulunun sınırsız bir takdir yetkisi ile hareket etmesine imkân sağlamayacak olup aşağıda açıklanacağı üzere bu yetkinin özen ve bağlılık yükümlülüğü çerçevesinde şirket menfaati doğrultusunda kullanılması gerektiği açıktır⁷⁰⁶.

rüçhan hakkının sınırlandırılmasında ise belirtilen oranlar aranmayacak olup yalnızca yönetim kurulu kararı yeterlidir. TTK md.461/2. Her ne kadar pay sahiplerinin rüçhan hakkının sınırlandırılarak sermaye artırımı kararı genel kurul ya da yönetim kurulu tarafından almış olsa da, kararın uygulanması zorunluluk teşkil etmemektedir. Rüçhan hakkının sınırlandırılması haklı sebep kavramına dayanmakta olup, rüçhan hakkının sınırlandırılmasının kaldırılması kararı da haklı sebep kavramına bağlanmıştır. Bkz: **Bakır**, s. 106, dn:7

HAO'lar bakımından yeni pay alma hakkının sınırlandırılması ise SPKn md. 29/6 uyarınca esas sözleşmede açıkça oran belirtilmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranacağı hükmüne bağlanmıştır. Ancak kayıtlı sermaye sistemindeki HAO'lar bakımından yeni pay alma hakkının sınırlandırılmasında SPKn md.18/5 uyarınca yönetim kurulunun esas sözleşme ile yetkili kılınması şartına ve yönetim kurulunun bu sınırlandırma yetkisini pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açacak şekilde kullanmamasına bağlıdır. Önemle belirtmek gerekir ki md.18/5 hükmünde açıkça TTK 461'inci maddenin ikinci ve üçüncü hükümlerinin HAO'lar bakımından uygulanmayacağı düzenlenmiştir. Dolayısıyla HAO'lar bakımından rüçhan hakkının sınırlandırılması halinde yönetim kurulunun haklı bir sebebe dayanma ve raporlama yapma gibi zaruretlere bulunmamaktadır. Nitekim madde gerekçesinde de rüçhan hakkının sınırlandırılmasında haklı sebep kavramının bertaraf edilerek bu sayede pay sahipleri arasındaki eşitlik ilkesinin korunduğu belirtilmiştir. Öyle ki HAO'larda rüçhan hakkının sınırlandırılması bakımından yalnızca pay sahipleri arasında eşit işlem ilkesine uygun olarak hareket edilmesi şartı aranırken, bu kararın haklı bir sebep teşkil etmesi gereği bulunmamaktadır. **Yavuz**, Mustafa: "Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı ile Bu Hakkın Sınırlandırılma Esasları" *Gümrük Ticaret Dergisi*, 2021, 8(24) s. 17. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/1337332>, (ET:13.02.2022).

Ancak anılan hüküm HAO'larda esas sözleşmeyle yetkilendirilen yönetim kurulunun rüçhan hakkının sınırlandırılması ya da kaldırılması durumunda sınırsız bir takdir etkisi sağlama amacıyla ihdas edilmemiştir. **Cenkci**, s. 332.

⁷⁰⁵ SPKn Gerekçe md. 18. Madde gerekçesinde ise HAO'lar bakımından TTK md. 461/2-3 hükümlerinin uygulanmayacağına gerekçesi anonim şirkete daha fazla pay sahibinin girişine imkan tanınması olduğu belirtilmektedir.

⁷⁰⁶ Öğretide, SPKn md. 18/5 hükmünde haklı sebep kavramının uygulanmayacağına ilişkin düzenleme eleştirilmektedir. Nitekim halka açık anonim ortaklıklara uygulanmayacağı belirtilen TTK md. 461/2 hükmünün, SPKn md. 18/5 hükmünün gerekçesindeki amaca ulaşılmasını engellemeyeceği ifade

Bununla birlikte TTK md. 461/2 hükmünün beşinci ve altıncı cümlelerinde yönetim kurulu ancak rüçhan hakkının sınırlandırılması ya da kaldırılması suretiyle ihraç edilecek paylar bakımından, payların primli ve primsiz çıkarılmasının sebebini bir raporla açıklama yükümlülüğüne tabi tutulmuştur⁷⁰⁷. Yönetim kurulu tarafından hazırlanan raporun, sermaye artırımının görüşüleceği genel kurula sunulacak olup, bu durumun şeffaflığın sağlanması ve AB yönergelerine uyum sağlanması amacıyla getirildiği ifade edilmektedir⁷⁰⁸. Bu durumda akla gelen soru, TTK md. 461/2 hükmü uyarınca yönetim kurulunun rapor hazırlama yükümlülüğünün esas sermaye sistemini ya da kayıtlı sermaye sistemini benimseyen şirketlerden hangisi bakımından uygulama alanı bulacağıdır. Öğretide bir görüş rapor hazırlama yükümlülüğünün yalnızca sermaye artırımının yönetim kurulu tarafından bizzat yapıldığı hallerde yani kayıtlı sermaye sisteminde gündeme geleceğini savunurken⁷⁰⁹, baskın görüş ise hem esas sermaye hem kayıtlı sermaye sisteminde rapor hazırlama yükümlülüğünün mevcut olduğunu savunmaktadır⁷¹⁰.

Kanaatimizce, madde hükümleri bir arada yorumlandığında yönetim kurulunun rapor hazırlama yükümlülüğü *“Nisaba ilişkin şart dışında bu hüküm kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararına da uygulanır.”* cümlesinden sonra gelmekte olduğundan hem esas sermaye sistemi hem de kayıtlı sermaye sistemi bakımından

edilmiştir. **Cenkci**, s. 238. Bu sebeple yeni pay alma haklarının sınırlandırılması kararında haklı sebep koşulunun, yönetim kurulu açısından aslında dürüstlük kuralının bir yansıması niteliğinde olduğundan haklı sebebe dayanma kavramının halka açık şirketler bakımından da zorunlu olduğu ifade edilmiştir. **Manavgat** (Kırca&Şehirali Çelik), s. 335-336; **Cenkci**, s. 239; **Bektaş**, s. 149.

⁷⁰⁷ “...Yönetim kurulu, rüçhan hakkının sınırlandırılmasının veya kaldırılmasının gerekçelerini; yeni payların primli ve primsiz çıkarılmasının sebeplerini; primin nasıl hesaplandığını bir rapor ile açıklar. Bu rapor da tescil ve ilan edilir...” **Soykan**, İsmail C.: Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Sermaye Taahhüdü İle Sermaye Artırımı, On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 362-363.

⁷⁰⁸ **Kendigelen** Abuzer: Gerekçeli - Karşılaştırmalı Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Türk Ticaret Kanununun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun, İstanbul 2011, s. 572; **Soykan**, s. 362.

⁷⁰⁹ **Cenkci**, s. 328.

⁷¹⁰ **Tekinalp** (Poroy/Çamoğlu), N. 1377; TTK md. 461/2-c.5-6 ile uyum sağlanması hedeflenen (mülga) 2012/30/EU sayılı Şirketler Hukuku Direktifi’nde md. 33/4’ün de rapor hazırlama yükümlülüğü bakımından kayıtlı sermaye ve esas sermaye sistemleri arasında bir ayrıma gidilmemiş olup yönetim kurulunun rapor hazırlama yükümlülüğünün genel kurulda rüçhan hakkının sınırlandırılmasına ve kaldırılmasına ilişkin bir hüküm olan TK m. 461/2’de düzenlenmiş olması ve TK m. 460/2’de de kayıtlı sermaye sisteminde rüçhan hakkının sınırlandırılması veya kaldırılması hâlinde yönetim kurulunun bilgi vermekle mükellef tutulmuş olması karşısında TTK m. 461/2-c.5-6’nın kayıtlı sermaye sistemiyle sınırlı olmayan bir yükümlülük getirdiği kabul edilmektedir. **Görmez**, Onur: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Rüçhan Hakkının Kısıtlanması, İstanbul 2017, s. 146-147; **Soykan**, s. 365.

uygulanabilecektir. Bu bağlamda rüçhan hakkının sınırlandırılması yahut kaldırılması suretiyle sermaye artırımı yapılacak hallerde, hedef şirket yönetim kurulu tarafından pay sahiplerini aydınlatıcı nitelikte ayrı bir rapor düzenlenmesi gerekmektedir. Anılan düzenleme, şirket yönetim kurulu üyelerinin ‘poison pills’e başvurmadan önce rapor düzenlemesi gerektiğine ilişkin düzenlemeyle de paralellik göstermektedir.

Esas sermaye sisteminde, ele geçirme teklifiyle karşı karşıya kalan hedef şirket genel kurulu tarafından⁷¹¹ sermaye artırımı kararı alınması, esasen hedef şirketin ele geçirilmeye karşı pay sahiplerinin de direnmekte olduğunu göstermektedir⁷¹². Ancak kayıtlı sermaye sisteminde bulunan anonim şirketler bakımından bu durum farklılık göstermektedir. Nitekim TTK md. 460 uyarınca kayıtlı sermaye sisteminde bulunan anonim şirketler bakımından kayıtlı sermaye tavanına kadar sermaye artırımı yetkisi yönetim kuruluna bırakılmıştır. Dolayısıyla kayıtlı sermaye sisteminde, kayıtlı sermaye tavanı içerisinde sermaye artırımı yönetim kurulunun yetkisinde olduğundan, hedef şirket pay sahiplerinin teklif hakkındaki görüş ve düşünceleri alınmaksızın yahut alınsa dahi bu görüşler değerlendirmeye alınmaksızın şirket yönetim kurulu tarafından sermaye artırımı yoluyla savunma mekanizmasına başvurulması mümkündür⁷¹³. Ancak kayıtlı sermaye sisteminde olmayan anonim şirketler bakımından mutlaka bir genel kurul kararı bir diğer değişle pay sahiplerinin iradesi gereklidir. Konuya savunma mekanizmalarına başvurma yetkisi özelinde bakılırsa; bu mekanizmanın genel kurul kararı doğrultusunda kullanılmasında bir sakınca bulunmayacaktır. Ancak kayıtlı sermaye sistemindeki şirketlerde mevcut konumlarını kaybetme korkusu içerisinde türlü çıkar çatışmaları yaşayan hedef şirket yönetiminin, böylesi bir savunma mekanizmasına başvurmada yetkili sayıldığı görülmektedir. Manavgat, bu durumu bir çelişki olarak yorumlamakta ve şirket kayıtlı sermaye sisteminde olsa dahi yalnızca teklifin varlığı halinde bu savunma mekanizmasına başvurunun genel kurul kararı ya da genel kurul onayına bırakılması gerektiğini savunmaktadır⁷¹⁴. Öte yandan açıklandığı üzere TTK md. 461/2 hükmünde yönetim kuruluna getirilen rapor hazırlama

⁷¹¹ Kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna sermaye artırımı yetkisi verilmediği varsayımı altında.

⁷¹² Şehirali Çelik, s. 329; Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 280.

⁷¹³ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 280; Dinç, s. 225.

⁷¹⁴ Manavgat, Pay Alım Teklifi, s. 279.

yükümlülüğü, yönetim kurulunun hakkaniyete uygun şekilde davranmasını sağlamaya yardımcı olacaktır.

Kimi zaman şirket kontrolünün başkaca kişiler tarafından ele geçirilmesi durumunda, yöneticilerin mevcut konumlarını kaybetme riskine karşı çıkar çatışması içerisinde sermaye artırımı kararı alarak hedef şirket için yararlı olabilecek bir teklifi bertaraf etmesi söz konusu olabilecektir⁷¹⁵. Ancak bu durumun önüne geçilebilmesi amacıyla, şirket yönetim kurulu, rüçhan haklarının sınırlandırılması yahut kaldırılması yoluyla sermaye artırımına gidilmesinin arkasında yatan sebebi pay sahiplerine açıklamakla yükümlü tutulmuştur. Aynı zamanda yönetim kurulu üyelerinin özen ve bağlılık yükümlülükleri çerçevesinde hareket etmeleri gerektiğinden, sermaye artırım kararının şirket menfaati gözetilerek alınması gerekmekte olup aksi takdirde TTK md. 553 hükmü uyarınca yönetim kurulunun sorumluluğuna gidilebilecektir. Bununla birlikte yönetim kuruluna tanınan sermaye artırım yetkisinin şirket menfaati açısından gereklilik arz edip etmediği yönetimin takdirinde olup⁷¹⁶, bu durum sermaye artırımı kararının şirket menfaati gözetilerek alınması gerektiği gerçeğini değiştirmemektedir.

Yeni pay alma hakkı sınırlandırılmasının genel kurul kararına bağlı olduğu durumlarda pay sahiplerinin iradesi doğrultusunda belirli bir oran ve haklı sebeplerin mevcudiyeti doğrultusunda hareket edilirken kayıtlı sermaye sisteminde rüçhan haklarının kaldırılması ya da sınırlandırılması hususunda yetkilendirilen yönetim kurulunun bu yönde bir karar alması halinde ise kanunda ve esas sözleşmede öngörülen hususlar doğrultusunda takdir hakkını kullanarak⁷¹⁷ şirket menfaati doğrultusunda karar alması gerekmektedir. Pek tabi yetkilendirilen yönetim kurulu, takdir hakkının kullanılması için gereken haklı sebeplerin mevcudiyetini de kendisi tespit edecektir⁷¹⁸. Rüçhan hakkının sınırlandırılması ya da kaldırılması suretiyle sermaye artırımı ‘poison pills’in hukukumuzdaki yansımalarından biri olduğu için haklı sebep kavramının ayrıca incelenmesi gereklidir.

⁷¹⁵ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 280; **Şehirali Çelik**, s. 329.

⁷¹⁶ **Cenkci**, s. 186.

⁷¹⁷ **Cenkci**, s. 329.

⁷¹⁸ **Cenkci**, s. 329.

Gerek TTK md.461 hükmünde gerek hükmün gerekçesinde haklı sebep kavramının tanımına yer verilmemiş olmakla birlikte haklı sebep kavramının sınırlı sayıda olmadığı belirtilmiştir⁷¹⁹. Öte yandan Gerekçe’de haklı sebep kavramının sınırı, işlemin dürüstlük kurallarına ve eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmemek şartıyla çizilmiştir. Kanun koyucu sınırlandırma şartlarını; pay sahipleri ve şirket menfaatleri arasındaki çıkar çatışmasını önleyici bir şekilde şekli ve maddi şartlara bağlamıştır. Bu sebeple; rüçhan hakkının sınırlandırılması, kayıtlı sermaye sisteminde olduğu gibi yönetim kuruluna bırakılmadığı hallerde, genel kurula yani pay sahiplerinin iradesine bırakılmış olduğundan menfaat grupları arasında yaşanması muhtemel çıkar çatışmaları en aza indirgenmiştir⁷²⁰. Bu doğrultuda rüçhan hakkının sınırlandırılması yahut kaldırılması hususunda haklı sebep kavramını; orantılı, dürüstlük kurallarına uygun ve pay sahipleri arasındaki eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmeyen sebepler olarak tanımlamak mümkündür⁷²¹. TTK md.461/2 hükmünde de yönetim kurulunun, rüçhan hakkının sınırlandırılma ya da kaldırılma gerekçelerini bir raporla açıklama ve dolayısıyla haklı sebebi gerekçelendirme yükümlülüğü düzenlenmiş olup⁷²² haklı sebep her somut olay bazında objektif olarak gerekçelendirilmelidir⁷²³. Bundan hareketle haklı sebep kavramına; şirketin menfaatinin korunması ya da şirketin ekonomik stratejisinin gerçekleştirilmesi sebepleri de girmektedir. Öyle ki şirket menfaatinin korunması sebebiyle rüçhan haklarının sınırlandırılması ya da kaldırılmasının şirketin kurtuluşu

⁷¹⁹ TTK Gerekçe md. 461.

⁷²⁰ **Değirmencioğlu Aydın**, s. 219-220.

⁷²¹ **Bakır**, s. 107. Nitekim Yargıtay 11 Hukuk Dairesi, 7.5.2019 tarih ve E. 2017/4590, K. 2019/3495 sayılı kararında “diğer tüm ortaklara eşit oranda sermaye artırımına iştirak hakkı tanınırken haklı bir gerekçe sunulmaksızın davacı ortağın sermaye artırımına iştirakının sağlanmamış olduğu, rüçhan hakkının kullanılmadığı, bu haliyle alınan kararın herşeyden önce dürüstlük ve eşitlik ilkelerine aykırı olduğu anlaşılmıştır.” rüçhan haklarının kaldırılması bakımından dürüstlük kurallarına ve eşitlik ilkesine uygun olarak işlem tesis edilmesi gerektiğini vurgulamıştır.

⁷²² Yönetim kurulu tarafından hazırlanacak rapor, her sermaye artırımında değil yalnızca rüçhan haklarının sınırlandırılmasına ve kaldırılmasına ilişkin sermaye artırımlarında hazırlanacaktır. Yönetim kurulu tarafından rapor hazırlama yükümlülüğü, 2017/1132/EU sayılı AB Direktifi’nin md. 33/4-c.3 hükmüne karşılık gelmektedir. Bkz: **Soykan**, s. 362-363.

⁷²³ **Bakır**, s. 107-108; **Cenkci**, s. 327; **Yağmur**, s. 177. TTK md. 461: “(2) Genel kurulun, sermayenin artırımına ilişkin kararı ile pay sahibinin rüçhan hakkı, ancak haklı sebepler bulunduğu takdirde ve en az esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir. Özellikle, halka arz, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmaları haklı sebep kabul olunur. Rüçhan hakkının sınırlandırılması ve kaldırılmasıyla, hiç kimse haklı görülmeyecek şekilde, yararlandırılmaz veya kayba uğratılamaz. Nisaba ilişkin şart dışında bu hüküm kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararına da uygulanır. Yönetim kurulu, rüçhan hakkının sınırlandırılmasının veya kaldırılmasının gerekçelerini; yeni payların primli ve primsiz çıkarılmasının sebeplerini; primin nasıl hesaplandığını bir rapor ile açıklar. Bu rapor da tescil ve ilan edilir.”

için tek ve en iyi seçenek olarak değerlendirildiği durumlarda uygulanması gerektiği belirtilmektedir. Bu sebeple korunacak menfaat ne kadar büyükse yapılan kısıtlanmanın da o denli büyük olabileceği ifade edilmektedir⁷²⁴.

Çalışma konumuz kapsamında kayıtlı sermaye sistemindeki HAO'larda esas sözleşmeyle, sermaye artırımı ve rüçhan hakkının sınırlandırılması konusunda yetkilendirilmiş yönetim kurulunun kendisine bahşedilen yetkileri kullanırken öncelikli amacının ne olduğu üstünde durulmalıdır. Bu kapsamda öncelikle bir şirketi, kanuni sebepler dışında⁷²⁵, dış kaynaklardan sermaye artırımı⁷²⁶ kararı almaya iten sebeplere değinilmesi gerekmektedir.

Dış kaynaklardan sermaye artırımı sebepleri⁷²⁷ incelendiğinde; şirketlerin daha çok kendisine finansman sağlamak gibi ekonomik sebeplerle bu yola başvurduğu görülmektedir. Nitekim şirketlerin ekonomik açıdan büyümek istemesi, başka bir şirketi ya da işletmeyi devralmak istemesi veya halka açık hale gelmek istemesi gibi durumlarda mevcut sermaye ihtiyacını dış kaynaklardan sermaye artırımı yapmak suretiyle karşılayabilmektedir⁷²⁸. Ekonomik sebepler bir yana, bir mevzuat hükmü⁷²⁹, bir sözleşme hükmü ya da şirket esas sözleşmesinde yer alan bir hüküm gereğince de dış kaynaklardan sermaye artırımına başvurulabileceği ifade edilmektedir⁷³⁰. Şirket esas sözleşmesinde yer alan bir hükümden kaynaklanan dış kaynaklı sermaye artırımı, “flip-

⁷²⁴ **Bakır**, s. 108-109.

⁷²⁵ Dış kaynaklardan sermaye artırımına sebebiyet veren kanuni sebeplere bir şirketin başka bir şirketle devralma suretiyle birleşmesi ya şirketin bölünme yoluyla devralınması örnek olarak gösterilebilir. Bkz: TTK md. 136,137; 159-179.

⁷²⁶ Dış kaynaklardan sermaye artırımı; yeni pay ihracı yapılmaksızın mevcut payların itibari değerlerinin artırılması şeklinde yapılabileceği gibi yeni pay ihraç edilmesi yöntemiyle de yapılabilmektedir. Yeni pay ihracı yapılmaksızın mevcut payların itibari değerlerinin artırılması şeklinde yapılan dış kaynaklardan sermaye artırımı, TTK hükümlerinde düzenlenmese de, TTK'da bu yöntemin yasaklanmasını öngören bir hüküm bulunmadığından ötürü uygulamada başvuru bir yöntemdir. **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 190; **Tekinalp** (Poroy&Çamoğlu), Ortaklıklar 2010, N. 1383. “Flip-in poison pills”ın esas amacı, hedef şirketin henüz ihraç edilmemiş paylarının düşük bedel üzerinden satın alınması olduğundan, çalışmamızda dış kaynaklı sermaye artırımı kavramı, yeni pay ihracı yoluyla dış kaynaklı sermaye artırımı olarak kullanılmaktadır.

⁷²⁷ Dış kaynaklardan sermaye artırımı sebeplerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz: **Moroğlu**, Erdoğan: Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, On İki Levha Yayıncılık, Ocak,2018, s. 14 vd.

⁷²⁸ **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 14 vd.

⁷²⁹ Nitekim 6103 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun'un 20. Maddesi uyarınca anonim şirketlerin sermayelerini TTK'nın yayımı tarihinden itibaren üç yıl içinde bu kanunun 332'nci maddesinde öngörülen tutarlara yükseltmeleri gerektiği hususu hükme bağlanmıştır.

⁷³⁰ **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 14 vd.

in poison pills”ın uygulama alanıyla yakından ilgilidir. Bununla birlikte sermaye artırımının dürüstlük kurallarına uygun olarak hukuken korunan bir sebebe dayanması gerekmektedir⁷³¹.

Dış kaynaklardan sermaye artırımında hukuken korunmayan amaçlar ise genel olarak hakkın kötüye kullanılması kapsamında değerlendirilmekte olup bu kapsamda şirket menfaatinin korunması için gerekmemesine rağmen belirli pay sahiplerinin bu haktan yararlanmaması amacıyla eşitlik ilkesine aykırı olarak uygulanan sermaye artırımında da hakkın kötüye kullanımından söz etmek mümkündür⁷³². Dolayısıyla şirket menfaatinin korunması gereken durumlarda, somut olayın şartları gözetilerek hakkın kötüye kullanımından söz edilmeyecektir.

Görüldüğü üzere, sermaye artırımı ve pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlandırılması yahut kaldırılmasında şirket ele geçirilmeleri bakımından en çok dikkat edilmesi gereken hususlar; TTK md. 461/2 hükmünde belirtilen “haklı sebep” kavramına uygun hareket edilmesi ve md. 357 hükmüne yapılan atıfla eşitlik ilkesine aykırı şekilde kullanılamayacağının düzenlenmiş olmasıdır⁷³³. Öte yandan haklı sebep kavramı her iki yetki bakımından da öne çıkmaktadır. Bu durumda cevaplanması gereken soru, ele geçirme teklifinin haklı sebep olup olmadığı ve teklifi bertaraf edebilme amacıyla belirli pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlandırılması, pay sahipleri arasındaki eşitliğe aykırılık teşkil edip etmeyeceğidir.

Anılan haklı sebep kavramı içerisine şirketin ele geçirilme tehlikesi/teklifi ile karşı karşıya kalma durumunun da girdiği ifade edilmektedir⁷³⁴. Bununla birlikte, her ne kadar şirket ele geçirilme tehlikesi TTK md. 461 gereğince haklı sebep kavramı içerisine sokuluyor olsa da şüphesiz her ele geçirme teklifi, hedef şirket açısından haklı

⁷³¹ **Soykan**, İsmail Cem: Yürürlüğünün 7. Yılında ve Yargıtay Kararları Işığında Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu, On İki Levha Yayıncılık, s. 2019, s. 200 vd.

⁷³² **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 23-24.

⁷³³ **Adıgüzel**, s. 4; **Şehirali Çelik**, s. 332; **Yıldız**, s. 154; **Manavgat**; (Kırca&Şehirali Çelik), s.335.

⁷³⁴ Ed. Klaus J. Hopt, Herbert Wiedemann. Aktiengesetz Großkommentar, Sechster Band, §§ 150-220, AktG § 186, N. 161 (naklen Değirmencioğlu Aydın, s.283); TTK md. 461/2 hükmü incelendiğinde, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması işlemleri rüçhan hakkının sınırlandırılması veya kaldırılmasında haklı sebep olarak görülmüştür.

sebeup teşkil etmeyecektir⁷³⁵. Ancak şirket menfaatinin korunması, rüçhan hakkının sınırlandırılması için yeterli görülmemekle birlikte rüçhan hakkının sınırlandırılmasının somut olayın şartlarına göre gerekli olması aranmaktadır⁷³⁶. Dolayısıyla rüçhan hakkının kısmen yahut tamamen sınırlandırılması suretiyle sermaye artırımını yapılabilmesi için öncelikle yapılan sınırlandırmanın öncelikle somut olayın şartları da göz önünde bulundurularak hakkaniyete uygun ve pay sahipleri arasındaki eşitlik ilkesinin nispi şekilde uygulanması suretiyle gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlandırılması ya da kaldırılmasının temel sınırlarını, pay sahipleri arasındaki eşitlik ilkesi çizmektedir. Nitekim TTK md. 357 hükmünde de, ancak eşit şartlardaki pay sahiplerinin eşit işleme tabi tutulması gerektiği hususu düzenlenmiştir. Türk hukukunda, pay sahipleri arasındaki eşitlik ilkesi, nispi eşitlik olarak uygulanmaktadır. Bu kapsamda rüçhan hakkının sınırlandırılması ya da kaldırılması bakımından, pay sahiplerinin farklı muameleye tabi tutulmasını gerektirecek “objektif şartların bulunması halinde” eşit işlem ilkesine aykırılık durumundan bahsedilemeyecektir⁷³⁷.

Öte yandan aşağıda açıklanacağı üzere, rüçhan hakkının sınırlandırılması bakımından eşit işlem ilkesine ve hakkaniyete uygunluk şartları, rüçhan hakkının iradi olarak sınırlandırılması kapsamında aranacak olup, mevzuat gereğince sınırlandırmanın zorunlu olduğu hallerde aranmayacaktır.

Rüçhan hakkının sınırlandırılması, iki farklı yöntemle gerçekleştirilebilecek olup ilk olarak, hedef şirket tarafından sermaye artırımını yoluyla ihraç edilen yeni payların alım hakkı bakımından tüm pay sahiplerinin rüçhan hakkı kaldırılarak yeni payların şirket yönetimi tarafından belirlenen kişi/kişi gruplarına özgülenmesi sağlanabilir. Bu durumda pay sahipleri bakımından eşit işlem ilkesine aykırılık hususunun incelenmesine gerek dahi bulunmamaktadır. İkinci yöntemde ise; rüçhan hakkı kullanımının yalnızca ele geçirme teklifinde bulunan ortak bakımından sınırlandırılması

⁷³⁵ **Değirmencioğlu Aydın**, s. 284

⁷³⁶ Liebert, a.g.e, s. 123. (naklen **Değirmencioğlu Aydın**, s.284)

⁷³⁷ **Eminoğlu**, Cafer: “Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından Eşit Şartlarda Eşit İşlem İlkesi” 2015, 1(1), Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, s. 80; **Bakır**, s. 116.

söz konusudur⁷³⁸. Ancak ikinci yöntem ilk bakışta TTK md. 461/2 atfıyla md. 357 hükmünde düzenlenen pay sahipleri arasında eşitlik ilkesine aykırılık teşkil edecek gibi görünse dahi⁷³⁹, eşit işlem ilkesinin nispi olarak uygulanması gerektiği göz önünde bulundurulmalıdır. Nitekim açıklandığı üzere eşit işlem ilkesi gereğince, kural olarak pay sahipleri aynı işlemlere tabi tutulmakla birlikte, farklı şartlar altındaki pay sahiplerinin farklı işlemlere taraf olabilmesine de imkan tanımaktadır⁷⁴⁰. Dolayısıyla somut olayın şartları incelendiğinde, pay sahiplerinin farklı işlemlere tabi tutulmasını gerektiren makul ve haklı bir sebebin mevcudiyeti durumunda, pay sahiplerinin farklı işlemlere tabi tutulması eşitlik ilkesine aykırılık teşkil etmeyecektir⁷⁴¹.

Yukarıda açıklanan hususlar doğrultusunda “flip-in poison pills”in sermaye artırım kararı bağlamında ne şekilde uygulanabileceği incelenmelidir. Açıklandığı üzere ‘poison pills’in temeli sermaye artırımı suretiyle hedef şirket sermayesinin sulandırılması olmakla birlikte sermaye artırım; rüçhan hakları sınırlandırılarak yahut sınırlandırılmaksızın gerçekleşebilmektedir. Ancak rüçhan haklarının sınırlandırılması suretiyle sermaye artırım yapılması ‘poison pills’ mahiyetiyle daha uygun düşmektedir. Bununla birlikte rüçhan haklarının sınırlandırılması hususu, esasen bu hususta yetkili organın takdirinde olmakla birlikte kimi zaman zorunluluk arz edebilmektedir. Nitekim hedef şirketin halka açık statüsünde bulunduğu durumlarda, hedef şirket tarafından tahsisli sermaye artırım yapılacak durumlarda, pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlandırılması zorunludur.

II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği’nin (II-5.2 sayılı Tebliğ) 6’ncı maddesi uyarınca sermaye piyasası araçları; halka arz edilerek⁷⁴² yahut halka arz edilmeksizin tahsisli satış veya nitelikli yatırımcıya satış şeklinde satılabilmektedir. Bu kapsamda VII-128.1 sayılı Pay Tebliği (VII-128.1 sayılı Tebliğ) md.13/3 hükmü uyarınca HAO’larda dış kaynaklardan sermaye artırım sonucunda yeni oluşacak

⁷³⁸ Şehirali Çelik, s. 257; Değirmencioglu Aydın, s. 284.

⁷³⁹ Şehirali Çelik, s. 257.

⁷⁴⁰ Adıgüzel, s. 11.

⁷⁴¹ Yıldız, Eşit İşlem, s.75; Adıgüzel, s. 11.

⁷⁴² Poison pills kapsamında, sermaye artırım sonucunda hedef şirketin paylarını halka arz ederek satış yoluna başvurması, mekanizmadan beklenen faydanın elde edilememesine sebebiyet verecektir. Nitekim böyle bir durumda, teklif veren, hedef şirketin payların borsadan toplama yarışına girecektir.

payların halka arz edilmeksizin satışında yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen sınırlandırılması zorunluluk teşkil etmektedir⁷⁴³. Madde devamında, yeni pay alma haklarında yapılacak sınırlandırmanın esas sermaye sisteminde genel kurul, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararıyla yapılacağı hükme bağlanmıştır.

Anılan hükümlerin incelenmesi neticesinde, ele geçirme teklifiyle karşı karşıya kalan şirket yönetim kurulu tarafından dış kaynaklardan sermaye artırımına gidilerek, teklif sahibi dışındaki, yani ele geçirme teklifine muhatap olan pay sahipleri lehine tahsisli sermaye artırımı⁷⁴⁴ yapılması “flip-in poison pills” kapsamında değerlendirilebilecektir⁷⁴⁵. Öte yandan pay sahiplerinin rüçhan haklarının tamamen sınırlandırılması durumunda, üçüncü kişilere yönelik tahsisli sermaye artırımı yapılması suretiyle ‘flip-in poison pills’ mekanizması oluşturulabilecektir. Bu durumda flip-in poison pills mekanizmasına yöneltilecek eşitlik ilkesine aykırılık hususu tamamen bertaraf edilmiş olacaktır.

Bununla birlikte II-5.2 sayılı Tebliğ’in md 8/1 hükmünde tahsisli sermaye artırımı yoluyla edinilen payları elinde bulunduracak kişi sayısının yüz elli kişiyi aşamayacağı hükme bağlanmıştır. Anılan hüküm “flip-in poison pills”ın uygulanırılığı bakımından engel teşkil etmektedir. Böyle bir durumda hedef şirket, ihraç etmiş olduğu paylarını halka arz ederek satış yapmak durumunda bırakılmaktadır ki bu durum ‘poison pills’ mahiyetine uygun düşmemektedir. Nitekim teklif veren tarafından ihraç edilen payların borsadan satın alınmasıyla karşı karşıya kalılabilecektir. Bu bağlamda, kanaatimizce ‘poison pills’in uygulanabilmesi açısından bedelli sermaye artırımıyla ihraç edilen payların, halka arz edilmeksizin teklife muhatap olan pay sahiplerine tahsisinde, yatırımcı sınırlamasının kaldırılması zorunluluk teşkil etmektedir.

⁷⁴³ **Baş,** Kadir: Çalışanların Pay Sahipliği Yoluyla Anonim Şirketlere Katılımı, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2021, s. 164.

⁷⁴⁴ Hedef şirket tarafından tahsisli sermaye artırım kararı alındıktan sonra, söz konusu ihraç belgesinin Kurul tarafından onaylanmasına ilişkin başvuru VII-128.1 sayılı Tebliğ’in md. 13/1 hükmü gereğince, kararın alınması tarihinden itibaren 30 gün içerisinde anılan Tebliğ’in altı numaralı ekinde yer alan belgelerle birlikte yapılmak durumundadır. Dolayısıyla bu durumda ihraç belgesinin Kurul tarafından onaylanması zorunlu olduğu gibi madde hükmünde düzenlenen fiyat tespit raporu, borsada satış işlemleri gibi diğer hususların da yerine getirilmesi gerekmektedir.

⁷⁴⁵ **Baş,** s. 173. Yazar şirket çalışanlarının pay sahipliğini incelerken, şirket çalışanlarına tahsisli sermaye artırım yoluyla pay edindirilebileceğini savunmuştur. Bu doğrultuda çalışmamızda da ele geçirme teklifine muhatap olan pay sahiplerinin, tahsisli sermaye artırımından yararlanılabileceği yönünde değerlendirme yapılmıştır.

Öte yandan flip-in ‘poison pills’in içerisinde yer alan dış kaynaklardan sermaye artırımının sonrasında “bedelsiz pay edinme” durumunun ise hukukumuzda uygulanmasının mümkün olmadığı düşünülmektedir. Nitekim TTK ve SPKn hükümleri incelendiğinde, dış kaynaklardan sermaye artırımını suretiyle ihraç edilecek payların bedelsiz edinilebileceğine ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. Dolayısıyla dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımının sonucunda, pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanabilmesi için mutlaka bir bedel ödemesi gerekmektedir. Nitekim esasen kuruluş anında ortaya çıkmakla birlikte pay sahiplerinin sermaye koyma borcu sermaye artırımının hallerinde de ortaya çıkmaktadır⁷⁴⁶. Aksi bir durum, tek borç ilkesine ve dolayısıyla anonim şirketlerde sermayenin korunması ilkesine aykırılık teşkil edecektir.

Belirtildiği üzere hukukumuzda iç kaynaklardan sermaye artırımının durumunda yeni ihraç edilen paylar pay sahiplerine bedelsiz bir şekilde kendiliğinden geçerken; dış kaynaklardan sermaye artırımında ise şirket kasasına pay ihraç bedeli olarak bir sermaye girmelidir. ‘Poison pills’in mahiyeti bakımından dış kaynaklardan bir sermaye artırımının gerçekleştirilmesi gerekir ki ancak bu durumda yeni ihraç edilecek paylar bakımından rüçhan hakkının sınırlandırılması yoluna başvurulabilsin. Türk hukukunda “flip-in poison pills”ın dış kaynaklardan sermaye artırımının sonucunda bedelsiz pay edinilmesi bakımından ancak bir ihtimalin bulunduğu söylenebilir. Bu yöntem pay sahibinin payı tam anlamıyla bedelsiz olarak iktisabı anlamına gelmemekle birlikte iktisabı anında bir bedel ödememesi şeklinde gerçekleşebilir. Şöyle ki; kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulunun sermaye artırımına katılmak isteyen ancak ihraç bedelini o an ödeyemeyecek durumda olan mevcut TTK md. 358 hükmündeki⁷⁴⁷ şartları sağlayan pay sahiplerinin şirkete borçlanarak, ihraç bedellerinin şirket kasasından ödenmesi mümkün olabilecektir⁷⁴⁸. Dolayısıyla bedelsiz pay edinimi iktisap anıyla sınırlı olup, ihraç bedelini şirkete ödemekle yükümlü olacaktır⁷⁴⁹. Bu ihtimal dahilinde rüçhan hakkını devretmek istemeyen ancak şirket sermayesindeki mevcut pay oranı

⁷⁴⁶ **Tekinalp** (Poroy & Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I, 14. Baskı, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2019, s. 960.

⁷⁴⁷ “(1) Pay sahipleri, sermaye taahhüdünden doğan vadesi gelmiş borçlarını ifa etmedikçe ve şirketin serbest yedek akçelerle birlikte kârı geçmiş yıl zararlarını karşılayacak düzeyde olmadıkça şirkete borçlanamaz”

⁷⁴⁸ Pek tabi bu durumda TTK md. 358/1 hükmünde düzenlenen şartlar dikkate alınarak mümkündür.

⁷⁴⁹ Pek tabi borcun üstlenilmesi kapsamında ihraç bedelinin üçüncü kişi tarafından ödenebilmesi de mümkündür.

korunmak isteyen pay sahibinin rüçhan hakkından yararlandırılması söz konusu olmaktadır.

Bu noktada pay sahiplerinin şirkete borçlanma yasağını düzenleyen TTK md. 358 ile finansal destek verme yasağını düzenleyen TTK md. 380/1⁷⁵⁰ hükmünün birlikte yorumlanması gerekir⁷⁵¹. TTK md. 358 hükmü uyarınca şirketin mevcut pay sahiplerinin ancak madde metninde belirtilen şartları sağlaması halinde şirkete borçlanabilecekleri hususu hükme bağlanmıştır. TTK md. 380/1 hükmünde ise şirketin kendi paylarının iktisap edilmesi amacıyla üçüncü kişilerle yaptığı konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan hukuki işlemlerin batıl olduğu hükme bağlanmıştır. Görüldüğü üzere, TTK md. 358 hükmünün uygulanabilirlik alanı mevcut pay sahipleri iken TTK md. 380 hükmünün mevcut pay sahipleri bakımından da uygulanabilirliği söz konusu⁷⁵² olsa da daha çok potansiyel pay sahipleri ve üçüncü kişilerdir. Dolayısıyla temel olarak her iki hükmün uygulama alanı birbirleriyle kesişmemektedir. Ancak öğretilde TTK md. 358 hükmündeki şartları sağlayan pay sahibinin, diğer pay sahibinden pay iktisap etmek amacıyla şirkete borçlandığı durumların her iki hükmün kesişim alanını oluşturacağı ifade edilmiştir. Ancak bu durumda TTK md 380/1 hükmünün TTK md. 358 hükmüne nazaran özel hüküm olduğundan bahisle öncelikle uygulanması gerektiği ve dolayısıyla malvarlığının korunması ilkesi gözetilerek bu durumun finansal destek verme yasağına aykırılık teşkil edeceği belirtilmiştir⁷⁵³.

⁷⁵⁰ “(1) Paylarının iktisap edilmesi amacıyla, şirketin başka bir kişiyle yaptığı, konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan hukuki işlemler batıldır.”

⁷⁵¹ Finansal destek verme yasağı, TTK md. 379 hükmünde yer alan şirketin kendi payını iktisap yasağının dolanılmasını önlemek amacıyla getirilmiş olup herhangi bir üçüncü kişinin şirket paylarını iktisap etmesi amacıyla, şirketin üçüncü kişiye avans, ödünç, teminat veya finansal destek niteliğindeki diğer işlemler yoluyla destek vermesini yasaklamaktadır. **Yanlı** Veliye: “Şirketin Kendi Paylarını Edinmesinde Finansal Destek Yasağı” BATİDER, C.28, S.4, 2012, s.2 9. Anılan yasak sebebiyle şirket payları şirket adına veya hesabına iktisap edilmemektedir. Bkz: **Çoşkun**, Seçil: “Halka Açık Ortaklıklarda Finansal Destek Verme Yasağı” SPK Yeterlilik Etüdü, (Kamuya Erişime Kapalı) 2017, s. 2.

⁷⁵² **Gürel** Murat: Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı, Ankara, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2014, s.118 vd; **Çoşkun**, s.2; Yalnızca mevcut pay sahiplerinin işlemlerinin finansal destek verme yasağı kapsamında değerlendirilmesine ilişkin çalışma için bkz: **Atamulu** İsmail & **Yüce** Aydın Alber: “Anonim Şirketin Sermaye Borcunun Ödenmesi İçin Pay Sahiplerine Hukuka Aykırı Olarak Finansal Destek Sağlaması” TFM 2021; 7(2).

⁷⁵³ **Gürel**, s. 93 vd.

Savunulan görüşü ‘poison pills’ kapsamında incelediğimizde, yeni ihraç edilen pay bedellerinin şirketin pay sahibine nakdi borç vermesi durumu anonim şirketler hukuku açısından mümkün olmayacaktır. Her ne kadar şirket ve pay sahiplerinin sözleşme serbestisi kapsamında ödünç akdi gerçekleştirmeleri mümkün olsa da, gerçekleştirilecek ödünç sözleşmesi sermayenin hizmet edeceği amaç, sermayenin korunması ilkesine aykırılık teşkil edecektir⁷⁵⁴.

Açıklandığı üzere “flip-in poison pills” türünde; teklif verenin rüçhan hakkının sınırlandırılması ya da kaldırılması suretiyle yapılan dış kaynaklardan sermaye artırımında hedef şirket tarafından düşük bedelli paylar ihraç edilmekte ve bu paylar geride kalan pay sahipleri tarafından edinilmektedir. Dolayısıyla Türk hukukunda teklif veren konumundaki pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısmen yahut tamamen sınırlandırılması suretiyle yapılacak sermaye artırımında aynı zamanda ihraç bedelinin itibari değerinden ya da gerçek değerinden düşük olarak belirlenmiş olması gereği doğmaktadır.

TTK md. 347 hükmü uyarınca kapalı tip anonim şirketler bakımından, ihraç bedelinin payın itibari değerinin altında belirlenemeyeceği düzenlenmiş ve hükmün gerekçesinde asgari çıkarma bedelinin payın itibari değerine eşit olduğu, ihraç bedelinin itibari değerinin altına düştüğünde ise yasağın ihlal edilmiş olduğu hükme bağlanmıştır⁷⁵⁵. Kayıtlı sermaye sistemindeki kapalı tip anonim şirketler bakımından da TTK md. 460 hükmünde yönetim kuruluna itibari değer altında pay ihracına ilişkin yetki tanınmamış olduğundan TTK md. 347 hükmü uyarınca itibari değer altında pay ihraç yasağı burada da uygulama alanı bulmaktadır. Bununla birlikte SPKn md. 12/2 hükmünde Kurul tarafından payların piyasa fiyatı ya da defter değerinin nominal değerinin altında olması durumunda, payların nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilmesine izin verebileceği düzenlenmiştir. Bununla birlikte, hükmün gerekçesinde ve VII-128.1 sayılı Tebliğ’in md. 18/2 hükmünde, yalnızca payları borsada işlem gören şirketlerin itibari değer altında pay ihraç edebileceği belirtilerek,

⁷⁵⁴ **Atamulu & Yüce** s. 218.

⁷⁵⁵ **Kırca**, İsmail: “Halka Açık Olmayan Anonim Şirketler ile Limited Şirketlerin Paylarını Gerçek Değerinden İhraç Etmeleri Zorunlu mudur?” BATİDER, 36(1),2020, s. 6; **Bektaş**, s. 202.

hükümün kapsamı olarak gösterilmiştir. Aynı hükmün dördüncü fıkrasında ise, nominal değer altında pay ihracının ne şekilde gerçekleşeceği hususu hükme bağlanmıştır⁷⁵⁶.

SPKn md. 18/5 hükmünde ise nominal değerinin üzerinde veya altında pay çıkarılması hususunun, kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu tarafından yapılabilecek işlemlerden biri olduğu hükme bağlanmıştır. Nitekim Kayıtlı Sermaye Sistemi Tebliği'nin⁷⁵⁷ (II-18.1 Sayılı Tebliğ) 11'inci madde birinci fıkrasında; kayıtlı sermaye sistemini benimseyen şirketlerde esas sözleşmeyle yetkilendirilmiş yönetim kuruluna nominal değer altında pay çıkarılması, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması yetkisinin tanınabileceği düzenlenmiş olup md.11/4 hükmü uyarınca yönetim kurulunun ihraç edilecek paylarının satış fiyatına ilişkin esasları belirleyebileceği düzenlenmiştir. Bu suretle yönetim kurulu tarafından, ihraç edilecek payların teklif veren dışındaki pay sahiplerine düşük bedelle satılmasına karar verilmesinin mümkün olduğu görülmektedir. Bu durumda rüçhan hakları sınırlandırılan ya da kaldırılan pay sahiplerinin (teklif veren) zararı meydana gelmekle birlikte, bu yöntemin amacı şirket yönetiminin ele geçirilmesinin engellenmesi olduğundan, rüçhan hakkı sınırlandırılan ya da kaldırılan teklif verenin uğradığı zarar bilerek ve isteyerek meydana getirilmekte olup şirket menfaati ön planda tutulmaktadır.

Görüldüğü üzere, Türk hukukunda ihraç bedelinin payın itibari değerinden düşük şekilde belirlenmesi mümkün olduğundan “flip-in poison pills” için gereken bir diğer şart da mevcuttur. Böylece teklif verenin hedef şirkette pay sahibi olduğu durumlarda, rüçhan hakkının sınırlandırılması ya da kaldırılması yalnızca bu pay sahibine yönelik olacak ve hedef şirketteki pay sahipleri, yönetim kurulunun bu yöndeki kararı sebebiyle yeni ihraç edilen payları olması gerekenden düşük bir bedelle satın alabilecektir.

⁷⁵⁶ “(4) Ortaklıkta belirli pay gruplarına veya belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine imtiyaz tanınmış olması durumunda, sermaye artırımına ilişkin Kurulca onaylı izahname ya da ihraç belgesinin ihraççıya verilmesinden önce, esas sözleşmede gerekli değişikliklerin yapılması suretiyle imtiyazlara son verilmesi şarttır. İmtiyazlara son verilmeyerek nominal değer altında sermaye artırım işleminin yapılması için ortaklığın yönetiminde kontrol sahibi olan kişiler ve/veya sermayesinde imtiyazlı paya sahip bulunan ortaklar tarafından nominal değer altında pay ihracı öncesinde, Kanunun 25 inci maddesi çerçevesinde diğer ortaklara pay alım teklifinde bulunulması zorunludur.”

⁷⁵⁷ 25/12/2013 tarih ve 28862 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

Sermaye artırımı yoluyla yeni ihraç edilen paylarda, hedef şirkette pay sahibi olan teklif veren aleyhine rüçhan hakkının sınırlandırılması ya da kaldırılması durumunun, yeni ihraç edilen paylarda belirli pay sahiplerine rüçhan hakkında imtiyaz tanınması ise flip-in planının bir diğer görünümünü oluşturabilecektir. TTK md. 478/2 hükmünde rüçhan hakkında imtiyaz tanınabileceği düzenlenmiştir. İlgili hükümler incelendiğinde, rüçhan hakkında imtiyaz tanınmasının niteliği ve şekli hususunda bir düzenleme bulunmadığı görülmektedir⁷⁵⁸. Dolayısıyla dürüstlük kuralları ve hakkaniyete uygun şekilde esas sözleşmeye konulacak hükümle rüçhan hakkında imtiyaz hususu belirlenebilecektir⁷⁵⁹.

Belirli pay ya da pay sahipleri grubuna rüçhan hakkında imtiyaz tanınması ise dolaylı olarak geride kalan pay sahiplerinin rüçhan hakkının sınırlandırılmasına sebebiyet verecektir⁷⁶⁰. Rüçhan hakkında imtiyaz, pay sahiplerine sermayedeki payı oranından fazla bir oranda yeni pay alma hakkı edinmesi şeklinde kullanılabilir⁷⁶¹. Böylece rüçhan hakkında imtiyaza sahip olan pay sahipleri adi pay sahiplerine nazaran yeni ihraç edilen payları daha yüksek oranla iktisap edecektir. Konu flip-in özelinde değerlendirildiğinde; teklif veren dışındaki pay sahiplerine tanınacak rüçhan hakkında imtiyazla, teklif verenin şirketi ele geçirmek için iktisap etmesi gereken pay sayısı artacak ve öngöremediği bir mali külfet ile karşı karşıya kalacaktır. Öte yandan rüçhan hakkının sınırlandırılmasında yapmış olduğumuz nispi eşitlik ilkesi tartışmalarının,

⁷⁵⁸ **Besen** Murat: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018, s. 58.

⁷⁵⁹ **Yıldız**, Yeni Pay Alma, s. 186.

⁷⁶⁰ **Moroğlu**, Sermaye Artırımı, s. 162; **Adıgüzel**, s. 30; **Besen**, s. 57, **Aktaş**, Betül: İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2019, s.54. **Yıldız**, Yeni Pay Alma, s.182. Rüçhan hakkında imtiyaz tanınması, geride kalan pay sahiplerinin rüçhan hakkının sınırlandırılmasına sebebiyet vereceğinden Moroğlu tarafından bu durumun TTK md. 461 gerekçesinde yer alan rüçhan hakkının kullanımının sınırlandırılmayacağı ilkesine aykırılık teşkil ettiği belirtilmektedir. Karşı görüş için bkz: **Uysal**, Esra: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul, Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2016, s. 134.

⁷⁶¹ **Besen**, s. 58; **Uysal**, s. 134. Yazara göre; “Örneğin sermaye oranı yüzde on olan ve bahsi geçen yöntemle yüzde beş oranında rüçhan hakkını haiz olan bir paya malik olan ortak, ortaklığın dış kaynaklardan sermaye artırımına giderek yüz bin adet yeni pay çıkarması durumunda, çıkarılan yeni payların yüzde beşine denk gelen beş bin adedini, diğer ortaklardan önce alacaktır. Akabinde geriye kalan doksan beş bin adet yeni paydan ise, tekrardan diğer pay malikleri ile birlikte sermayeye katılım oranında yararlanacaktır. Böylece bu ortak; normal koşullarda yeni çıkan paylardan on bin adet alabilecekken, rüçhan hakkında imtiyazlı paya malik olması sebebiyle on dört bin beş yüz adet alabilecektir”

rüçhan hakkında imtiyaz hususunda da aynı şekilde uygulanması gerektiği kanaatindeyiz.

Yapılan açıklamalar doğrultusunda rüçhan hakkı kullanımının kısmen yahut tamamen sınırlandırılması ya da teklife muhatap olan pay sahiplerine yönelik rüçhan hakkında imtiyaz tanınmasının “flip-in poison pills”in Türk hukukundaki yansıması olduğu bir gerçektir. Nitekim yönetim kuruluna kapsam itibarıyla daha geniş imkan veren imtiyazlı pay çıkarma yetkisi dolaylı olarak imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlama yetkisini de içermektedir⁷⁶².

Bu planın uygulanmasındaki en büyük engel, şüphesiz TTK md. 461 atfıyla md. 357’de düzenlenen eşit işlem ilkesine aykırılık teşkil etmesi olsa da hukukumuzda eşitlik ilkesinin nispi olarak uygulanıyor olması sebebiyle şirket kontrolünün ele geçirilmesi durumunda, hedef şirkette pay sahibi olan teklif veren ve diğer pay sahiplerinin farklı konumlarda olması farklı muameleye tabi tutulmasını gerektireceğinden bu durumun eşitlik ilkesine aykırılık teşkil etmeyeceği düşünülmektedir.

3.2.3. Şirketin Pay Sahiplerine Paylarını Borçlanma Araçları İle Trampa Etme Hakkı Tanınması

Hedef şirket tarafından pay sahiplerine tanınabilecek haklardan bir diğeri, hedef şirket paylarının şirket tarafından ihraç edilen borçlanma araçları⁷⁶³ ile trampa edilmesidir. (back-end ‘poison pills’) ‘Poison pills’in tetikleyici olgusunun⁷⁶⁴ gerçekleşmesinin ardından hedef şirket pay sahipleri, mevcut paylarını yeni şirket tarafından ihraç edilen borçlanma araçları ile trampa ederek anapara ve faiz oranları yüksek borçlanma

⁷⁶² **Tekinalp**, Sermaye Piyasası, s. 51, 53; **Bahtiyar**, Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye, s. 163; **Bektaş**, s. 146.

⁷⁶³ Türk hukukunda borçlanma araçları, Kurul tarafından çıkarılan VII-128.8 sayılı Borçlanma. Araçları Tebliği’nde (VII-128.8 sayılı Tebliğ) düzenlenmiş olup anılan Tebliğ’in md.3/c hükmünde tanımlanmıştır. “c) Borçlanma araçları: İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, paya dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, kıymetli maden bonolarını ve bu Tebliğin 34 üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibarı ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını” ifade eder.

⁷⁶⁴ Hedef şirketin kontrolünün değişmesidir.

araçları alabilmektedirler⁷⁶⁵. Bu yöntemde, borçlanma araçlarının anapara ve faiz tutarları hedef şirket tarafından belirleneceğinden, teklif sahibinin yönetim kontrolünü ele geçirmesi durumunda dahi hedef şirket tarafından önceden belirlenmiş bir bedeli ödemek zorunda bırakılmaktadır.

Görüldüğü üzere “back-end poison pills”, pay sahibinin payını hedef şirkete devrederek karşılığında borçlanma aracı alabilme hakkı vermekte olup bu durumda anılan yöntemin Türk hukukuna uygunluğunun değerlendirilebilmesi için öncelikle borçlanma araçlarının bedelinin para ile ödenmesinin zorunlu olup olmadığı⁷⁶⁶ hususunun

⁷⁶⁵ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 152; **Dinç**, s. 209.

⁷⁶⁶ Borçlanma araçlarının satışı hususunda ihraççı ve yatırımcı arasındaki hukuki ilişkinin temelinde genel olarak ticari tüketim ödünç sözleşmesinin bulunduğu ifade edilmektedir. **Çatakoğlu**, Buket: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, Yayımlanmış Doktora Tezi, 2015, s.174.: Eserde borçlanma araçlarının türleri ayrı ayrı incelenmiş olup; bono, tahvil, varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler ticari tüketim ödünç sözleşmesi kapsamında incelenirken, kira sertifikası sui generis bir sözleşme kapsamında incelenmektedir. Tüketim ödünç sözleşmeleri; ödünç verenin bir miktar para yahut tüketilebilen bir şeyin ödünç alana verilmesi borcu, ödünç alanın ise aynı miktar ve nitelikte şeyi geri ödemeyi taahhüt altına girdiği sözleşmelerdir. **Gümüş**, Mustafa, A.; Borçlar Hukuku Özel Hükümler, C. 1, 3. Bası, İstanbul 2013, s. 365. **Eren**, s. 494, dn. 1. Bu sözleşmelerde ödünç veren, verdiği şeyin yalnız zilyetliğini değil mülkiyetini de ödünç alana devretmektedir ancak esas ödünç alanın kullanımına sunulan şeyin kendisi değil değeridir. Bu sebeple tüketim ödünç sözleşmelerinin konusunu para ya da misli eşyalar oluşturabilmektedir. Cevdet Yavuz/Faruk Acar/Burak Özen, Türk Borçlar Hukuku - Özel Hükümler, Yenilenmiş 10. Bası, İstanbul 2014, sh. 736. Dolayısıyla her ne kadar TBK md. 386 hükmünde tüketilebilen şeylerin bu sözleşmeye konu edilebileceği belirtilmişse de her türlü misli eşyanın da bu sözleşmelere konu edilebileceği ifade edilmektedir. Bkz: **Zevkililer/Gökyayla**, s. 394; **Gümüş**, s. 365 Bu sebeple ödünç alan kendisine verilen şeyin kendisini değil, aynı miktar ya da nitelikte başka bir şeyi ödünç verene devretmekle yükümlüdür. **Özbilen**, Arif: “Tüketim Ödünç Sözleşmesinde Ödünç Alanın Ödeme Güçsüzlüğü ve Bu Güçsüzlüğün Yarattığı Hukukî Sonuçlar” TAAD, Yıl:7, Sayı:27, 2016, s.126. Borçlanma araçlarının satışı ise, II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2. Sayılı Tebliğ)’de düzenlenmiştir. II-5.2. Sayılı Tebliğ’in Genel esaslar başlıklı md.5/5 hükmünde, yatırımcıların satın almak istedikleri aracın bedelini ihraç belgesinde belirtilen süre içerisinde bankaya yatırmaları gerektiği düzenlenmiştir. Madde lafzından borçlanma araçlarının bedelinin para ile ödenmesi gerektiği anlaşılmakla birlikte anılan maddenin 6’ncı fıkrasında ise borçlanma araçlarını halka arz edilerek satılmasında yatırımcıların bedel olarak pay, fon, devlet ve özel borçlanma araçları, kira sertifikalarının ve Kurulca uygun görülecek benzer varlıkların bloke edilmesi suretiyle de talepte bulunulabileceği düzenlenmiştir. Ancak bu durumda blokaj konulan varlıkların hangi bedel üzerinden değerlendirileceği hususunda izahnamede bir düzenlemenin yer alması gerektiği belirtilmiştir. II-5.2. Sayılı Tebliğ’in 6’ncı maddesinde sermaye piyasası araçlarının halka arz edilmeksizin ve halka arz edilerek satılabileceği, halka arz edilmeksizin satışların ise tahsisli ya da nitelikli yatırımcıya satış suretiyle yapılabileceği düzenlenmiştir. Öte yandan Kurulun ilgili düzenlemelerinde aksine bir hükmün bulunmaması kaydıyla, halka arz edilerek ve edilmeksizin yapılan satış türlerinin bir arada kullanılması da mümkündür. Dolayısıyla borçlanma araçlarının bedelinin, halka arz edilerek ya da edilmeksizin satışına göre para ya da yukarıda belirtilen şekillerden biriyle ödenebilecektir. Yapılan açıklamalar kapsamında hedef ortaklığın kontrolünün ele geçirilmesi sonrasında, pay sahipleri tarafından paylarını ortaklık tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarıyla trampa edip edemeyeceği hususunda hukukumuzda mevcut bir düzenlemenin bulunmadığı görülmektedir. Belirtildiği üzere tüketim ödünç sözleşmeleri kapsamında değerlendirilen borçlanma araçlarının ihracı konusunda; ihraççı (şirket) tarafından yatırımcıdan alınan “bedel”in para ya da misli bir eşya olabileceği

incelenmesinden ziyade pay bedelinin para ile ödenme zorunluluğu bulunup bulunmadığına ilişkin değerlendirme yapılması gerekmektedir.

Anonim şirketlere hâkim olan ilkelerden biri olan sermayenin korunması ilkesi, pay sahiplerinin tek borç ilkesiyle ilintilidir. Tek borç ilkesi uyarınca TTK md. 480 hükmünde düzenlenen tek borç ilkesi uyarınca, Kanun'da öngörülen istisnalar dışında pay sahibine pay bedelini yahut itibari değerini aşan ölçüde ifa borcu yükletilemeyecektir. Bu kapsamda pay sahipleri yalnızca taahhüt etmiş oldukları sermayeyi şirkete getirmekle yükümlüdürler⁷⁶⁷. TTK md. md.342 uyarınca pay sahipleri sermaye koyma borçlarını nakdi ya da aynı sermaye ile yerine getirebilecektir. Dolayısıyla pay sahipleri, pay bedelini şirkete ödemekle yükümlü olup bu yükümlülük aynı zamanda anonim şirketlerde sermayenin korunması ilkesinin bir sonucudur. Malvarlığının korunması ilkesi bakımından dikkat edilmesi gereken ilk husus şirket esas sözleşmesinde belirtilen sermaye miktarının pay sahipleri tarafından sermayenin tamamının ödeneceğinin taahhüt edilmiş olması ve TTK'da belirtilen süre içerisinde taahhüt edilen sermayenin şirkete ödenmesidir⁷⁶⁸. Görüldüğü üzere pay sahiplerinin, şirkete sermaye getirirken taahhüt etmiş oldukları pay bedellerinin aynı ya da nakdi olabileceği hükme bağlanmışken, şirketin kuruluşu sonrasında, nama yazılı paylar üzerinde bir bağlam bulunmadığı varsayımı altında, payların serbest devredilebilirliği ilkesi kapsamında pay sahiplerinin paylarını devrederek ortaklıktan çıkma hakkı bulunmaktadır. Bu durumda ise pay bedellerinin ne şekilde ödeneceği, payı devreden ve devralan arasındaki özel ilişkide belirlenecektir. Ancak payı devralanın şirketin kendisi olması halinde, pay bedelinin ödenme şekli farklılık arz etmekte olup ayrıca incelenmesi

düzenlenmiştir. Nitekim II-5.2. sayılı Tebliğ'in md.5/5-6 hükümlerinde de borçlanma aracı bedelinin para ya da fon, devlet ve özel borçlanma araçları gibi varlıklarla ödenebileceği düzenlenmiştir. Ancak II-5.2. Tebliğ'in hükümleri incelendiğinde Tebliğ'in md.5/6 hükmü uyarınca nakden ödeme yerine pay, fon ya da Kurulca uygun görülen diğer varlıkların blokajı suretiyle borçlanma aracı alınabileceği düzenlemesinin borçlanma araçlarının halka arz edilerek satılması halinde geçerli olduğu görülmektedir. Borçlanma araçlarının halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya ya da tahsisle satış suretiyle satılmasında ise II-5.2. sayılı Tebliğ'in md.5/5 hükmü uyarınca bedelinin para ile ödenmesi gerektiği düşünülmektedir.

⁷⁶⁷ **Okutan Nillson**, Gül: Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri, İstanbul, 2001, s. 15 vd; **Şehirali Çelik**, (Manavgat&Kırca), s. 109 vd; TTK md. 329/2.

⁷⁶⁸ **Şehirali Çelik** (Manavgat&Kırca), s. 130.

gerekmektedir. Nitekim bu durumda Türk hukukunda TTK md. 379 ve SPKn md. 22 uyarınca şirketin kendi paylarını iktisabı hususu gündeme gelecektir⁷⁶⁹.

Şirketin kendi paylarını iktisap veya rehin olarak kabul etmesini düzenleyen TTK 379'uncu maddesinin birinci fıkrası uyarınca; bir şirketin ancak esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşmayacak oranda ve ivazlı olarak iktisap ve rehin edebileceği düzenlenmiştir. Şirketin kendi paylarını iktisabı yöntemi başlı başına şirket ele geçirmelerine karşı uygulanabilecek yöntemlerden biri olarak kabul edilmektedir⁷⁷⁰. Hükmün devamında ise bu yetkinin genel kurul tarafından en çok beş yıllığına yetkilendirilen yönetim kurulu tarafından kullanılabilmesi, pay bedellerinin alt ve üst sınırlarının gösterilmesi gerektiği⁷⁷¹ ve ancak bedeli tamamen ödenen payların şirket tarafından iktisap edilebileceği belirtilmiştir. Ancak geri alınan pay bedellerinin ne şekilde ödenmesi gerektiğine ilişkin bir düzenleme yapılmamıştır. Ödenecek pay bedellerinin şirketin net aktifinden ödenmesi gerektiği⁷⁷² ve pay bedellerinin alt ve üst sınırlarının gösterilmesi gerekliliği göz önünde bulundurulduğunda, bedellerin nakdi ödeme zorunluluğunun bulunmadığı düşünülmektedir. Görüldüğü üzere yönetim kurulu tarafından bu yetkinin kullanılabilmesi; genel kurul tarafından yetkilendirilmiş olması ve sermayenin onda birlik kısmını aşmaması şartına bağlanmış olup başkaca bir şart getirilmemiştir. Dolayısıyla yönetim kurulu bir sebep göstermeksizin, gerektiği hallerde bu yetki⁷⁷³ kapsamında hareket edebilecektir⁷⁷⁴. Yönetim kurulunun

⁷⁶⁹ Anonim şirketlerin kendi payını iktisabına getirilen sınırlandırmanın temelinde, şirketin kendi paylarını iktisap etmesi sonucunda paylara özgülenen oy haklarının kullanılmaması sebebiyle kullanılmayan oy haklarının karar nisaplarını değiştirerek genel kurulda daha düşük oranlarla karar alınmasına sebebiyet vermesi ve bu yolla şirkette küçük miktarlı paya sahip olan pay sahiplerinin yönetimde kontrolü ele geçirmesine engel olma düşüncesi yer almaktadır. **Sevi**, Ali M.; Anonim Ortaklıkta Pay Devri, 4.Bası, Seçkin, Ankara 2018. s. 74; **Atakan**, Murat C.: “Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabının Hukuki Sonuçları” İnÜHFD 12(1), 2021 s. 365; **Cenkci**, s. 316

⁷⁷⁰ **Şehirli Çelik**, s. 326.

⁷⁷¹ TTK md. 379/5: “Yukarıdaki fıkralarda yer alan hükümler, ana şirketin paylarının yavru şirket tarafından iktisabı hâlinde de uygulanır. Pay senetleri borsada işlem gören şirketler hakkında, Sermaye Piyasası Kurulu şeffaflık ilkeleri ile fiyata ilişkin kurallar yönünden gerekli düzenlemeleri yapar”

⁷⁷² **Özkorkut**, Korkut: “Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı İlke Kararı ile Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?” C.27, S.3, BATİDER, 2011, s. 23.

⁷⁷³ “Kanun koyucu, bu yetkinin kullanılmasında yönetim kuruluna verilen serbestinin amacını, payları borsada işlem gören şirket paylarının manipülasyonu ve kur dalgalanmalarının şirkete zarar vermesi durumunda şirketin arzu edilmeyen zararlara uğramamasına olanak sağlayan etkin bir araç olarak kullanılması şeklinde tanımlamıştır” TTK Gereke md. 379/2, ikinci para.

⁷⁷⁴ TTK Gereke md. 379/2.

yetkilendirilmesinde bir gerekçe zorunluluğunun bulunmamasından⁷⁷⁵ ötürü şirketin kendi paylarını iktisabının bir savunma mekanizması olarak değerlendirilebileceği düşünülmektedir⁷⁷⁶. Ancak kanun koyucu, yönetim kuruluna verilecek yetkinin genel kurul tarafından kanuna, ahlâka ve adâba aykırı ve borsa ticareti yapmaya yönelik olmamak şartıyla belirli amaçlara özgüleyebileceğini belirtmiştir. Her ne kadar bu yetkinin kullanılabilmesi için yönetim kurulunun genel kurul tarafından yetkilendirilmiş olması şart koşulmuş olsa da TTK md. 381 hükmü uyarınca şirket; yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak için gerekli olduğu takdirde, kendi paylarını, 379'uncu maddeye göre genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan da iktisap edebilecektir. Bu noktada yakın ve ciddi bir kayıp kavramının kapsamı tartışılmalıdır.

Nitekim şirket yönetim kontrolünün başkaları tarafından ele geçirilmesi yakın ve ciddi bir tehlike⁷⁷⁷ kapsamında sayılabilecek midir? Madde gerekçesi incelendiğinde *şirket hakimiyetinin başka bir grubun eline geçmesi veya geçecek olmasının* yakın ve ciddi bir tehlike olarak addedildiğini görmekteyiz. Şehirali Çelik, kanun koyucunun bu yaklaşımını, şirket kontrolünün ele geçirilmesi olgusunun olumsuz, şirkete zararlı bir durum algısı yaratıldığı için eleştirmektedir. Gerekçeye bakıldığında şirketin yakın⁷⁷⁸ ve ciddi bir tehlikeden kaçınması amacıyla kendi paylarını iktisap edebileceği görülmektedir. Ancak özellikle mevcut yöneticiler tarafından iyi ve etkin bir şekilde yönetilemeyen şirketler için kontrolün ele geçirilmesi pay sahipleri ve şirket menfaatleri için olumlu bir durum yaratabilecektir⁷⁷⁹.

⁷⁷⁵ TTK Gerekçe md. 379/2.

⁷⁷⁶ Şehirali Çelik, s. 326.

⁷⁷⁷ TTK Gerekçesinde yakın ve ciddi “kayıp” ve “tehlike” kavramları eş anlamlı olarak kullanılmıştır.

⁷⁷⁸ Tekinalp'e göre “yakın” kavramı hemen anlamına gelmemektedir. Yakın, 6-12 ay içerisinde gerçekleşmesi mümkün kayıp şeklinde anlaşılmalıdır. Ancak bu demek değildir ki yakın kavramı yalnızca aylarla ifade edilebilir. Her somut olay karşısında yakın kavramı yeniden yorumlanmalıdır. Bkz: Tekinalp (Poroy & Çamoğlu) 841.a.

⁷⁷⁹ Şehirali Çelik, s. 327. Nitekim pay sahiplerine yöneltilecek yüksek miktartlı bir pay alım teklifi sırasında, mevcut şirket yöneticilerinin içerisinde bulunduğu çıkar çatışması sebebiyle teklifi bertaraf edecek şekilde şirket paylarını iktisap etmesi halinde pay sahiplerinin çıkarı gözetilmemiş olacaktır. Öte yandan özel kanuna tabi anonim şirketlere uygulanacak özel hükümlerin önceliğini kabul eden TTK'nın 330'uncu maddesi ve şirketlerin kendi paylarını iktisabına ilişkin diğer kanunlardaki hükümleri saklı tutan TTK'nın 387'nci maddesi ile yukarıda belirtilen TTK'nın 379'uncu maddesin 5'inci maddesi uyarınca SPKn'da konuya ilişkin özel hükümler öngörülmiştir.

HAO'lar bakımından payların geri alınması ise SPKn md. 22 hükmünde düzenlenmiş olup konu ile ilgili ayrıntılı düzenlemeler konu Kurul tarafından halka açık anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisabı ve rehnine ilişkin olarak 03.01.2014 tarihli II-22.1 sayılı Geri Alınan Paylar Tebliği⁷⁸⁰ (II-22.1 Sayılı Tebliğ) ile düzenlenmiştir. Tebliğ hükümlerinde de TTK md. 379 hükümlerine paralel olarak, payların geri alım programında genel kurul tarafından yetkilendirilmiş yönetim kurulunun görevli olduğu belirtilmiştir. Payları borsada işlem gören şirketler için yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak⁷⁸¹ amacıyla genel kurul kararı aranmaksızın yönetim kurulunun tek başına harekete geçebileceği hususu da ayrıca düzenlenmiştir. Bununla birlikte Tebliğ'in md. 9/1 hükmü uyarınca geri alınan payların itibari değerinin, şirketin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesinin yüzde onundan fazla olamayacağı düzenlenmiştir⁷⁸². Bakıldığında geri alınan paylar, pay sahiplerinden bu yönde bir talep gelmeksizin, oluşturulan program neticesinde payların şirket bünyesinde toplanmasıdır.

Öte yandan Kurul tarafından çıkarılan II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nde⁷⁸³ (II-23.3 sayılı Tebliğ) pay sahiplerinin Tebliğ'in 4'üncü maddesinde tanımlanan önemli nitelikteki işlemler⁷⁸⁴ sebebiyle SPKn md. 24 ve II-23.3

⁷⁸⁰ 3/1/2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷⁸¹ Şirket hakimiyetinin el değiştirmesi de yakın ve ciddi kayıp kavramı kapsamında incelenmektedir. TTK Gereke md. 381; **Keskin**, Mustafa: Halka Açık Anonim Ortakların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018, s. 100.

⁷⁸² Ancak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan 21 Temmuz 2016 ve 25 Temmuz 2016 tarihli duyurular neticesinde; borsa şirketleri için kendi payını iktisap sınırı belirleyen II-22.1 sayılı Tebliğ'in 9 maddesinin birinci fıkrasında belirtilen %10'luk sınırın uygulanırılığı kalmamıştır. Buna göre, bu şirketler yeni bir duyuruya kadar hiçbir limitle bağlı olmaksızın borsada kendi paylarını satın alabilecektir. Dolayısıyla Kurulumuzun halen yürürlükte olan duyuruları kapsamında, Şirket'in şu an dahi sermayesinin %10'unu aşan oranda pay iktisap etmesi önünde de bir engel bulunmamaktadır. Duyuru adresi için bkz: <https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20160721/0>, (ET:12.02.2022) Görüldüğü üzere HAO'lar bakımından %10 oranındaki iktisap sınırının kalkması, şirketlerin kendi paylarını iktisabı suretiyle ele geçirilmelere karşı başvurabileceği savunma mekanizmasını daha da güçlendirmiş ve %10'luk handikap ikinci bir duyuru yahut düzenlemeye kadar ortadan kaldırılmıştır.

⁷⁸³ 27/6/2020 tarihli ve 31168 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷⁸⁴ II-23.3. Sayılı Tebliğ Madde 4 – “(1) Ortaklıkların; a) 5 inci maddede tanımlanan birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olması, b) Tür değiştirmesi, c) 6 ncı maddede belirlenen önemlilik ölçütlerini sağlayan mal varlığının devri veya bu mal varlığının devri sonucunu doğuran işlemler tesis edilmesi veya bu mal varlığı üzerinde 3/1/2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1)’nin 12 nci maddesine aykırı olmamak kaydıyla üçüncü kişiler lehine sınırlı aynı hak tesis edilmesi, ç) İmtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, önemli nitelikteki işlem sayılır. (2) Kurulun diğer düzenlemelerinde önemli nitelikteki işlem olarak belirlenen işlemler de bu Tebliğ hükümlerine tabidir. (3) Birinci fıkrada sayılmamakla birlikte, bir bütün olarak ele alındığında ortaklığın temel faaliyetleri veya olağan ticari hayatında esash değişiklik yapılmak suretiyle yatırımcıların yatırım kararlarının değişmesine yol

sayılı Tebliğ'in 11'inci maddesindeki şartları taşımak suretiyle⁷⁸⁵ ortaklıktan ayrılma hakkını kullanabileceği hükme bağlanmıştır. Burada ise, bir program çerçevesinde şirket paylarının geri alınması değil, ayrılma hakkını kullanan pay sahiplerinin pay bedellerinin şirket tarafından ödenmesi kanuni bir zorunluluk teşkil etmektedir⁷⁸⁶. Geri alınan paylara ilişkin hususlar da şirketin kendi paylarını iktisabı düzenlemesine göre şekillenmiştir⁷⁸⁷. Dolayısıyla geri alınan payların bedeline ilişkin düzenlemeler II-22.1 sayılı Tebliğ ve II-23.3. sayılı Tebliğ hükümlerinde yer almaktadır. II-23.3 sayılı Tebliğ'in md.14/5 hükmü gereğince ayrılma hakkı bedelinin tam ve nakden ödenmesi gerektiği hükme bağlanırken, II-22.1 sayılı Tebliğ kapsamında yapılacak pay geri alımlarında yalnızca payları borsada işlem görmeyen HAO'lar bakımından geri alınacak pay bedellerinin nakit olarak ödenmesi gerektiği hükme bağlanmış olup payları borsada işlem gören HAO'lar bakımından ayrıca bir düzenleme yapılmamıştır. Bu doğrultuda, payları borsada işlem gören HAO'ların bir program sebebiyle geri alınan paylarında da nakden ödeme zorunluluğu bulunmadığı görülmektedir.

Yapılan açıklamalar doğrultusunda, yukarıda açıklanan istisnalar saklı tutularak, şirketin kendi paylarını iktisabı sonucunda payını devreden pay sahibine yapılacak ödemenin, nakden ödeme zorunluluğunun bulunmadığı görüldüğünden, geri alınan pay bedellerinin şirket tarafından ihraç edilen borçlanma aracı ile ödenebileceği, bir diğer anlatımla payın borçlanma aracı ile trampa edilebileceği değerlendirilmektedir. Öte yandan belirtmelidir ki, "back end poison pills" planında, hedef şirketin borçlanma araçlarının ihracı konusundaki motivasyonu ele geçirmenin bedelini arttırmak iken borçlanma araçları esasen ortaklıkların pay ve pay sahibi sayısını artırmaksızın sermaye elde etmeleri amacına hizmet etmektedir. Dolayısıyla 'poison pills'in bu türünde öncelikli amaç sermaye elde etmek olmadığından bu doğrultuda ihraç edilecek

açacak, ortaklığın yapısına ilişkin temel işlemler Kurul tarafından önemli nitelikteki işlem olarak değerlendirilebilir." Şirket kontrolünün ele geçirilmesi, anılan maddenin üçüncü fıkrası kapsamına girdiğinden önemli nitelikte işlem statüsünde olduğu değerlendirilmektedir.

⁷⁸⁵ Önemli nitelikteki işlemin görüşüldüğü genel kurul toplantısında karara olumsuz oy vererek muhalefetini tutanağa geçiren pay sahipleri, paylarını şirkete satarak ortaklıktan ayrılma hakkına sahiptir. Dolayısıyla pay sahibinin satma hakkını şirkete karşı ileri sürecektir. Bkz: **Sönmez**, Yusuf Z.: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul , Beta Yayınları, 2009.

⁷⁸⁶ **Vuraloğlu Semerci**, s. 237.

⁷⁸⁷ **Vuraloğlu Semerci**, s. 237.

borçlanma araçları, mevcut pay sahiplerine halka arz edilmeksizin tahsisli satış suretiyle yapılabilecektir⁷⁸⁸.

Ancak pek tabi bu durumda TTK md. 379 ve SPKn md. 22 hükümlerinde düzenlenen sınırlamalara uygun hareket edilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla ‘poison pills’in bir diğer türü olan “back-ends poison pills”, şirketin kendi payını iktisabı kapsamındaki düzenlemeler doğrultusunda, Türk hukukunda uygulanabilecektir.

3.3. TÜRK HUKUKUNDA ‘POISON PILLS’İN UYGULANMASINDA YETKİLİ ORGANIN TESPİTİ

3.3.1. Genel Olarak

Şirket yönetiminin ele geçirilmesi kapsamında pay alım teklifleri, ülkelerin sermaye piyasasının derinliği ve her bir ülke özelinde şekillenen hukuk sistemleri doğrultusunda farklı şekillerde düzenlenmiştir. Ancak belirtilmelidir ki, her ne kadar yürürlükte hukuki düzenlemeler mevcut olsa dahi o ülkenin gelişmiş ve derin bir sermaye piyasası yoksa, bir diğer deyişle ülkede anonim şirketlerin çoğu aile tipi ve kapalı tip anonim şirketlerden oluşmaktaysa, konu ile ilgili yapılacak yasal düzenlemelerin uygulama alanı bulunmayacağından ya da uygulama kapsamı sınırlı olacağından ötürü pay alım teklifi yoluyla şirket kontrolünün ele geçirilmesi ve bu kapsamda savunma mekanizmalarına başvuru zayıf kalacaktır⁷⁸⁹.

İngiliz ve Kıta Avrupası hukuk sisteminde savunma mekanizmalarına başvuru bakımından temel olarak şirket yönetim kurulu üyeleri ve pay sahipleri arasında meydana gelecek çıkar çatışmasına ilişkin sorunlar ortaya konmuş ve bu sebeple yönetimin bu kararı alabilmesi pay sahiplerinin iradesini yansıtan genel kurul onayına

⁷⁸⁸ Halka açık şirket paylarının borçlanma araçlarıyla trampa edilmesi hususunda, VII-128.8 sayılı Tebliğ’in 4 üncü maddesinde de belirtildiği üzere: “*ihraç edilecek borçlanma araçları, Tebliğin 9 uncu maddesi çerçevesinde hesaplanacak olan ihraç limiti dahilinde kalmak kaydıyla Kurulca uygun görülecek ihraç tavanı içinde farklı koşullar üzerinden tertipler halinde satılabilir. Yurt içinde ve yurt dışında yapılacak ihraçlar için Kuruldan farklı ihraç tavanları alınması zorunludur*” dolayısıyla borçlanma araçlarının ihracı hususunda anılan ihraç tavanına uygun şekilde hareket edilmesi gerekmektedir.

⁷⁸⁹ **Hacımahmutoğlu**, AT Komisyonu’nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisi, s. 99.

bağlanmışken Amerikan hukuk sisteminde şirket menfaatine aykırı olmamak şartıyla şirket yönetimi tarafından savunma mekanizmalarına başvurulabileceği hususu düzenlenmiştir. Öyle ki ‘poison pills’, Amerikan hukuk sisteminde yalnızca yönetim kurulu kararıyla ihdas edilebilir niteliktedir. Dolayısıyla savunma mekanizmalarının uygun görüldüğü hukuk sistemlerinde anılan mekanizmalara başvuru noktasında Türk sermaye piyasalarının güncel durumunu incelemek önem taşımaktadır.

Türk sermaye piyasalarındaki güncel durum incelendiğinde; her ne kadar Türkiye’nin finansal derinliği ve sermaye piyasaları 1970’li yıllardan itibaren büyük bir devinim halinde olsa da Avrupa ülkeleri ve Amerika ile kıyaslandığında ülkemiz sermaye piyasaları geride kalmaktadır⁷⁹⁰. Nitekim Amerikan borsa şirketlerinin işlem hacmi; Borsa İstanbul şirketlerinin işlem hacminin yaklaşık 245 katı iken, Çin borsa şirketlerinin işlem hacmi yaklaşık 53 katı ve Hindistan borsa şirketlerinin işlem hacmi ise yaklaşık 14 katıdır. Ülkemizde 2022 yılı itibariyle borsada işlem gören toplam şirket sayısı ise 541 adettir⁷⁹¹. Bununla birlikte halka açık şirket sayısı 562 olmasına karşın bu şirketlerden yalnızca 115 tanesi borsada işlem görmemektedir. Dolayısıyla halka açık şirket paylarının üçte birine yakını borsaya kote değildir⁷⁹².

Her ne kadar sermaye piyasalarımız, pay alım teklifleri yoluyla şirket kontrolünün ele geçirilmesi ve savunma mekanizmalarına başvuru noktasında yeteri kadar gelişmiş olmasa da yapılacak yargısal düzenlemelerle bu durumun önünü açmak mümkün müdür? Bir başka deyişle gelişmekte olan sermaye piyasalarına sahip ülkeler bakımından bir yargı reformuna gidilmesi suretiyle sermaye piyasalarının derinlik kazanabilmesi ihtimali düşünülmelidir. Öte yandan Türk hukukunda konu ile ilgili yasal bir düzenlemenin bulunmaması sebebiyle ‘poison pills’e başvuru kararının ne şekilde alınması gerektiği hususunun tespiti gerekmektedir.

⁷⁹⁰ **Altıparmak Engin**, Duygu: Sermaye Piyasaları ve Ekonomik Büyüme Üzerine Bir İnceleme, Yüksek Lisans Tezi, 2020, s. 60.

⁷⁹¹ <https://www.kap.org.tr/tr/bist-sirketler>, (ET: 20.02.2022).

⁷⁹² <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/EVeri>, (ET:20.02.2022).

3.3.2. Türk Hukuku'nda Yetkili Organın Tespiti Bakımından Genel Değerlendirme

Ele geçirme teklifiyle karşı karşıya kalan hedef şirketin savunma mekanizmalarına başvurup başvuramayacağı, başvurması halinde ise hedef şirkette yetkili organın; pay sahiplerinin iradesini yansıtan genel kurul mu yahut yönetim kurulu mu olacağı hususu konuya ilişkin en temel sorunu oluşturmaktadır. Bir üst başlıkta incelendiği üzere, 'poison pills'in Türk hukukunda yansımaları bulunmakla birlikte anılan düzenlemelere başvurulması bakımından genel kurul ve kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş şirketlerde esas sözleşme ile yetkilendirilmiş yönetim kurulunun yetkili olduğu görülmektedir. Bu kapsamda yönetim kurulunun esas sözleşmeyle yetkilendirildiği durumlarda, pay sahiplerinin bu yöndeki iradesini yönetim kurulunu önceden yetkilendirmek suretiyle iletmiş olduğu düşünülebilecektir. Ele geçirme teklifi karşısında hedef şirket pay sahiplerinin menfaati ve pay sahiplerinden ayrı olarak bir tüzel kişiliğe sahip olan hedef şirketin kendi menfaatinin öncelikli korunması değerlendirildiğinde ise korunması gereken menfaat uyarınca karar almaya yetkili organın da değişeceği düşünülmektedir⁷⁹³. Zira şirketi temsil etmek ve şirketin hak ve menfaatlerini korumak yönetim kuruluna aittir; pay sahiplerinin menfaatinin korunması genel kurula aittir. Bununla birlikte savunma mekanizmalarına başvuru hususu, şirketin olağan işlemlerinden biri olarak değerlendirildiğinde yine yönetim kurulu yetkisinde olduğunu söylemek de mümkündür⁷⁹⁴.

AB hukukunda hedef şirket yönetiminin ele geçirme teklifiyle karşı karşıya kalması halinde yöneticilerin şirketteki mevcut konumlarını yitirme endişesi sebebiyle içerisinde bulundukları çıkar çatışmasından ötürü, yönetim kurulu üyelerinin davranış yükümlülükleri ayrıntılı şekilde düzenlenmiştir. Ancak 13. Şirketler Hukuku Direktifi'nin hukukumuzdaki karşılığını teşkil eden II-30.1 sayılı Vekâleten Oy Kullanılması ve Çağrı Yoluyla Vekâlet Toplanması Tebliği incelendiğinde hedef şirket yönetim kurulunun davranış yükümlülüklerine ilişkin özel bir düzenleme bulunmadığı

⁷⁹³ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 131.

⁷⁹⁴ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 133.

görülmektedir⁷⁹⁵. Bu sebeple AB hukukundan farklı olarak sermaye piyasası hukukumuzda hedef şirket yönetim kurulunun ele geçirme teklifi karşısında savunma mekanizmaları olarak adlandırılan ve teklifi başarısızlığa uğratacak eylemlerde bulunmasına ya da bulunmamasına ilişkin düzenlemeler ayrı bir başlık altında düzenlenmemiştir. Bununla birlikte anılan Tebliğ'in vekâleten oy kullanılmasına ilişkin bölümünün 7'inci maddesinin 2'nci fıkrasında şirketin vekil tayin edilmek üzere herhangi bir pay sahibine telkinde bulunamayacağı ve bu konuda yönlendirme yapamayacağı hususu düzenlenirken⁷⁹⁶ Tebliğ'in devamında çağrı yoluyla vekâlet toplanmasını düzenleyen 12'nci maddesinin 6'ncı fıkrasında ise hedef şirket yönetim kuruluna, yönetim kontrolünü elinde bulundurmeyan kişiler tarafından çağrı yoluyla vekâlet toplanacak hallerle sınırlı olarak bir temsilci önerme yetkisi tanınmıştır⁷⁹⁷. Kanaatimizce Tebliğ'in md.12/6 hükmünde yönetim kuruluna açıkça tanınan yetki, şirkette yönetim kontrolüne sahip olmayan kişiler tarafından yapılacak çağrı için yönetim kurulu tarafından bir temsilci önerilmesi yönetim kurulunun tarafsızlığını bozan eylem olarak nitelendirilebilecektir. Her ne kadar şirket yönetimini elinde bulundurmeyan kişiler için bir temsilci önerme yetkisinin yönetim kontrolüne ve bu kapsamda pay alım teklifine etki etmediği düşünülse de yönetim kurulu tarafından önerilen temsilcinin diğer pay sahipleri ya da grupları ile birlikte hareket etmesi sonucunda şirket yönetimine etki edecek kararlar alabilmesi muhtemeldir.

Bununla birlikte II-26.2 sayılı Tebliğ düzenlemelerinde 13. Şirketler Hukuku Direktifi'ne paralel düzenlemeler bulunduğu görülmektedir. Bu düzenlemelerden biri; Tebliğ'in 23'üncü maddesinde düzenlenen rekabetçi tekliflerdir⁷⁹⁸. 13. Şirketler Hukuku

⁷⁹⁵ Şehirali Çelik, s. 352.

⁷⁹⁶ Tebliğ md. 7/(2): "Ortaklıklar tarafından, birinci fıkra uyarınca ilan edilen ve/veya gönderilen vekaletname formlarında, vekil tayin edilmek üzere herhangi bir kişi lehine yönlendirme yapılamaz, telkin ve önerilerde bulunulamaz"

⁷⁹⁷ Tebliğ md. 12/(6): "Yönetim kontrolünü elinde bulundurmeyan kişiler tarafından çağrı yoluyla vekalet toplama girişiminde bulunulması durumunda, ilgili ortaklık yönetim kurulu da bir yönetim temsilcisi önerebilir. Bu işlem Tebliğ Ek-2'deki vekaletname formu ve Ek-3'teki bilgi formu kullanılarak yapılır. Çağrıda kullanılacak bilgi formu ve vekalet formu birinci fıkrada belirtilen II. KISIM 6 esaslar çerçevesince hazırlanır, bilgi formu imzalanır. Bu formlar, ortaklık türüne göre bu maddenin iki ve üç numaralı fıkralarında belirlenen şekilde pay sahipleri tarafından kolaylıkla fark edilecek biçimde ayrı bir başlık altında kamuya duyurularak çağrı gerçekleştirilir."

⁷⁹⁸ II-26.1 Sayılı Tebliğ md. 23 – "(1) Rekabetçi teklif, ilk gönüllü pay alım teklifinin satın alma süresi içerisinde üçüncü bir tarafça yapılan teklifi ifade eder. (2) Rekabetçi teklif verildiğinde; ilk teklifin kabul süresi rekabetçi teklifin kabul süresinden önce sona eriyorsa, ilk teklifin kabul süresi talep

Direktifi'nin 9'uncu maddesinde düzenlenen şirket yönetiminin "alternatif teklifler" araması uygulamasının hukukumuzdaki yansımalarının anılan hükümde düzenlenen "rekabetçi teklifler" olduğunu söylemek mümkündür. Nitekim Direktif'in 9'uncu maddesinde ele geçirme teklifi karşısında hedef şirket yönetim kurulunun alternatif teklifler aramak⁷⁹⁹ dışında ele geçirme teklifini bertaraf edecek nitelikte eylemlerde bulunmadan önce pay sahiplerinin onayını almak zorunda olduğu düzenlenmiştir⁸⁰⁰. Dolayısıyla şirket yönetiminin önceden bir genel kurul kararı olmaksızın mevcut teklif karşısında alternatif bir teklif bulma arayışına girmesine izin verilmiştir. Bununla birlikte Direktif'te şirket yönetimine tanınmış bulunan alternatif teklifler arama yetkisinin, Direktif kapsamında yönetimin tarafsızlığı kuralına bir istisna getirip getirmediği hususu tartışılmıştır. Nitekim alternatif teklifin kabulü halinde ilk teklifin bertaraf edilmesi suretiyle esasen alternatif teklif bir savunma mekanizması işlevi görecektir⁸⁰¹. Ancak bu durumda da her ne kadar alternatif teklif bulma görevi hedef şirket yönetimine tanınmışsa da teklifi kabul edip etmeme noktasında pay sahiplerinin iradesi esas alındığından bu durumun bir istisna olarak kabul edilmediği görülmektedir.

Tebliğ'de düzenlenen rekabetçi teklifler konusunda, Direktif'te olduğu gibi şirket yönetimine teklif arama yetkisi verilmemiş olmasına karşın böyle bir arayışta bulunmamasına ilişkin bir kısıtlama yapılmadığı da görülmektedir. Alternatif tekliflerde olduğu gibi rekabetçi tekliflerde de teklif hakkında karar verme iradesi hedef şirket pay sahiplerine ait olacağından⁸⁰², şirket yönetiminin yeni bir teklif arayışına girmesi önünde bir engel bulunmamaktadır.

Görüldüğü üzere Tebliğ hükümleri incelendiğinde, pay alım teklifleri karşısında hedef şirket yönetiminin başvurulabilecek savunma mekanizmalarına ilişkin bir düzenleme

üzerine rekabetçi teklifin satın alma süresinin sona erdiği tarihe kadar uzatılabilir. Bu hüküm, rekabetçi teklifin değiştirilmesi veya yasaklanması ya da yasal hükümlerle çelişmesi halinde de uygulanır. (3) Hedef ortaklığın paylarını elinde bulunduran ve ilk teklifi kabul etmiş olan kişiler, ilk teklif ile ilgili kabulün rekabetçi teklife ilişkin bilgi formunun yayımlanmasından önce yapılmış olması ve ilk teklife ilişkin pay devrinin henüz gerçekleşmemiş olması şartıyla kabulü geri alabilir." Bu teklifler; ilk gönüllü pay alım teklifi karşısında üçüncü bir kişi tarafından yapılan teklifleri ifade etmektedir.

⁷⁹⁹ Hedef şirket yönetiminin alternatif teklifler aranması "White Knight Defense" olarak adlandırılmaktadır.

⁸⁰⁰ 13. Şirketler Hukuku Direktifi md. 9; Doğru, s. 176.

⁸⁰¹ Şehirali Çelik, s. 159.

⁸⁰² II-26.1 sayılı Tebliğ md. 5/1.

bulunmadığı görülmektedir. Bu durumda savunma mekanizmalarına başvuru konusunda genel kurul ve yönetim kurulu yetki ayrımının incelenmesi gereklidir.

3.3.3. Genel Kurul ve Yönetim Kurulu Yetkilerinin Sınırları

6102 sayılı TTK md. 374 hükmü uyarınca; yönetim kurulunun yetki ve görevlerinin sınırı genel kurulun yetkisine bırakılmış görevler dışında şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gerekli olan her türlü iş ve işlem hakkında karar almak olarak çizilirken maddenin devamında md. 375 hükmü uyarınca ise yönetim kurulunun devredilmez yetkileri düzenlenmiştir. Nihayet md. 408 hükmünde ise genel kurulun kanunda ve esas sözleşmede belirtilen hallerde yetkili ve görevli olduğu hükme bağlanmış, ikinci fıkrada genel kurulun devredilmez yetkileri düzenlenmiştir. Görüldüğü üzere Türk hukukunda genel kurul ve yönetim kurulu gerek kanun gerekse esas sözleşmede kendine tanınabilen yetkiler konusunda münhasır yetkili olacak ve birbirlerinin görev ve yetki alanındaki hususlara müdahale hakkında sahip olmayacaktır⁸⁰³. Genel kurul ve yönetim kurulunun görev ve yetkilerine ilişkin bu model; işlevler ayrılığına dayalı eşitlikçi model olarak adlandırılmaktadır⁸⁰⁴. Her ne kadar 374'üncü madde gerekçesinde de belirtildiği üzere 374 hükmü yönetim kurulunun görev ve yetkilerinin sınırlarını çizmiş ve 375 hükmü devredilmez yetkileri düzenlemişse de; genel kurulun yetkilerini düzenleyen 408'inci madde uyarınca genel kurulun kanunda, esas sözleşmede belirtilen ve madde devamında belirtilen diğer hallerde karar alma noktasında yetkili olduğu gözetildiğinde genel kurulun devredilmez yetkileri dışındaki kararların yönetim kurulu tarafından alınabileceği düşünülmektedir⁸⁰⁵. Ayrıca TTK md. 460 hükmü uyarınca kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna verilen yetkiler saklıdır.

Yine işletme politikasına dâhil olan; şirket stratejisinin belirlenmesi, risk planlamaları ve işletme planlarını belirleyerek bunlara yön vermek şirket yönetim kurulunun geniş

⁸⁰³ Kırca(Manavgat&Şehirali Çelik), s. 395.

⁸⁰⁴ Kırca(Manavgat&Şehirali Çelik), s. 395; Bkz TTK Gerekçe md. 374, 375, 408.

⁸⁰⁵ Şehirali Çelik, s. 357; Kırca, İsmail: "Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarında Takdir Yetkisi-Özen Borcu" BATİDER, 22(3),2004, s. 86, (HeinOnline).

yetkileri arasındadır⁸⁰⁶. Özellikle 408'inci madde uyarınca genel kurul yetkilerinin oldukça sınırlandırılması, yönetim kurulunun görev ve yetkilerini ön plana çıkarmasına sebebiyet verdiği söylenebilir⁸⁰⁷. Nitekim işletmenin sahibi konumunda bulunan yönetim kurulunun yetkileri kanun ve esas sözleşmeden doğmaktadır ve esas sözleşmede şirketin maksat ve konusuna giren girmeyen tüm işleri yapabilme yetkisine sahiptir⁸⁰⁸. Dolayısıyla kanunda ve esas sözleşmede belirtilenlerin yanı sıra, yönetim kurulunun, şirketin işletilmesi kapsamında gerekli olan her türlü konuda bir takdir yetkisi olduğundan bahsedilmektedir⁸⁰⁹.

Hedef şirket yönetim kurulunun 'poison pills'e başvurma yetkisine ilişkin diğer hukuk sistemlerinde kimi zaman bu kararların genel kurulun onayına sunulmasına ilişkin düzenlemelerin bulunduğu, kimi zaman ise hedef şirket yönetim kurulu kararıyla ihdas edilebileceği görülmektedir. Dolayısıyla 'poison pills'e başvuru noktasında temel sorun, yönetim kurulunun genel kurulun onayını almadan da bu mekanizmalara başvurup başvuramayacağı noktasında toplanmaktadır⁸¹⁰.

'Poison pills'e başvuru durumunda, mekanizmayı ihdas edecek yetkili organın tespiti esas sermaye ve kayıtlı sermaye sistemine göre farklılık gösterecektir. Örneğin esas sermaye sisteminde dış kaynaklardan sermaye artırımını suretiyle pay ihraç edilmesi, genel kurul kararını gerektiren bir husustur. Oysa kayıtlı sermaye sisteminde, şirket yönetim kurulu kendisine esas sözleşmeyle tanınan bu yetkiyi sınırlarını aşmadan kullandığı takdirde, genel kurul kararına ihtiyaç duymaksızın kullanabilecektir. Yönetim kurulunun kendisine esas sözleşmeyle verilmiş yetkiyi hangi amaç doğrultusunda kullandığı ise yönetim kurulunun ticari takdir yetkisiyle ilgilidir ki bu durumda da yetkinin sınırlarını özen ve bağlılık yükümlülüğü doğrultusunda şirketin menfaatine hareket etme yükümlülüğü çizmektedir.

⁸⁰⁶ **Kırca**, Takdir Yetkisi, s. 86. Ayrıca bkz: OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yönetim kurulunun görevleri hususunda bkz. **Paslı**, Ali.: Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance), İstanbul 2004, s. 206 vd.

⁸⁰⁷ **Bilgili&Demirkapı**, s. 371.

⁸⁰⁸ **Pulaşlı**, s. 430. 6102 sayılı TTK ile ultra vires kaldırıldığından, şirket konusuna girmeyen konular hakkındaki işlemler de şirketi bağlayıcı niteliktedir.

⁸⁰⁹ **Bozkurt Yaşar**, s. 150.

⁸¹⁰ **Bozkurt Yaşar**, s. 232; **Şehirli Çelik**, s. 356.

Bu noktada hedef şirketin kayıtlı sermaye sisteminde olduğu varsayımı altında, yönetim kurulunun kendisine esas sözleşmeyle tanınan yetkiyi kullanırken bu yetkinin hangi amaç doğrultusunda kullanılacağı hususunda bir hükmün esas sözleşmede yer almasının gerekip gerekmediği ve ayrıca bu yönde bir hükmün esas sözleşmede yer alıp alamayacağı tartışması yapılmalıdır. Örneğin kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşmeyle yetkilendirilmiş hedef şirket yönetim kurulu için, esas sözleşmeye “Yönetim kurulu sermaye artırımı kararını şirket ele geçirilmesini önlemek amacıyla da kullanabilir” şeklinde bir hüküm eklenebilecek midir?

Esas sözleşmeye konu edilebilecek hususların tasnifi, doktrinde başlıca dört başlık altında incelenmiş olup buna göre; “mutlak zorunlu hükümler”, “şarta bağlı zorunlu hükümler”, “ihtiyari hükümler” ve “yasak hükümler” şeklinde sınıflandırılmıştır⁸¹¹. Bu kapsamda esas sözleşmeye konulabilecek ihtiyari hükümler; anonim şirketler hukukuna ve özellikle TTK md. 340 hükmünde düzenlenen emredici hükümler ilkesine aykırı olmamak koşuluyla, esas sözleşmede yer verilebilecek hükümleri kapsamaktadır⁸¹². Nitekim TTK md. 349 hükmünde düzenlenen emredici hükümleri ilkesi gereğince esas sözleşmeye konulabilecek ihtiyari sözleşme hükümleri, ancak TTK’da bu yönde bir hüküm konulabilmesine ilişkin açık bir hüküm bulunuyorsa geçerli olacaktır⁸¹³.

Kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna tanınabilecek yetkileri düzenleyen TTK md. 460 hükmünün birinci fıkrası: “Halka açık olmayan bir anonim şirkette ... bu kurul, sermaye artırımını, bu Kanundaki hükümler çerçevesinde ve esas sözleşmede öngörülen yetki sınırları içinde gerçekleştirebilir” ve dördüncü fıkrası: “Yönetim kurulunun, imtiyazlı veya itibarî değerinin üzerinde pay çıkarabilmesi ve pay sahiplerinin yeni pay alma haklarını sınırlandırabilmesi için esas sözleşmeyle yetkilendirilmiş olması şarttır.” incelendiğinde yönetim kuruluna esas sözleşmeyle tanınan yetkinin sınırlandırılabilceği yönünde bir düzenlemenin bulunmadığı görülmektedir. Nitekim öğretide de sermaye artırımının miktarı ve zamanı bakımından

⁸¹¹ **Veziroğlu** Cem: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2021, s. 261 vd.

⁸¹² **Veziroğlu**, s. 272.

⁸¹³ **Karasu**, Emredici Hükümler İlkesi, s. 45.

yönetim kurulunun, sorumluluğunu doğuracak hususlar dışında, tam bir serbesti içerisinde olduğu ifade edilmektedir⁸¹⁴.

Aynı şekilde SPKn md. 18 hükmünde, yönetim kuruluna bahsedilen yetkinin sınırlandırılmasına ilişkin bir hüküm bulunmamaktadır. Öte yandan TTK md. 340 hükmünün ikinci cümlesinde, TTK dışındaki kanunların anonim ortaklıklara ilişkin hükümleri bakımından geçerli olmadığı düzenlendiğinden, SPKn'na tâbi halka açık anonim şirketlerde kanunun emredici hükümleriyle uyumlu olmak kaydıyla, yönetim kurulunun yetkilerinin sınırları gösteren tamamlayıcı esas sözleşme hükümleri getirilebileceği belirtilmiştir⁸¹⁵.

Buna karşın öğretide kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulunun yetkilendirilmesi için mutlak suretle bir esas sözleşme hükmü gerektiğinden, esas sözleşme hükmünün bulunmaması durumunda bu yetkileri kullanamayacağı aşıkâr olduğu için genel kurul tarafından yönetim kuruluna verilen yetkilerin kapsamının daraltılabileceği yönünde bir görüş bulunmaktadır⁸¹⁶. Bu görüşteki yazarlar tarafından TTK md. 460/1 hükmünde, yönetim kurulunun kendisine verilen yetkileri esas sözleşmede öngörülen yetki sınırları içerisinde kullanabileceği öngörüldüğünden, bu bakımdan tamamlayıcı ya da sınırlayıcı esas sözleşme hükümleri ihdas edilebileceği ifade edilmektedir⁸¹⁷. Bu kapsamda öğretide; esas sözleşmede sermaye artırım sebebi gösterilmesinin, bir diğer anlatıyla sermaye artırımının hangi amaçla gerçekleştirilebileceğine ilişkin esas sözleşme hükmünün, esas sözleşmede yer alacak ihtiyari sınırlandırma kapsamında olduğu kabul edilmektedir⁸¹⁸. Ancak sermaye artırım yetkisine ihtiyari olarak esas sözleşme ile sınırlama yetkisi getirilebileceği ifade edilse de, bu yöndeki düzenlemelerin kimi zaman

⁸¹⁴ **Tekinalp**, Ünal: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s. 48; **Bahtiyar**, Mehmet: Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, İstanbul, 1996, s. 154.

⁸¹⁵ **Cenkci**, s. 219.

⁸¹⁶ **Bektaş**, İbrahim: “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Yönetim Kuruluna Sermaye Artırım Yetkisi İle Bağlantılı Olarak Tanınabilecek Yetkiler”, 2016, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 114.

⁸¹⁷ **Karasu**, s. 52-55; **Cenkci**, s. 219.

⁸¹⁸ **Çağlar**, Hayrettin: “Sınırlı Esnek Sermaye Sistemi (Kapitalband) İsviçre Anonim Şirketler Hukukunda Yeni Bir Müessese”, GÜHFD 2013, C. XVII, S. 1-2, s. 360.

sistemden beklenen faydayı sağlayamayı engelleyebileceği belirtilerek bu durumlarda biri olarak sermaye artırım sebebinin gösteren esas sözleşme hükümleri sayılmıştır⁸¹⁹.

Kanaatimizce, yönetim kuruluna verilecek sermaye artırım yetkisinin şirket ele geçirmelerini engellemek amacıyla kullanılabileceğine ilişkin esas sözleşme hükümleri, tam olarak sistemden beklenen faydayı engelleyici nitelikte olacağından bu yönde bir esas sözleşme hükmünün konulmaması gerekmektedir.

Öte yandan pay alım teklifleri yoluyla şirket ele geçirmelerinin HAO'lara mahsus bir yapı olduğu düşünüldüğünde, dinamik bir yapısı olan sermaye piyasalarında değişen koşullara hızlı şekilde adapte olunabilmesi için şirketlerin kayıtlı sermaye sisteminde olmaları büyük önem arz etmektedir. Halka açık şirketler bakımından SPKn md. 18/5 hükmünde her ne kadar yönetim kuruluna verilecek yetkiye ilişkin esas sözleşme ile bir sınırlama yetkisi öngörülme de, TTK md. 340 hükmünün SPKn açısından uygulama alanı olmaması sebebiyle halka açık şirketler bakımından esas sözleşmede yönetim kurulu yetkisinin sınırlandırılması mümkün olmasına karşın, bu yönde bir esas sözleşme hükmünün, sistemden beklenen faydayı sağlamayacağından konulmaması gerektiği kanaatindeyiz.

3.3.4. 'Poison Pills'e Başvuru Halinde Yönetim Kurulunun Özen ve Bağlılık Yükümlülüklerinin Ultra Vires İlkesi Çerçevesinde İncelenmesi

TTK md. 369 hükmü uyarınca; şirket yönetim kurulu üyelerinin görevlerini ifa ederken gerekli özeni göstererek tedbirli ve şirket menfaatlerini dürüstlük kurallarına uymak suretiyle gözeterek davranma yükümlülüğü düzenlenmiştir⁸²⁰. Hükmün gerekçesinde, şirket yönetiminin görevini yerine getirirken özenle hareket ettiği karinesinin açıkça vurgulanarak aksini iddia edenlerin bu iddialarını ispatla yükümlü oldukları belirtilmiştir⁸²¹. Maddede yöneticiler kapsamında getirilen özenli ve tedbirli olma ölçütü, şirket yöneticilerinin kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında iş adamı kararı ilkesinden yararlanarak (Business Judgement Rule) verilen kararın sonuçlarından ötürü

⁸¹⁹ Cenkci, s. 221.

⁸²⁰ Bahtiyar, s. 242-243; Pulaşlı, s. 474, Kırca, Takdir Yetkisi, s. 85 vd.

⁸²¹ TTK Gereke md. 369.

ilgili üye ya da yöneticinin sorumlu tutulmaması esasına dayanır⁸²². Şirket yönetim kurulu üyelerine getirilen özen borcu; tedbirli bir yönetici gibi hareket edilerek iş adamı kararı alma yetkisi doğrultusunda açıklanmıştır⁸²³. Dolayısıyla özen borcu şirket yöneticilerinin üzerlerine düşen görevleri yerine getirirken gerekli ihtimamı göstermesi ve bununla bağlantılı olarak sorumluluklarının kaldırılmasının altını çizmektedir⁸²⁴. Aynı şekilde tedbirli hareket etme yükümlülüğü ise yönetimden beklenen özenli davranışlar olarak yine özen borcuna bağlı olarak açıklanmıştır. Tedbirli yönetici kavramı bir yandan da kendi kontrolünde olan eylemlerde nesnel davranışlarda bulunmayı kapsamaktadır⁸²⁵. Bununla birlikte tedbirli yönetici kavramı, kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde , yönetimin iş adamı kararı ilkesi kapsamında karar verebileceğini ve bu hallerde üye ya da yöneticinin sorumlu tutulmaması ölçüsüyle de açıklanmaktadır⁸²⁶.

TTK md. 369/1 kapsamında yöneticilerin şirkete karşı bağlılık yükümlülüklerinin bulunduğu belirtilmiştir. Bu yükümlülük oldukça geniş bir kapsama sahip olmakla birlikte genel olarak sır saklama, rekabet etmeme yükümlülüğü de dahil olmak üzere bir çok yükümlülüğü barındırmaktadır. Hükümde geçen şirket menfaatlerinin dürüstlük kuralları uyarınca gözetilmesi, bağlılık yükümlülüğü ile ilişkilendirilmiştir⁸²⁷. Hükümün gerekçesinde şirket menfaati kavramı doğrudan tanımlanmamakla birlikte, menfaatin ne

⁸²² **Pulaşlı**, s. 475. TTK Gerekçe md.369 6. Para; “*Tedbirli yönetici ölçüsü, yönetim kurulu üyesinin kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak "işadamı kararı" (business judgement rule) verilebileceğini kabul eder ve riskin bundan doğduğu hallerde üyenin sorumlu tutulmaması esasına dayanır. Genel kabul gören kural uyarınca, duruma uygun araştırmalar yapıp, ilgililerden bilgiler alınıp yönetim kurulunda karar verilmişse, gelişmeler tamamen aksi yönde olup şirket zarar etmiş olsa bile özensizlikten söz edilemez.*”

⁸²³ **Pulaşlı**, s. 475; **Bilgili&Demirkapı**, s. 392; **Özdemir**, s. 121.

⁸²⁴ **Özdemir**, s. 122-123.

⁸²⁵ **Pulaşlı**, s. 482.

⁸²⁶ **Pulaşlı**, s. 475. Business judgement rule ilkesi; şirket yönetimi, almış olduğu kararlarda; tarafsız şekilde davranmış, kararı almak ve gerekli değerlendirmeyi yapabilmek için araştırma yaparak vicdani kanaatine göre karar vermiş ve verilen karar şirket menfaati için tabiri caizse en iyisi ise, verilen karar sonucunda şirket menfaati zarar görmüş olsa dahi şirket yönetiminin özen ve bağlılık yükümlerinin ihlalinin bahsedilemeyecek ve ilgili kişiler meydana gelen zarardan sorumlu tutulamayacaktır. Nitekim bu durum madde gerekçesinde: “*Tedbirli yönetici ölçüsü, yönetim kurulu üyesinin kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak "işadamı kararı" (business judgement rule) verilebileceğini kabul eder ve riskin bundan doğduğu hallerde üyenin sorumlu tutulmaması esasına dayanır. Genel kabul gören kural uyarınca, duruma uygun araştırmalar yapıp, ilgililerden bilgiler alınıp yönetim kurulunda karar verilmişse, gelişmeler tamamen aksi yönde olup şirket zarar etmiş olsa bile özensizlikten söz edilemez. Bu kurallar 553 üncü maddenin üçüncü fıkrasında yer alan hukuk kuralı ile somuta bağlanmıştır. Özen borcunun sözleşme ile ağırlaştırılabileceği şüphesizdir*”

⁸²⁷ **Özdemir**, s. 121; **Bozkurt Yaşar**, s. 136.

şekilde korunması gerektiği açıklanmıştır. Buna göre yönetim kurulu üyesi kendi kişisel menfaatlerini, hakim pay sahibi, diğer pay sahipleri ve şirket menfaatinin önüne geçirmemelidir. Gerekçenin devamında, yönetim kurulu üyelerinin, menfaat çatışması bulunan hallerde gerekli önlemleri alarak, hakim ortak ve yakınlarını kayırmaksızın, gerekli rekabet ortamı yaratılarak şirket menfaati için pazarlık yapılması gerektiği düzenlenmiştir⁸²⁸. Dolayısıyla şirket yöneticileri yaptıkları her işlemle şirket menfaatinin ön planda tutma yükümlülüğü altında olduğundan şirket aleyhine sonuç doğurabilecek her türlü davranıştan kaçınmalıdırlar. Aksi halde TTK md. 369/1 hükmü gereğince bu davranışlarından ötürü sorumluluklarına başvurulabilecektir⁸²⁹. Bir başka ifadeyle, yöneticilerin kişisel çıkarlarını yahut diğer çıkar gruplarının menfaatlerini şirket menfaatinin önüne almayan, emredici kanun hükümlerine aykırılık teşkil etmeyen kararlara ilişkin bu kararlar şirketin menfaatinin zedeleyici olsa dahi bu sebeple şirket yöneticilerinin sorumluluğuna başvurulamayacaktır⁸³⁰.

Açıklandığı üzere şirket yönetim kurulu üyeleri özen ve bağlılık yükümlülüklerinin bir gereği olarak, şirket ve pay sahiplerinin menfaatlerini kendi menfaatlerinin üstünde tutmalıdır. Bu bağlamda yönetim kurulu üyeleri kendilerine kanun ve esas sözleşme ile verilen yetkilerini, yetkilerin kendilerine veriliş amacına uygun şekilde kullanmakla yükümlüdür. Her ne kadar yönetim kurulu üyelerinin yetkilerini verilen amaca uygun kullanma yükümlülüğü, özen ve bağlılık yükümlülüklerinden farklı olsa da bahsi geçen her iki yükümlülük de yönetim kurulu üyelerinin davranışlarını düzenlediğinden bu yükümlülüklerin birbiriyle bağlantılı olarak değerlendirilmesi gerektiği savunulmaktadır⁸³¹.

Yönetim kurulu üyelerinin kanundan ve sözleşmeden doğan yükümlülüklerini verilen amaç doğrultusunda kullanma yükümlülüğü, Türk hukukunda ayrıca düzenlenmemiş olmakla birlikte, özen ve bağlılık yükümlülüğü içerisinde yer almaktadır⁸³². Yönetim

⁸²⁸ TTK Gerekçe md. 369. 7. Para.

⁸²⁹ **Pulaşlı**, s. 483.

⁸³⁰ **Bilgili&Demirkapı**, s. 394; **Bozkurt Yaşar**, s. 167.

⁸³¹ **Hacımahmutoğlu**, Sibel: “Anonim Ortaklığın Yönetim Kurulu Üyelerinin Kendilerine Verilen Yetkiler İçinde İşlem Yapma ve Yetkileri Veriliş Amaçlarına Uygun Kullanma Yükümlülükleri” BATİDER, 33(1), 2017, s.67.

⁸³² **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulu-Yetki Sınırları, s. 76-77.

kurulu üyelerinin yetkilerini verilen amaç doğrultusunda kullanma yükümlülüğü, İngiliz içtihat hukukunda doğmuş olup sonrasında CA hükümlerinde düzenlenmiştir⁸³³. İngiliz içtihat hukukunda yönetim kurulu üyelerinin yetkilerini kendilerine verilen amaç doğrultusunda kullanma yetkisi, daha çok şirketin yeni pay ihracı konusunda ortaya çıkmıştır. Nitekim kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna belirli bir sınır dahilinde tanınan sermaye artırımı yetkisi, yönetim kurulu üyelerinin bu yetkiyi belirli bir amaç doğrultusunda kullanması gerektiğiyle sınırlandırılmıştır⁸³⁴. Ancak yönetim kurulu üyelerinin işlemlerini gerçekleştirirken uygun amaç doğrultusunda hareket etmeleri içtihat doğrultusunda geliştirilmiştir. Nitekim Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd⁸³⁵ kararında, mahkemece yönetim kurulu üyelerinin uygun amaç doğrultusunda hareket edip etmediklerinin ne şekilde belirleneceğine ilişkin usul belirlenmiştir. Buna göre esas sözleşme hükmünde tanınan yetki ayrıntılı şekilde incelenecek ve ilgili hükümde yetkinin hangi amaç doğrultusunda kullanılacağı açıkça belirlenmemiş ise yetkinin, şirket ve pay sahiplerinin menfaatlerini yükseltecek şekilde kullanılması gerektiğine karar verilmiştir⁸³⁶.

Yönetim kurulu üyelerinin yetkilerini esas sözleşmede belirtilen amaca uygun şekilde kullanıp kullanmadığına ilişkin olarak İngiliz mahkemelerine taşınan uyuşmazlıklarda konunun ağırlıklı olarak yönetim kurulu üyelerinin yeni pay ihracı yetkisindeki amacın sermaye ihtiyacı dışındaki sebeplere dayanmasına ilişkin olduğu görülmektedir⁸³⁷. Yine Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd davasında Yüksek Mahkeme tarafından, Howard Smith yöneticilerinin sermaye artırımı yoluyla yeni pay ihracı yapmış olmalarına karşın bu yetkilerini salt mevkilerini kaybetmemek ve kendi çıkarlarını gözetme amacıyla değil şirket ve pay sahiplerinin menfaatinin üst düzeye çıkarılması amacıyla kullanmış olduklarına karar verilmiştir⁸³⁸. Harlowe's Nominees Ply Ltd v Woodside (LakesEntrance) Entrance Oil Co⁸³⁹ olayında ise; şirketin tüm paylarına

⁸³³ Companies Act, Sec.171. "A director of a company must (a)act in accordance with the company's constitution, and (b)only exercise powers for the purposes for which they are conferred"

⁸³⁴ **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulu-Yetki Sınırları, s. 67.

⁸³⁵ Bkz: Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd(1974) AC 821.

⁸³⁶ **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulu-Yetki Sınırları, s. 81.

⁸³⁷ **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulu-Yetki Sınırları, s. 84.

⁸³⁸ **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulu-Yetki Sınırları, s. 84.

⁸³⁹ Harlowe's Nominees. Ply Ltd v Woodside (LakesEntrance). Entrance Oil Co [1968] HIGH COURT OF AUSTRALIA (HCA) 37.

yönetilen pay alım teklifi sebebiyle ele geçirilmeyi engellemek amacıyla, şirket tarafından sermaye artırımını yoluyla pay ihraç edilmiş olup Avusturalya Yüksek Mahkemesi konuya ilişkin kararında; şirket ve pay sahiplerinin menfaatine uygun olduğu sürece şirketin sermaye ihtiyacı bulunmasa da sermaye artırımını yapılabileceğine hükmedilmiştir⁸⁴⁰.

Yönetim kurulu üyelerinin kendilerine verilen yetkileri verilen amaç doğrultusunda kullanma yükümlülüğü, mülga TTK'dan farklı olarak TTK md. 371 hükmü gereğince “ultra vires” ilkesinin kaldırılmasıyla gündeme gelmiştir⁸⁴¹. Nitekim mülga TTK döneminde ultra vires ilkesi doğrultusunda şirketin hak ehliyeti yalnızca şirket esas sözleşmesinde belirtilen hususlar ile sınırlandırılmış ve dolayısıyla şirket yönetim kurulunun yetkilerinin sınırları da bu kapsamda çizilmişti. Ancak TTK ile ultra vires ilkesinin kaldırılmasıyla şirket yönetim kurulu üyelerinin şirket konusu kapsamında yer alan ve almayan işlemlerinden ötürü şirketi bağlayacak olmakla birlikte; yönetim kurulu üyelerinin esas sözleşmeye aykırı şekilde yapmış oldukları işlemlerin de bağlayıcı ve hukuka uygun olduğu anlamına gelmemektedir. Nitekim bu durum yönetim kurulu üyelerinin kendilerine verilen yetkileri amaçlarına uygun olarak kullanmama yükümlülüklerine aykırılık teşkil edecektir. Dolayısıyla ultra vires ilkesinin kaldırılmış olmasına karşın, bu ilkenin işlevini yönetim kurulu üyelerinin yetkilerini kendilerine verilen amaç dışında ve dolayısıyla özen ve bağlılık yükümlülüklerine aykırı olarak kullanmama yükümlülüğü yerine getirecektir⁸⁴².

Yönetim kurulu üyelerinin kendilerine kanun ya da esas sözleşmede verilen yetkileri amacına uygun şekilde kullanmaları beklenmesine karşın⁸⁴³, tanınan yetkilerin şirket ve pay sahiplerinin menfaatini üst seviyeye çıkarmak için kullanılıp kullanılmadığı ticari takdir yetkisi kapsamında değerlendirilebilecektir.

⁸⁴⁰ **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulu-Yetki Sınırları, s. 94.

⁸⁴¹ **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulu-Yetki Sınırları, s. 67.

⁸⁴² **Hacımahmutoğlu**, Yönetim Kurulu-Yetki Sınırları, s. 73.

⁸⁴³ TTK md. 369/1.

Şirket ele geçirmeleri bakımından yönetim kurulunun özen ve bağlılık yükümlülüğü; teklife ilişkin yeterli bilgi edinilmiş olması⁸⁴⁴, edinilen bilgiler doğrultusunda yönetim kurulunun savunma mekanizmasına başvurup başvurulmayacağına ilişkin karar alınması ve şirket menfaatinin gözetilmesi olmak üzere üç aşamada incelenmiştir⁸⁴⁵. Yönetim kurulu tarafından yapılan inceleme ve araştırmalar sonucunda savunma mekanizmasına başvurulmasının kararlaştırılması halinde bu kararın yönetim kurulunda oylandığı sırada toplantıya katılan üye sayısının çok sayıda olması alınan kararın daha güvenilir olmasını sağladığı düşünülmektedir. Ancak bununla birlikte söz konusu karar oybirliğiyle alındığında dahi, yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat borcuna aykırı davranabileceği durumlar olabilecektir⁸⁴⁶. İşte bu durumları engellemek amacıyla, Kurul'un II-17.2 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği ekinde bulunan Kurumsal Yönetim İlkelerinde düzenlenen bağımsız yönetim kurulu üyelerinin⁸⁴⁷ mevcudiyetinin, şirket yönetiminde tarafsız olduklarından ötürü, verilecek kararların çıkar çatışmasından uzak bir şekilde alınmasına katkı sağlayacağı düşünülmektedir⁸⁴⁸. Savunma mekanizmaları

⁸⁴⁴ II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği'nin 5,6,7 ve 8 inci maddesi uyarınca, pay alım teklifine ilişkin genel esaslar Tebliğ'in 1 numaralı ekinde bulunan bilgi formunda açıklanır. Yönetim kurulu tarafından savunma mekanizmasına başvurulabilmesi ancak teklife ilişkin yeterli inceleme ve araştırma yapılması halinde mümkündür. Bkz: **Şehirali Çelik**, s. 361.

⁸⁴⁵ **Şehirali Çelik**, s. 360 vd.

⁸⁴⁶ **Şehirali Çelik**, s. 362.

⁸⁴⁷ 6102 sayılı TTK'da bağımsız yönetim kurulu üyesi, icracı ve icracı olmayan yönetim kurulu üyelerine ilişkin bir ayırım yapılmamıştır. SPK tarafından çıkarılan II-17.2 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkelerinin 4 üncü maddesinde halka açık şirketlerde yönetim kurulunun yapısı açıklanarak yönetim kurulu üyeleri; icracı, icracı olmayan ve bağımsız yönetim kurulu üyeleri olmak üzere üç farklı kategoriye ayrılmıştır. İlkeler 4.3.2. maddesinde icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri; şirketin yönetimi dışında hiçbir olağan iş ve işleme katılmayan yönetim kurulu üyeleri olarak açıklanmıştır. Bu üyeler günlük işlere katılmasalar da şirket yönetimi açısından oldukça önemli bir değer atfedilmiştir. Nitekim halka açık şirketler bakımından kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda, yönetim kurulunun en az beş kişiden oluşması ve üyelerin çoğunluğunun icracı olmayan yönetim kurulu üyesi olması gerekmektedir. Kurumsal Yönetim İlkeleri md. 5.1. uyarınca uygulanması zorunlu olan bu ilke uyarınca, bağımsız üyelerin de icracı olmayan üyeler arasından en az iki kişi olmak suretiyle seçilmesi gerektiği düzenlenmiştir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri ise; icrada görevli olmamakla birlikte şirket yönetiminden de tamamen bağımsızdırlar. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin temel görevi; icracı yönetim kurulu üyelerini denetlemek ve yönetimde pay sahiplerinin çıkarlarını gözetmektir. Bkz: **Korkut**, Özkorkut: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, İstanbul, 2007, s. 70 vd; Bağımsız yönetim kurulu üyeleri, şirket yönetim kurulunda hem denetim işlevi hem pay sahiplerinin çıkarlarını koruyacağı düşünüldüğünden, yönetim kurulunda çoğunluğun bağımsız yönetim kurulu üyeleri tarafından temsili amaçlanmıştır. Bkz: Kurumsal Yönetim İlkeleri 4.3.1 ve 4.3.2. Ayrıntılı bilgi için bkz: **Ayan Özge**: "Pasif Yönetim Kurulu Üyesi, İcrada Görevli Olmayan Yönetim Kurulu Üyesi ve Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesinin Karşılaştırılması" Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XXV, Y. 2021, S. 1.

⁸⁴⁸ Bağımsız yönetim kurulu üyelerine atfedilen değer bir diğer örneği kendisini önemli nitelikteki işlemlerde göstermektedir. Nitekim önemli işlemler sebebiyle pay sahiplerinin ayrılma hakkının

gibi, çıkar çatışmalarıyla dolu bir organizasyonda, çoğunluğu bağımsız yönetim kurulu üyesinden oluşan yönetim kurulunda alınan kararın; bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunmayan bir karara nazaran daha doğru ve tarafsız olabilecektir⁸⁴⁹.

Madde gerekçesinde yer alan “...Hüküm, menfaatler çatışması bulunan hallerde yönetim kurulunun gerekli önlemleri almasını ve arm's length temelinde yani, hakim ortağı ve onun yakınlarını kayırmadan şirket için, şirketin menfaati için rekabet şartlarına uygun olarak pazarlık yapmasını ifade eder...” ifadesi dikkat çekicidir. Kanun koyucu şirket yönetiminin, menfaat çatışması bulunan hallerde “gerekli önlemleri” alır diyerek savunma mekanizmalarına ve “rekabet şartlarına uygun olarak pazarlık yapması” denilerek özellikle ‘poison pills’ mekanizmasının müzakare işlevine açıkça atıf yapmış mıdır?

Açıklandığı üzere uzlaşmasız ele geçirme girişimlerini bertaraf etmek adına hedef şirket yönetimi tarafından ‘poison pills’e başvurulması halinde menfaat çatışması yaşanmama ihtimali neredeyse bulunmamaktadır. Böylesi bir çıkar çatışmasının içerisinde olan hedef şirket yönetim kurulunun ‘poison pills’e başvururken pay sahipleri ve şirket menfaatini maksimize etme gayesinde olamayacaklarına ilişkin ciddi şüpheler uyandırmıştır⁸⁵⁰. Bu sebeple dilimize iş adamı kararı ilkesi olarak çevrilen “business judgement rule” un ortaya çıktığı Amerikan hukukunda; savunma mekanizmaları özelinde iş adamı kararı ilkesi tadil edilerek uygulanmaya başlamıştır. Nitekim Amerikan mahkemelerince, savunma mekanizmalarına başvuru kararının iş adamı kararı ilkesinden yararlanabilmesi için; yönetimin, şirketin bir tehlike ile karşı karşıya olduğunu düşünmesi ve bu kapsamda uygulanan ‘poison pills’in tehlike ile orantılı olması gerektiği belirtilmiştir⁸⁵¹. Öte yandan mevcut tehlike ve ‘poison pills’in tehlike

kullanılmasında; yönetim kurulunca alınan kararın ve bu konudaki bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oylarının hangi yönde kullanıldığı hususunun KAP’ta açıklanması gerekmektedir. Böylelikle pay sahiplerinin, bağımsız nitelikteki yönetim kurulu üyelerinin konu hakkındaki düşüncelerini öğrenmesi ve kararlarını daha sağlam temellere dayanarak vermesi mümkün kılınmıştır. SPKn md. 17/3, **Ayan**, s. 81-82.

⁸⁴⁹ **Şehirali Çelik**, s. 362.

⁸⁵⁰ **Bozkurt Yaşar**, s. 224.

⁸⁵¹ Amerika’nın Delaware eyaletinde, şirket ele geçirmelerinde hedef ortaklığın yönetim kurulu üyelerinin davranış yükümlülüklerinin ve uygulanacak savunma mekanizmalarının temel kriterleri, Unocal v. Mesa Petroleum davasında belirlenmiş olup bu ilkeler Unocal ilkeleri olarak anılmaktadır. Anılan mahkeme kararında mahkeme; iş adamı kararı ilkesinin uygulanabilmesi için öncelikle şirketin

ile orantılı olduğu şartlarının aranmasının yanı sıra; tehlikenin var olduğuna ilişkin makul şüphelerini, bu konu ile ilgili yeterince araştırma yapmış olduğunu ve iyi niyetli şekilde davrandıklarını da ispat etmeleri gerekmektedir⁸⁵². Nitekim başvurulmuş savunma mekanizmasının sonuçları, şirketine ele geçirilmesinden sonra yaşanacak sonuçlardan daha fazla zarar verici ise, şirket yönetimi tarafından alınan karar iş adamı ilkesinden yararlanamayacaktır⁸⁵³. Bununla birlikte her ne kadar gerekçede yöneticilere, gerekli önlemleri almak ve rekabet şartlarına uygun pazarlık yapmak yetkileri tanınmış olsa da; bu karara katılan üyelerin tarafsız ve bağımsız olması gerekliliği de ortaya konulmuştur. Anılan hallerde şirket yönetimi ve şirket menfaati çatışma içerisinde bulunduğundan, söz konusu karar ve işlemlerin bağımsız üçüncü bir kişi tarafından raporla uygun bulunması gerekliliğinden bahsedilmiştir⁸⁵⁴.

13. Şirketler Hukuku Direktifine paralel bir şekilde düzenlenen II-26.1 sayılı Tebliğ'in 21'inci maddesinde⁸⁵⁵, hedef şirket yönetim kurulunca teklife ilişkin görüşlerini içeren bir rapor hazırlama yükümlülüğü getirilmiştir. Bu kapsamda makul bir araştırma ve inceleme yapılarak iyi niyetli şekilde hazırlanan rapor esas alınarak teklife karşı 'poison pills'e başvurulması halinde bu kararın iş adamı kararı ilkesi kapsamında değerlendirilebileceği düşünülmektedir. Hakim görüş, şirket yönetiminin hazırlamış olduğu rapor sonucunda teklifin şirket menfaati için olumsuz olduğu sonucuna varmış olması halinde artık 'poison pills'e başvuru hususunu bir yükümlülük olarak görmektedir⁸⁵⁶.

mevcut politikalarına karşı bir tehlikenin mevcudiyeti ve bu tehlikeyi ortadan kaldırmak için makul sebepleri olduğunu ortaya koymalıdır. Bununla birlikte uygulanan savunma mekanizmasının tehlike ile orantılı olması şartı aranmıştır.

⁸⁵² Bozkurt Yaşar, s. 226-227.

⁸⁵³ Bozkurt Yaşar, s. 228.

⁸⁵⁴ Pulaşlı, s. 478.

⁸⁵⁵ II-26.1 Sayılı Tebliğ Madde 21 – "(1) Hedef şirket yönetim kurulu; gönüllü pay alım teklifinde bulunan gerçek ya da tüzel kişinin hedef ortaklığa yönelik stratejik planları ile bu planların hedef ortaklığın faaliyet göstereceği alanlar ve yerler ile hedef şirketteki istihdam seviyesi üzerinde yaratması muhtemel etkilerine ilişkin görüşleri de dahil olmak üzere, pay alım teklifine ilişkin görüşünü ve bu görüşün dayandığı gerekçeleri içeren bir rapor düzenler. Söz konusu rapor, en geç fiili pay alım teklifine başlanmasından bir iş günü önce Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklanır"

⁸⁵⁶ Bozkurt Yaşar, s. 229.

Açıklandığı üzere yönetim kurulu tarafından şirketin yönetimine ilişkin neler yapılması gerektiği hususu sınırlı sayıda belirlenmemiştir. Aksine yönetim kurulu somut olayın şartlarına göre, kanunda belirtilen yükümlülüklerle aykırı davranmamak şartıyla, karar almakla yükümlüdür⁸⁵⁷. Şirketin idare ve temsili ancak bu şekilde mümkündür. Dolayısıyla şirket yönetim kurulunun karar alma noktasında geniş bir takdir yetkisi bulunmaktadır⁸⁵⁸. Anılan takdir yetkisinin, madde gerekçesinde düzenlenen iş adamı kararı alma yetkisiyle yakından bağlantısı bulunmaktadır. Bununla birlikte TTK düzenlemelerinde yer verilmeyen yalnızca md. 369 gerekçesinde geçen iş adamı kararının Türk hukuk sisteminde ne şekilde uygulanacağı belirsizliğini korumaktadır⁸⁵⁹. Dolayısıyla yönetim kurulunca alınan kararların hangi hallerde iş adamı kararı ilkesi kapsamında sayılarak, ilgili kararlar bakımından sorumluluklarına başvurulamayacağı hususu da TTK hükümleri kapsamında düzenlenmiş değildir.

Türk hukukunda savunma mekanizmalarının değerlendirilmesi noktasında, Amerikan hukukunda uygulanan “tadil edilmiş iş adamı kararı ilkesi” (modified business judgement rule- enhanced business judgement rule) uygulaması yön gösterici olabilecektir. Bu kapsamda teklifin, şirket yönetim politikasına ilişkin bir tehlike yarattığı, başvurulmuş savunma mekanizmasının karşılaşılan tehdit ile orantılı olduğunun ispatı ve yönetimin makul şekilde bilgilendirilerek bu kararı almış olduğunu açıklaması gerekmektedir. Pek tabi şirket yönetimince alınan kararların iş adamı kararı ilkesi kapsamında değerlendirilebilmesi için, savunma mekanizmasına başvurunun yönetim kurulunun görev alanına girmesi bir diğer deyişle yönetim kurulu tarafından tek başına alınabilecek bir karar olması gereklidir⁸⁶⁰. Nitekim ‘poison pills’, yönetim kurulu tarafından genel kurulun onayı olmaksızın kullanılabilen bir savunma mekanizması olarak kabul edilmektedir⁸⁶¹. Ancak genel kurulun görev alanına giren noktalarda başvurulmuş savunma mekanizmalarına ilişkin kararların iş adamı kararı ilkesi kapsamında değerlendirilmesi mümkün olmayacaktır.

⁸⁵⁷ Kırca, Takdir Yetkisi, s. 86.

⁸⁵⁸ Kırca, Takdir Yetkisi, s. 86.

⁸⁵⁹ Özdemir, s. 142-143. Madde gerekçesinde geçen iş adamı kararı, terminolojik anlamda çeviriyi karşılamamaktadır. Bununla birlikte iş adamı kararı ilkesi; genel olarak yönetim kurulunca alınan kararları ifade etmemektedir. Aksine yönetim kurulu tarafından alınan kararların bu ilke çerçevesince değerlendirilmesi gerektiği ifade edilmektedir.

⁸⁶⁰ Bozkurt Yaşar, s. 233.

⁸⁶¹ Bozkurt Yaşar, s. 223.

3.3.5. ‘Poison Pills’e Başvurulması Durumunda Yönetim Kurulu Üyeleri Hakkında Sorumluluk Davası Açılabilmesi Şartları

TTK md.553/1 hükmü gereğince; kurucular, şirket yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri ve tasfiye memurları kanundan ve esas sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerini kendi kusurlarıyla ihlal ettikleri takdirde, bu davranışlarından ötürü meydana gelen zararlardan; şirkete, şirket pay sahiplerine ve alacaklılara karşı sorumludurlar⁸⁶². Mülga TTK ve TTK’nın ilk halinden farklı olarak, TTK md. 553 hükmünde şirket yönetim kurulunun sorumluluğu bir kusur sorumluluğu olarak nitelendirilmiş ve ancak kusurlu davranışlarının kanıtlanması suretiyle sorumluluklarına başvurulabileceği düzenlemiştir⁸⁶³. Yönetim kurulu üyelerine sorumluluk davası açılabilme şartlarını madde hükmünden hareketle; yapılan iş ve işlemlerin kanun ya da esas sözleşmeye aykırılık teşkil etmesi ve yönetimin bu davranış ve kararlarda kusurlu atfedilmesi olarak saymak mümkündür. Şirket yönetim kurulunun kusurlu hareket etmesi şartına ilişkin olarak; TTK md. 553/1 hükmünde 6365 sayılı Kanun⁸⁶⁴ ile değişiklik yapılması öncesinde, yöneticilerin kusurluluğuna ilişkin karine bulunmakta iken yapılan değişiklikle kusur karinesi metinden çıkarılmıştır. Sorumluluk davası açılabilmesi için yönetim kurulu üyelerinin kusurlu hareket ettiğini ispatı, yönetim kurulu üyesinin davranışının haksız fiil mi yahut sözleşmeye aykırılık mı teşkil ettiğine göre değişmektedir⁸⁶⁵. Nitekim bu davranış ya da kararın haksız fiil olarak sayıldığı hallerde, davada kusurlu davranış ispat yükü davacı tarafa düşecektir. Ancak davaya konu davranış yahut işlemin sözleşmeye aykırılık hali olarak değerlendirilmesi halinde ise

⁸⁶² **Bilgili&Demirkapı**, s. 251; **Tekinalp** (Poroy&Çamoğlu), s. 430 N. 589; **Bahtiyar**, s. 379; **Kendigelen**, Abuzer: Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler, 3. (Tıpkı) Bası, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016, (Tespit), s. 459; **Pulaşlı**, s. 677 vd.

⁸⁶³ **Çamoğlu** (Poroy & Tekinalp), s. 432- N. 590.

⁸⁶⁴ 30.06.2021 Tarih ve 28339 sayılı RG’de yayımlanan “Türk Ticaret Kanunu ile Türk Ticaret Kanununun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” md. 28.

⁸⁶⁵ Doktrindeki hâkim görüş uyarınca şirket yönetim kurulu üyelerinin şirkete karşı sorumlulukları vekalet sözleşmesine dayanmaktadır. Bkz: **Çamoğlu** Ersin: Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu, 3. Bası, Vedat Kitapçılık, İstanbul 2010, s.117; **Kırca/Manavgat/Şehirli Çelik**, s. 453 vd; **Tekinalp** (Poroy & Çamoğlu), s. 433 N. 591; **İmregün** Oğuz: Anonim Ortaklıklar, 4. Bs, İstanbul, 1989, s. 202; **Şehirli Çelik**, s. 357; **Bozkurt Yaşar**, s. 186; **Balaban**, Furkan: Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu ve Sorumluluk Davası, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 60.

kusursuzluğu ispat davalıya düşecektir⁸⁶⁶. Bu kapsamda ‘poison pills’e başvuru noktasında şirket yönetiminin sorumluluğunun hangi hukuki temele dayandırılması gereğinin tespiti yapılmalıdır. Fakat öncelikle uğranılan zarar kavramının kapsamına ilişkin bir inceleme yapılmalıdır.

Her ne kadar TTK md. 553 hükmünde doğrudan ve dolayısıyla zarar kavramına yer verilmemiş⁸⁶⁷ olsa da 553 vd. hükümlerinden görüldüğü üzere; şirket, pay sahipleri ve şirket alacaklılarının uğramış olduğu zararlar birbirinden farklılık arz edebilmektedir. Nitekim şirketin uğrayacağı tüm zararlar doğrudan zarar olup dolayısıyla zarara uğrama ihtimali bulunmamaktadır. Bununla birlikte pay sahipleri ve alacaklıların doğrudan ve dolayısıyla olmak üzere iki farklı şekilde zarara uğraması mümkündür⁸⁶⁸. Doğrudan zarar; şirket yönetici, yönetim kurulu üyelerinin kanun ve esas sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerine kendi kusurlarıyla aykırı davranışlarından ötürü, pay sahipleri ve şirket alacaklılarının bireysel olarak ve doğrudan doğruya uğradıkları zarar olarak tanımlanmaktadır. Bir diğer anlatımla, bu zararlar şirketin zararından ayrı bir şekilde, şirketin kendisinin zarara uğramasına gerek kalmaksızın, pay sahiplerinin bireysel uğramış olduğu zarar, doğrudan zarar kapsamı içerisindedir⁸⁶⁹. Gerek şirket ve pay sahipleri gerekse şirket alacaklılarının salt bu sıfatlara sahip olmaktan ötürü uğramış olduğu zararlar doğrudan zarar kapsamındadır. Yönetim kurulu üyelerinin, şirket malvarlığını zarara uğratacak şekilde iş ve işlemlerde bulunmasından ötürü pay sahipleri ve alacaklıların uğrayacağı zararlar ise dolayısıyla zarar kapsamına girmekte olup bu durumda açılacak davada hükmedilecek tazminatın şirkete ödenmesi talep

⁸⁶⁶ **Balaban**, s. 58-59. Her ne kadar yönetim kurulu kararı sözleşmeye aykırılık hükümleri çerçevesinde değerlendirilirse de söz konusu kararın aynı zamanda bir haksız fiil teşkil etmesi de mümkündür. Bu halde, sorumluluk sebeplerinin yarışması söz konusu olacağından davacı iki hukuki sebepten birine dayanarak davasını açabilecektir. Bkz: Çamoğlu Ersin: Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyeleri, s.112-113. TTK 553 hükmü uyarınca yöneticilere karşı açılacak sorumluluk davaları, zararın dolaylı ve doğrudan olmasına göre farklılık arz etmektedir. Şirket pay sahipleri ve alacaklılarının uğramış olduğu dolaylı zararlardan ötürü açılan tazminat davalarında, zararın şirkete ödenmesi talep edileceğinden ötürü bu davalar sözleşmeye aykırılık sebebine dayandırılabilir. Ancak pay sahipleri ve alacaklıların doğrudan uğramış olduğu zararlara ilişkin açılacak davaların temeli haksız fiile dayanmaktadır. **Çamoğlu** (Poroy & Tekinalp), N. 433.

⁸⁶⁷ Doğrudan ve dolayısıyla zarar kavramları TTK md. 553 gerekçesinde yer almaktadır.

⁸⁶⁸ **Pulaşlı**, s. 679. TTK md. 555 hükmü uyarınca, esas sözleşme ve kanundan doğan yükümlülüklerini yerine getirmeyen yönetim kurulu üyelerine karşı ancak şirket ve pay sahipleri dava açma hakkına sahiptir. Pay sahipleri ancak tazminat bedelinin şirkete ödenmesi şartıyla bu davayı açabilecektir.

⁸⁶⁹ **Pulaşlı**, s. 678.

edilmektedir⁸⁷⁰. Özellikle HAO'lar bakımından, şirket malvarlığını azaltan her türlü eylem ve işlem, şirket paylarının piyasa değerini düşürücü nitelikte olacağından, bu davranışlar şirket açısından doğrudan bir zarar teşkil ederken, şirket pay sahipleri ve alacaklıları bakımından ise dolaylı zarar niteliğindedir⁸⁷¹.

Açıklandığı üzere özellikle çalışmamız kapsamında incelenen 'poison pills'in müzakere ortamı yaratması sebebiyle hedef şirket paylarının piyasa değerini yükseltebilecek bir etkisi bulunmaktadır⁸⁷². Ancak bununla birlikte, şirketin müstakbel menfaatini üst düzeye çıkarabilecek bir ele geçirme durumunda, 'poison pills'e başvurulmasıyla elde edilecek menfaatten çok daha yüksek menfaat elde edilebilecek durumlar da olabilir. Dolayısıyla; 'poison pills'in müzakere suretiyle teklif fiyatını artırıcı etkisi, ele geçirme işlemi başarıyla tamamlandığı hallerde şirket paylarının değerine değer katacaktır. Bununla birlikte, 'poison pills'in ele geçirme teklifini bertaraf ettiği hallerde ise; payların piyasa değerleri düşecek ve ele geçirme işlemi tamamlanmadığından ötürü şirket ve pay sahipleri müstakbel menfaatlardan yoksun bırakılacaktır. Bahsi geçen iki durumda, şirket yönetiminin bu savunma mekanizmasına hangi irade ile başvurduğu önem arz etmektedir.

İlk durumda şirket yöneticileri salt teklif fiyatını yükselterek şirket ve şirketteki diğer çıkar gruplarının menfaatini yükseltmek adına 'poison pills'e başvurmaktadır. Bu karar iş adamı kararı ilkesi ve özen ve bağlılık yükümlülüğünün gerektirdiği şartlara uygun şekilde alınmışsa; teklif başarısız sonuçlansa dahi yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu doğmayacaktır. İkinci durumda ise salt mevcut konumlarını kaybetme endişesi ile pay alım teklifini bertaraf etme amacı güderek ve bu kapsamda iş adamı kararı ilkesi gereğince gerekli araştırma ve özeni göstermeksizin bu mekanizmaya

⁸⁷⁰ **Pulaşlı**, s. 680; TTK Gerekçe md. 555: “Birinci fıkrada (gene 6762 sayılı Kanunun 309 uncu maddesinin aksine) doğrudan ve dolaylı zarar ayrımı yapılmamıştır. Şirket doğrudan zararının varlığında tazminat davasını ikame edebilir; çünkü şirketin 553 ve devamındaki hükümler çerçevesinde dolayısıyla zarara uğraması olanağı yoktur. Paysahibi ise hem doğrudan hem de dolayısıyla zararının varlığında bunun tazminini isteyebilir. Paysahibi dolayısıyla zarara uğradığı takdirde, tazminatın şirkete verilmesi suretiyle payındaki değer düşüklüğünü gidermek amacıyla dava açabilir.”

⁸⁷¹ **Pulaşlı**, s. 680. Aynı yönde bkz: TTK Gerekçe md. 555 Birinci Fıkra: “Paysahibi dolayısıyla zarara uğradığı takdirde, tazminatın şirkete verilmesi suretiyle payındaki değer düşüklüğünü gidermek amacıyla dava açabilir.”

⁸⁷² Bkz: 2 Bölüm 2.2.1.Kavramsal Boyutta ‘Poison Pills’ ve Tarihçesi.

başvurması halinde; şirketin ve dolayısıyla pay sahiplerinin müstakbel menfaatlerini yükseltici etkisi olabilecek bir pay alım teklifinin, haksız bir şekilde bertaraf edilmesi şirket menfaatine aykırı bir sonuç doğuracaktır. Bu durumda örneğin şirketin geleceği açısından başarılı sayılabilecek ve şirket paylarının piyasa değerlerini yükseltebilecek bir ele geçirme işleminin böylesi bir yolla bertaraf edilmesi halinde şirketin mahrum kalacağı müstakbel karın, şirket açısından doğrudan bir zarar olmakla birlikte pay sahipleri açısından doğrudan bir zarar teşkil edeceği düşünülmektedir.

Şirket yönetim kurulu üyelerinin özen ve bağlılık yükümlülüklerine aykırı hareket etmesi sonucu şirket, pay sahipleri yahut alacaklıların uğramış olduğu zararların tazmini TTK md. 553 hükmü uyarınca sorumluluk davasına konu edilebilecektir. Buna karşın özen ve sadakat yükümlülüğünü düzenleyen TTK md. 369 hükmünün gerekçesinde belirtildiği üzere, tedbirli yöneticiler işadama kararı verebilecek olup, riskin bu karardan doğması halinde üyenin sorumlu tutulmaması esastır. Dolayısıyla duruma uygun araştırmalar yapıp, ilgililerden bilgiler alınıp yönetim kurulunda karar verilmişse, gelişmeler tamamen aksi yönde olup şirket zarar etmiş olsa bile özensizlikten söz edilemeyecektir. Bu sebeple yönetim kurulunun sorumluluğunu doğurmayacak davranış ve kararlarından ötürü, uğranılan zararlar sebebiyle ilgili üyenin ya da kurulun kusuru bulunmadığı durumlarda, anılan hususların sorumluluk davasına konu edilmemesi gereklidir. Bu sebeple ‘poison pills’ın iş adamı kararı kapsamında ve bu ilkeye uygun şekilde araştırılarak karar verilmesi halinde, meydana gelen zararların sorumluluk davasına konu edilemeyeceği düşünülmektedir.

Bununla birlikte doktrinde, sorumluluk davası sebebiyle hakim önünde gelen uyuşmazlıkta yönetim kurulu kararlarına ilişkin yerindelik denetimi yapması eleştirilmiştir. Nitekim Anayasa 125/IV hükmü ve 2577 sayılı İdari Yargılama Usulü Kanunu (İYUK) md. 2/2 hükmünde düzenlenen yerindelik denetimi yasağının TTK hükümlerine eklenmesi gerektiği savunulmuştur⁸⁷³. Bundan hareketle, hedef şirket yönetim kurulu tarafından ‘poison pills’e başvurulduğunda, yönetim kurulunun bu yöndeki takdir kararının mahkemelerce incelenemeyeceği, mahkemelerce yapılan incelemede ancak anonim şirkete hakim ilkeler uyarınca pay sahipleri arasında nispi

⁸⁷³ Kırca, Takdir Yetkisi, s. 96.

eşitlik ilkesi ve sermayenin korunması ilkesi kapsamında değerlendirme yapılabileceği kanaatindeyiz.

3.3.6. ‘Poison Pills’in Türk Hukukunda Uygulanabilirliğine İlişkin Genel Değerlendirmeler

‘Poison pills’e başvurulabilmesi, kimi hukuk sistemlerinde hedef şirket genel kurulunun onayına bağlı tutulmuşken, kimi hukuk sistemlerinde ise ana sözleşme ile yetkilendirilmiş hedef şirket yönetim kurulu üyelerinin kararına bırakılmıştır. Ülkemiz, konu ile ilgili mevcut karşılaştırmalı hukuktaki düzenlemelere taraf olmadığı gibi şu an için ‘poison pills’in hukukumuzda uygulanabilirliğini düzenleyen ayrı bir iç hukuk düzenlemesi de mevcut değildir. Nitekim ‘poison pills’e ilişkin özel bir düzenlemenin bulunmaması konunun genel hükümler uyarınca çözülmek zorunda kalmasına sebebiyet vermektedir ki bu durum somut olayın ihtiyaçlarını tam anlamıyla karşılayamayacak durumdadır.

‘Poison pills’in doğup geliştiği Amerikan hukukunda hedef şirket pay sahiplerinin iradesine ihtiyaç duyulmaksızın ticari takdir yetkisi kapsamında salt şirket yönetim kurulunun kararıyla uygulanabilen savunma mekanizmalarından biri olduğu görülmektedir. AB ve İngiliz hukuku sistemlerinde ise ‘poison pills’e ilişkin özel bir düzenleme yapılmamakla birlikte savunma mekanizmalarına başvuru usulü ancak genel kurul tarafından yetkilendirilmesi suretiyle yönetim kurulu kararına bağlanmıştır. Türk hukukunda ise ‘poison pills’ mekanizmasının yansımaları, genel kurul kararına ya da genel kurul iradesi doğrultusunda esas sözleşme ile yetkilendirilmiş yönetim kurulu kararına bırakılmıştır. Dolayısıyla ‘poison pills’in ihdası hususunda temel olarak ilk başta genel kurul yani pay sahiplerinin onayı bulunmaktadır⁸⁷⁴.

Nitekim şu an ‘poison pills’ kapsamında değerlendirilebilecek bir yöntem, örneğin pay alım teklifiyle karşı karşıya kalan kayıtlı sermaye sistemindeki bir şirketin yönetim kurulu tarafından sermaye artırımını yöntemiyle pay ihraç edilerek sermaye sulandırılması

⁸⁷⁴ İlgili hükümlerin esas sözleşmeye kuruluşta eklenmesi halinde ise pay sahiplerinin genel iradesinden bahsedilmeyecektir. Yapılan açıklama poison pillse başvuru hususunun şirketin devamı esas sözleşme değişikliği yapılarak sözleşmeye hüküm eklenmesidir.

yöntemine başvurulduğunda, çıkar çatışması içerisinde bulunan yönetim kurulunun bu kararı salt şirket menfaatini gözeterek mi aldığı hususunun her somut olay bakımından açıklığa kavuşturulması gerektiği bir gerçektir. Öte yandan ‘poison pills’in genel kurul tarafından yetkilendirilen yönetim kurulunun takdirine bırakılan durumlarda, yönetim kurulunun kendi yetkisine girdiğinden bahisle bu yetkiyi kontrolsüz bir şirket kontrolünün ele geçirilmesi için kullanabileceği anlamına gelmemektedir. Nitekim kayıtlı sermaye sistemini benimseyen HAO’larda kayıtlı sermaye tavanı içerisinde sermaye artırımı suretiyle adi ya da primli pay çıkarma yetkisi her ne kadar yönetim kuruluna verilmiş olsa da bu yetkinin ‘poison pills’ bağlamında bir savunma mekanizması olarak kullanılabilmesi için yönetim kurulunun esas sözleşme ile açıkça yetkilendirilmiş olması ve bu yetkinin özen ve bağlılık yükümlülüğü çerçevesinde şirket menfaatlerini üst seviyeye çıkararak uygulanması gerekmektedir. Bu bağlamda, her ne kadar yönetim kuruluna bu bağlamda bir yetki tanınmışsa da bu hususun ayrıca mevzuatta düzenlenip düzenlenmemesi gerektiği de ayrı bir tartışma konusudur.

Sermaye piyasaları oldukça özellikli ve teknik bir alan olduğundan konunun mutlaka öncelikle SPKn’da yapılacak düzenleme ile yasal zemine oturtulması gereklidir. Böylece öncelikli olarak ‘poison pills’in Türk hukukunda uygulanma şartları hükme bağlanmış olacaktır. Akabinde Kurul tarafından çıkarılacak bir ikincil düzenlemeler ile ‘poison pills’in ne şekilde uygulanabileceğine ilişkin hususlar detaylı şekilde tespit edilebilecektir.

Bununla birlikte ‘poison pills’e başvuruya ilişkin yönetim kurulu kararının iş adamı kararı ilkesi kapsamında dayandırılması da hukukumuzda business judgement rule ilkesinin tam anlamıyla yasal bir düzenlemeye sahip olmamasından ötürü mümkün görülmemektedir. Yalnızca TTK madde gerekçesinde bahsi geçen iş adamı kararı ilkesine dayanılarak, konu hakkında yasal bir düzenleme olmaksızın savunma mekanizmasına başvurulması hali, ülkemiz sermaye piyasalarında bir kargaşa ortamına sebebiyet verebilecektir. Dolayısıyla iş adamı kararı ilkesi kapsamının da TTK gerekçesinde açıklanmasından ziyade kanuna bir hüküm olarak eklenerek bu ilkenin sınırlarının çizilmesi gerekmektedir.

Türk Hukukunda ‘Poison Pills’ Mekanizması Kapsamında Değerlendirilecek Hükümler başlığı altında incelendiği üzere, ‘poison pills’in Türk hukukundaki görünümüleri genel olarak kayıtlı sermaye sistemini benimseyen HAO’lar bakımından genel kurul tarafından kendisine devredilen yetkiler doğrultusunda hedef şirket yönetim kurulu tarafından kullanılabilir. Genel kurul onayına ayrıca gerek duymaksızın yönetim kurulunun yetkili kılınması, yönetim kurulu iradesinin şirket yönetiminde profesyonelliğe sahip yönetim kurulu üyelerinin kararlarının, bir ele geçirilme durumuna karşı, teklifi ve bu teklifin şirketin geleceği hakkındaki olası etkilerini değerlendirme kabiliyetinden yoksun olan pay sahiplerine nazaran öncelikli tutulmasından kaynaklandığı düşünülebilir⁸⁷⁵. Hedef şirket yönetim kurulunun, yönetimdeki profesyonelliğinin yanı sıra, genel kurulun yönetim kuruluna kıyasla zor toplanan bir organ olması ve ele geçirilme gibi bir durumda dinamik şekilde hareket ederek hızlıca karar alabilecek bir organ olmaması, ‘poison pills’e başvuru durumunda yönetim kurulunu öne çıkaran bir diğer sebeptir.

Hedef şirket yönetim kurulunun yetkili kılınmasını tercih eden yaklaşım, her ne kadar ele geçirme durumunda mevcut yönetim ve pay sahipleri arasında çıkar çatışmasına sebebiyet verecek olsa da bu durumun şirket yöneticileri aleyhine açılacak sorumluluk davasıyla önünde geçildiği söylenebilecektir. ‘Poison pills’e başvuru hususunun genel kurulun yetkisine bırakıldığı bir durumda ise, olası bir çıkar çatışması yaşanma ihtimali en aza indirilirken, karar alma sürecinin uzaması, hedef şirketin bu noktada dinamik kararlar alabilme kabiliyetini sınırlayacaktır⁸⁷⁶. Dolayısıyla her ne kadar genel kurul ve yönetim kurulundan hangisinin yetkili kılınacağı noktasında salt bir doğru bulunmasa da, sistemin mahiyeti gereği bir şirket stratejisi ortaya konacağından ve hızlı karar alınması gerektiğinden yönetim kurulunun yetkili kılınmasının daha uygun olacağı kanaatindeyiz.

Bununla birlikte yönetimin içine gireceği çıkar çatışmasının etkilerinin en aza indirgenebilmesi ve yönetim kurulunca alınan kararın daha sağlam temellere oturtulabilmesi adına için mutlak suretle bir yasal düzenlemeye ihtiyaç duyulmaktadır.

⁸⁷⁵ Şehirali Çelik, s. 375.

⁸⁷⁶ Şehirali Çelik, s. 376.

Nasıl ki II-26.1 sayılı Tebliğ'in 23'üncü maddesinde düzenlenen rekabetçi teklifler gibi şirket yönetimine alternatif teklifler aramak noktasında açık bir yetki tanınmışsa, 'poison pills' bakımından da böyle yapılacak bir düzenleme ile uygulanması mümkün olabilecektir.

Şirket yönetiminin yetkisine giren bir hususu savunma mekanizması olarak kullanabilmesi için açık yasal düzenlemeye ihtiyaç duyulmasının sebebi esasen 'poison pills'in hedef şirket pay sahipleri arasında yaratmış olduğu eşitlik ilkesine aykırılık yatmaktadır. Özellikle AB hukukunda çokça eleştirilen bu durum sebebiyle Almanya'nın da içerisinde olduğu bazı ülkelerde 'poison pills'in eşitlik ilkesine aykırılık teşkil etmesi sebebiyle uygulanamayacağı düzenlenmiştir. 'Poison pills'in hukukumuzda doğuracağı eşitlik ilkesine aykırılık sorunu aşağıda incelenecektir.

3.3.7. 'Poison Pills'in Uygulanması Halinde Türk Hukukunda Doğuracağı Hukuki Sorunlar ve Çözüm Önerileri

3.3.7.1. Pay Sahipleri Arasındaki Eşitlik İlkesine Aykırılık Sorunu

Anonim şirketlere hakim olan ilkelerden biri olarak eşitlik ilkesi, yönetim kurulunun belirli pay sahipleri gruplarının çıkarını gözetmemesi yahut diğerlerine nazaran daha çok gözetmesi gibi hallerde, pay sahiplerinin yönetime etkin müdahale edememesi ve karar alanlar ile karar verenlerin birbirinden farklı olması sebebiyle bu temel sorunu ortadan kaldırma gayesiyle getirilmiştir⁸⁷⁷. TTK md. 357 hükmünde düzenlenen eşitlik ilkesi uyarınca, pay sahipleri eşit şartlar altında eşit işleme tabi tutulmaktadır. Eşit işlem ilkesinin amacı, azınlıkta kalan pay sahipleri menfaatlerinin keyfi şekilde zedelenmesinin önüne geçmek olup ilkenin ağırlıklı olarak azınlık pay sahiplerini koruduğu düşünülmektedir⁸⁷⁸. Bununla birlikte ilkesinin anonim şirketlerde bir amaç uğrana birleşme ve hareket etme olarak bilinen affectio societatis'in bir uzantısı olarak görülmektedir⁸⁷⁹. TTK düzenlemesine paralel şekilde, SPK tarafından çıkarılan II-17.2

⁸⁷⁷ Kırca (Manavgat&Şehirali Çelik), s. 132.

⁸⁷⁸ Yıldız, Şükrü, Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Ankara, 2004, s. 57 vd; Kırca(Manavgat&Şehirali Çelik), s. 132.

⁸⁷⁹ Yıldız, Eşit İşlem İlkesi, s.61-62; Kırca(Manavgat&Şehirali Çelik), s. 133.

sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nin ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkeleri md. 1.1.1 hükmünde de tüm pay sahiplerine eşit muamelede bulunulacağı hususu düzenlenmiştir.

'Poison pills'e getirilen en büyük eleştiri, mekanizmanın şirket pay sahipleri arasında ayırım yapılarak, anonim şirketler hukukuna hakim eşitlik ilkesine şeklen aykırılık teşkil ediyor olmasıdır⁸⁸⁰. Nitekim ele geçirme teklifinde bulunan teklif verenin hedef şirkette pay sahibi olduğu durumlarda, teklif veren 'poison pills'in sağladığı ayrıcalıklardan yararlanamayacaktır. Bir diğer deyişle teklif verenin hedef şirkette pay sahibi olmasından ötürü sahip olduğu pay sahipliği hakları, salt bu sıfatından ötürü görmezden gelinmektedir. Dikkat edilirse burada ayırım sebebi paylardan değil pay sahiplerinden kaynaklanmaktadır. Nitekim 'poison pills'e dayanan haklar ilk olarak tüm pay sahiplerinin yararlanacağı şekilde ihdas edilirken, şartın gerçekleşmesi (triggering event) halinde yalnızca hedef şirkette belirli bir pay oranına sahip pay sahipleri bakımından bu haklar kullanılabilir⁸⁸¹.

Esasen pay sahipleri arasında meydana gelen bu eşitsizlik, 'poison pills'in işleyebilmesi için gereken temel unsurdur. Teklif karşısında, teklifte bulunan pay sahibinin de ihdas edilen haklardan yararlandırılması, sistemin işleyişine uymamakta olup diğer pay sahipleri korunmak isterken aksine teklifte bulunan pay sahibi menfaatine işlem gerçekleştirilmiş olacaktır. Pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratan bu yöntem, Amerikan hukukunda SEC tarafından da uygun bulunmamakla birlikte, hedef şirkete yönelik teklifte bulunanın başka bir şirket olması halinde ise, pay sahipleri arasında bir eşitsizlik söz konusu olmayacağından ötürü mekanizmanın kullanılabileceği düşünülmektedir⁸⁸².

Eşitlik ilkesi, şirket ele geçirmeleri bakımından uygulanan savunma mekanizmaları bakımından incelendiğinde, eşit işlem ilkesinin uygulanması gereken hallerde başvurulacak savunma mekanizması sebebiyle belirli pay sahiplerinin lehine belirli pay

⁸⁸⁰ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 153.

⁸⁸¹ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 153- 154.

⁸⁸² **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, dn: 429, s. 153.

sahiplerinin aleyhine sonuç doğurabilecek uygulamalar bulunduğu görülmektedir⁸⁸³. Doktrinde eşitlik ilkesine aykırılık teşkil eden savunma mekanizmalarının uygulama alanının sınırlandırıldığı ifade edilmektedir⁸⁸⁴.

Pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulmasını düzenleyen TTK md. 357 gerekçesinde ise ilginç bir düzenlemeye yer verilerek; eşitlik ilkesinin pay sahiplerinin oylarıyla somut olay nezdinde kaldırılabilceği düzenlenmiştir⁸⁸⁵. Eşitlik ilkesinin belirli somut olaylar karşısında kaldırılabilmesi, ilkenin mutlak ve nispi olarak uygulanabilmesinin bir sonucudur. Nitekim ilke mutlak şekilde uygulandığı hallerde, tüm pay sahipleri her durumda eşit işleme tabi tutulacaktır. İlkenin nispi uygulandığı hallerde ise pay sahiplerinin şirket içerisinde farklılaşan konumları uyarınca farklı uygulamalara tabi tutulma imkanı bulunmaktadır⁸⁸⁶. Bu kapsamda pay sahibinin vazgeçilemeyecek hakları dışında kalan; kar payı, rüçhan hakkı gibi durumlarda eşitlik ilkesinin nispi olarak uygulanması söz konusu olabilecektir ki imkan ‘poison pills’in hukukumuzda uygulanabilirliğinin önünü açmaktadır. ‘poison pills’in mahiyeti gereğince hedef şirkette pay sahibi olan kişiler tarafından yönetim kontrolünün ele geçirilmeye çalışması durumunda, teklifte bulunan sıfatının pay sahipliği sıfatından önce tutularak bu kişinin ‘poison pills’in sağladığı haklardan mahrum bırakılması eşitlik ilkesine aykırılık teşkil edecektir. Ancak eşitlik ilkesinin nispi şekilde uygulanması halinde ‘poison pills’in teklif veren dışındaki hedef şirket pay sahiplerine sağladığı haklar, pay sahiplerinin vazgeçilmez nitelikteki hakları arasında sayılmadığından, eşitlik ilkesine aykırı davranıldığını söylemek de doğru olmayacaktır. Dolayısıyla hukukumuzda ‘poison pills’in uygulanabilirliği bakımından çözülmesi gereken en önemli sorun olan eşitlik ilkesine aykırılığın ilkenin nispi şekilde uygulanması halinde çözüleceği düşünülmektedir.

⁸⁸³ Kırca (Manavgat&Şehirli Çelik), s. 133.

⁸⁸⁴ Şehirli Çelik, s. 283 vd; Kırca (Manavgat&Şehirli Çelik), s. 136.

⁸⁸⁵ TTK Gerekçe, md. 357 2. Para.

⁸⁸⁶ Kırca (Manavgat&Şehirli Çelik), s. 140.

3.3.7.2. Pay Sahiplerinin Karar Verme Hakkının Ortadan Kaldırarak Hedef Şirket Yönetiminin Mevcut Konumlarını Korumasına Sebebiyet Vermesi

‘Poison pills’, ele geçirme teklifini kimi zaman bertaraf eden, kimi zaman ise sağlamış olduğu müzakere ortamı sayesinde teklif fiyatını yükseltici bir etkisi olan savunma mekanizmasıdır. Her ne kadar çoğunlukla teklif fiyatını yükseltme amacı gütsede teklifi bertaraf edici niteliği de göz ardı edilemeyecek şekilde fazladır. Bu sebeple ‘poison pills’in teklifi bertaraf edici etkisi düşünüldüğünde; aynı oranda hedef şirket yönetim kurulunun mevcut konumlarını koruması niteliğinden de bahsedilmesi gerekmektedir⁸⁸⁷. Bu sayede hedef şirket yönetim kurulu üyeleri, ortaklığın kontrolü pazarı teorisinden de kaçınma şansı elde etmektedir.

Bununla birlikte şirket yönetiminin ele geçirme amaçlı yapılan pay alım tekliflerini keyfi olarak reddetmeleri halinde şirkete ve pay sahiplerine karşı sorumluluğu doğabilecektir. Yönetim kurulu üyeleri hakkında sorumluluk davası açılabilme ihtimali, ‘poison pills’e başvurusu noktasında caydırıcı bir nitelik taşıdığından, yöneticilerin bu kararı alırken özen ve bağlılık yükümleri çerçevesinde hareket etmesi gerektiğine şüphe bulunmamaktadır.

3.3.7.3. Makul Ölçünün Aşılması

Diğer savunma mekanizmalarında olduğu gibi ‘poison pills’ savunma mekanizmasının kullanımında da temel olarak; başvuru mekanizmasının teklif sebebiyle şirketin karşı karşıya kalmış olduğu tehdit arasında bir orantının bulunması⁸⁸⁸ gereklidir. Aksi yönde bir düşünce, bir hedef şirketin pay alım teklifi yoluyla hiçbir zaman yönetim kontrolünün ele geçirilemeyeceği sorununu yaratacaktır⁸⁸⁹. Bununla birlikte şirket pay sahiplerinin tercih hakkına kısıtlama getirmekle birlikte, mevcut şirket yönetiminin

⁸⁸⁷ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 155.

⁸⁸⁸ Savunma mekanizmasının somut teklife karşı orantılı olması gerektiğine ilişkin Unocal-Mesa kararının incelemesine ilişkin Bkz: **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, dn:537’de yer alan eserler. Konu ile ilgili ayrıntılı açıklamalar için Bkz: 3. Bölüm “3.4.1.3.Yönetim Kurulu’nun Savunma Mekanizmalarına Başvurması Halinde Özen ve Bağlılık Yükümlülüklerinin İncelenmesi ”

⁸⁸⁹ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 155.

koltuklarını da güçlendirmekte ve adete değiştirilmez kılmaktadır⁸⁹⁰. Bu durumun, ortaklığın kontrolü pazarı teorisini de dolaylı olarak etkisiz hale getirdiğini söylemek mümkündür.

‘Poison pills’in teklifle orantılı ve makul olduğunun kanıtı bu durumda, mekanizmaya başvurulmasına karar veren hedef şirket yönetim kurulu üyelerine düşecektir⁸⁹¹. Nitekim özen ve bağlılık yükümleri doğrultusunda, ‘poison pills’e başvuru kararının iş adamı kararı ilkesi kapsamına girdiği, bu konuda yeterli ve gerekli araştırmaların yapıldığı ve kararın tüm bu araştırmalar neticesinde alınmış olduğuna ilişkin ispat yapılmalıdır. Bu noktada akıllara TTK 369 uncu hükmü gereğince yönetim kurulu üyelerinin özenle hareket ettiği karinesinin mevcudiyeti göz önünde bulundurularak, savunma mekanizmasına başvuru noktasında ispat yükünün neden yönetim kuruluna ait olduğu sorusu gelebilir. Konuyu şu şekilde açıklığa kavuşturmak mümkündür. Şirket yöneticilerine düşen özen borcu; yöneticilerin üzerilerine düşen yükümlülükleri yerine getirirken tedbirli bir yönetici gibi hareket ederek iş adamı kararı alma yetkisi şeklinde tanımlanmıştır.

Şirket yönetimi tarafından alınmış bir kararın özen karinesinden yararlandığı düşünülmeyle birlikte bu kararın özen karinesinden yararlanabilmesindeki asıl şart, kararın iş adamı kararı ilkesi gereklerine uygun olarak alınmasıdır⁸⁹². Dolayısıyla özen borcu şirket yöneticilerinin üzerlerine düşen görevleri yerine getirirken gerekli ihtimamı göstermesi ve bununla bağlantılı olarak sorumluluklarının kaldırılmasının altını çizmektedir⁸⁹³.

Ancak kararların alınması noktasında ne denli özenli davranıldığının ispatı yönetim kuruluna düşmektedir ki savunma mekanizmalarına başvuru noktasında yönetim kurulu tarafından yapılması gereken araştırmaların gerektiği ölçüde yapıldığının ispatı yönetim kuruluna düşmektedir. Bir başka deyişle yönetim kurulu tarafından alınan kararların özen karinesinden yararlanmasına karşın, alınan kararların gerekli ve yeterli araştırmalar

⁸⁹⁰ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 155.

⁸⁹¹ **Manavgat**, Pay Alım Teklifi, s. 155.

⁸⁹² **Pulaşlı**, s. 475; **Bilgili&Demirkapı**, s. 392; **Özdemir**, s. 121.

⁸⁹³ **Özdemir**, s. 122-123.

neticesinde alınmış olması gerektiğinden bu hususun ispatı yönetim kurulunda olduğundan ‘poison pills’e başvuru halinde şirket yönetiminin bu kararın teklif karşısında makul ve ölçülü olduğunu ispat etmesi halinde; sorun çözüme kavuşmuş olacaktır.



SONUÇ

Kimi zaman yönetim kontrolünün ele geçirilmesini önlemek, kimi zaman ele geçirme teklifi şartlarında hedef şirket ve pay sahipleri menfaatine ilişkin iyileştirmeler elde edebilmek amacıyla başvuru savunma mekanizmalarının uygulanırılığı karşılaştırmalı hukukta geçmişten günümüze tartışılmalı ve buna bağlı olarak çeşitli yasal düzenlemelere konu edilmiştir. Her hukuk sisteminde sermaye piyasalarının derinliğinin birbirinden farklılık arz etmesi şirket ele geçirmelerine karşı geliştirilen savunma mekanizmalarının uygulanırılığı bakımından da kendisini göstermiştir.

Nitekim; İngiliz hukukunda şirket kontrolünün ele geçirilmesi amacıyla pay alım teklifleri ilk kez The City Code hükümleri uyarınca düzenlenmiştir. Bu doğrultuda yönetim kontrolünün ele geçirilmesi amacıyla hedef şirkete yöneltilecek pay alım teklifinin öncelikle yönetim kuruluna iletilmesi zorunluluğu düzenlenmiş ve hedef şirket yönetiminin genel kurul kararı olmaksızın teklifi başarısızlığa uğratabilecek eylemlerde bulunması yasaklanmıştır.

Konuya ilişkin olarak, İngiliz hukuku düzenlemesini esas alan ve bu sebeple ilgili düzenlemeyle paralel nitelikte hükümlere sahip olan 13. Şirketler Hukuku Direktifi'nde de hedef şirket yönetim kurulunun, alternatif teklifler aramak dışında, genel kurulun onayı olmaksızın kontrolü ele geçirme niyetiyle yapılan pay alım tekliflerini engelleyecek ya da başarısızlığa ulaştıracak eylemlerde bulunamayacağı düzenlenmiştir. Öte yandan Direktif hükümlerinde açıkça şirket ele geçirmelerine karşı hedef şirket tarafından yeni pay ihraç edilemeyeceği düzenlenmiş olup ilgili düzenlemenin 'poison pills'in türlerinden flip-in planına atıf yaptığı kanaatine varılmıştır. Ancak, yönetim kurulunun tarafsızlığı ilkesinin zorunlu olmadığı ve üye ülkeler tarafından seçimlik şekilde uygulanabileceği hususu düzenlenmiştir. Bununla birlikte, hedef şirketin ele geçirme girişimi öncesinde mevcut kontrolün korunmasını sağlamak amacıyla birtakım önlemler alınmış olması durumunda önceden alınan önlemlerin ele geçirme teklifi sırasında etkisiz hale geleceği düzenlenmiş olup Direktif'te etkisizleştirme kuralı da üye ülkeler bakımından seçimlik bir hak olarak düzenlenmiştir. Bahsi geçen iki kuralın Direktif'te düzenlenme amacı, hedef şirket yöneticilerinin haksız şekilde yönetimdeki mevcut pozisyonlarını sağlamlaştırmasını engellemektir. Ancak üye devletler arasındaki

hukuk sistemlerinin farklılığı, belirtilen iki kuralın iç hukuk sistemlerinde uygulanmasını kabul etme ya da kabul etmeme noktasında üye ülkelere seçimlik bir hak olarak sunulmuş ve Direktif gerekçesinde de bu durum, üye devletler arası hukuk sistemlerinin farklılığı sebebiyle üye devletlerin, hedef şirket yönetiminin savunma mekanizmasına başvurmamasına ilişkin kuralların kabulünün zorlanamayacağı belirtilmiştir. Direktif'e karşı Almanya direnci, belirtilen kuralların seçimlik olmasında rol oynamıştır.

Pay alım teklifleri ve savunma mekanizmalarına ilişkin Amerikan hukuku düzenlemelerine bakıldığında ise; Amerikan hukuk sisteminde şirket ele geçirmelerine karşı savunma önlemlerine başvuru hususu hakkındaki federal ilk yasal düzenlemeler 1968 yılında yürürlüğe giren Williams Act ile yapılmış ve ilgili düzenleme 1934 tarihli SEA'ye eklenerek ardından birçok eyalet, konu ile ilgili kendi düzenlemelerini oluşturmaya başlamıştır. Amerikan mahkemeleri, savunma mekanizmalarının geçerli sayılabilmesini, yalnızca ele geçirilmeyi önlemekten ziyade ele geçirilmesi önleminin ticari bir amaç (business judgement rule) sebebiyle başvurulmuş olması durumunda kabul etmektedir. Hedef şirket yönetimince savunma mekanizmalarına başvurulması özellikle Delaware Yüksek Mahkemesi içtihatları eşliğinde gelişmiş olup Yüksek Mahkeme kararları gereğince tek görevli ve yetkili organ, şirket yönetim kurulu olarak belirlenmiştir. Savunma mekanizmalarının uygulanması hususunda Amerikan hukuk sisteminde yönetim kurulunun tek yetkili karar organı olarak belirlenerek genel kurulun ayrıca bir kararına gerek duyulmaması, şirketin pay sahiplerinden ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olmasının sonucunun bir gereği olarak benimsenmiştir. Bu doğrultuda şirketin hak ve menfaatlerini korumak yönetim kurulunun görevi olup savunma mekanizmalarına başvururken genel kurul kararına ihtiyaç duyulmaksızın tek karar organı yönetim kurulu olarak belirlenmiştir.

Görüldüğü üzere AB ve İngiliz hukuku düzenlemelerinin aksine hedef şirketin savunma mekanizmalarına başvurabilmesinde esas irade, ortaklık yönetim kurulu olarak belirlenmiş olup bu doğrultuda yönetim kurulu ticari amaç doğrultusunda savunma mekanizmalarına başvuru hususunu somut olayın şartlarına göre pay sahiplerinin bu yöndeki onayına gerek kalmaksızın uygulayabilecektir.

Çalışmamızın konusunu oluşturan ve şirket ele geçirmelerine karşı başvurulabilecek savunma mekanizmalarından biri olan ‘poison pills’ Amerikan hukuku sisteminin ürünüdür. ‘Poison pills’, potansiyel ya da mevcut bir ele geçirilme girişimi içerisinde olan hedef şirket yönetiminin, ele geçirme girişimini bertaraf edebilmek amacıyla başvurduğu ve hedef şirket pay sahipleri lehine şarta bağlı çeşitli haklar -çoğunlukla ekonomik haklar- tanıyan savunma mekanizmasıdır. Bu özelliği sebebiyle öğretide pay sahipleri hakları planı olarak da bilinmektedir. Hedef şirket pay sahiplerine tanınan bu haklar, başlangıçta ekonomik bir anlam ifade etmemekle birlikte ancak hedef şirketin belirli oranında payının edinilmesi ya da yönetim kontrolünün değişmesi halinde aktif hale gelmektedir.

‘Poison pills’ pratikte yönetim kurulu üyelerinin yapabileceği mutlak uygulamalar arasında gösterilmiştir. Bununla birlikte anılan ‘poison pills’in ele geçirme teklifini tamamen ortadan kaldıracak nitelikte en etkin yöntem olduğu savunulmakta, diğer yandan hedef şirket yönetimi ve teklif veren şirket yönetimi arasında müzakere ortamı yarattığından taraflar arasında uzlaşmayı sağlayan bir niteliği olduğu görülmektedir. Böylece hedef şirket ve teklif veren arasında bir pazarlık etme imkanı yaratılarak teklif bedelinin artırılmasını sağlayabilmektedir.

‘Poison pills’, Amerikan hukukunda şirket ele geçirilmeleri bakımından hedef şirket yönetim kurulu tarafından sıklıkla başvuru olan bir savunma mekanizması olduğundan, uygulamada pek çok farklı türü geliştirilmiştir. ‘Poison pills’in tüm türleri esasen, hedef şirketi ele geçirmek isteyen teklif sahibi açısından ekonomik olarak yıkıcı etkiler meydana getirebilmektedir. Şöyle ki ‘poison pills’in çeşitli türlerinde; hedef şirket pay sahiplerine teklif veren şirket paylarını düşük bir bedelle alma hakkı tanınarak teklif veren şirket paylarının sulandırılması amaçlanırken, kimi zaman hedef şirket pay sahiplerine hedef şirket tarafından çıkarılan payları bedelsiz ya da indirimli fiyat üzerinden alma hakkı verilmesi suretiyle ele geçirme teklifine konu edilecek pay sayısının artırılması suretiyle pay alım teklifi bedeli de artırılmaktadır. Öte yandan çalışmada incelenen diğer ‘poison pills’ türlerinde; hedef şirket pay sahiplerine imtiyazlı paylar özgülmesi, pay sahiplerinin paylarını ortaklık tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarıyla trampa etmesi söz konusu olabildiği gibi bir diğer türünde ise ‘poison pills’ hedef şirkete sağlanan vergi avantajının korunmasını sağlamaktadır. Her

tür birbirinden farklı şekillerde ihdas edilmekle birlikte teklif veren açısından yıkıcı ekonomik sonuçlar doğurmasına sebebiyet vermektedir.

‘Poison pills’ tetikleyici olgu olarak belirlenen ele geçirme girişimiyle aktif hale gelmektedir. ‘Poison pills’in uygulanmasında en kritik nokta ise; teklif verenin hedef şirkette pay sahibi olduğu durumlarıdır. Nitekim teklif verenin hedef şirkette pay sahibi olduğu durumlarda, mekanizmanın mahiyeti gereğince şarta bağlı haklardan yararlanmaması gerektiği aşıkardır. Neticede savunma mekanizmalarının mahiyeti, teklif veren dışındaki pay sahiplerine birtakım hakların tanınması suretiyle ele geçirme girişimini engellemek olduğundan, teklif veren lehine bir uygulama savunma mekanizmasının mahiyetiyle bağdaşmayacaktır. Pay sahipleri arasında ayrıma sebebiyet veren bu durum, ‘poison pills’e karşı öğretilde ve diğer hukuk sistemlerinde getirilen en büyük eleştirilerden biridir. Öyle ki Almanya, iç hukuk düzenlemesine aykırılık teşkil eden ve pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratan bu sistemi uygulamayı reddetmektedir.

Ülkemiz sermaye piyasalarının yeterince gelişmiş olmamasından kaynaklı, sermaye piyasalarımızda pay alım teklifleri yoluyla şirket kontrolünün ele geçirilmesi ve bu kapsamda uzlaşmasız ele geçirmeler görülmemektedir. Nitekim sermaye piyasalarımızda yönetim kontrolünün ele geçirilmesi genellikle borsadan pay alımı yöntemiyle gerçekleştirilmektedir ve belirli oranların satın alınması halinde özel durum açıklamaları, pay alım teklifi zorunluluğu, Kurul iznine tabi olması gibi yöntemlerle pay edinimleri denetlenmektedir. Bu sebeple pay alım teklifi yoluyla şirket ele geçirmelerinde teklifi bertaraf edecek ‘poison pills’e ihtiyaç duyulmadığı düşünülebilir. Öte yandan pay alım teklifleri yoluyla yönetim kontrolünün ele geçirilmesi hukukumuz düzenlemelerine göre de mümkün olduğundan bu suretle teklif veren tarafından hedef şirket pay sahiplerine yöneltilecek gönüllü pay alım teklifi ile yönetim kontrolünün ele geçirilebilecektir. Türk hukukunda pay alım teklifi suretiyle yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ancak yapılacak gönüllü pay alım teklifleri neticesinde gerçekleştirilebilecektir. Böyle bir durumda ise sermaye piyasalarımızın gelişimine katkı sağlaması adına ele geçirilme tehlikesiyle karşı karşıya kalan hedef şirkete savunma mekanizmalarına başvurabilme hakkının tanınması gerektiği düşünülmektedir. Zorunlu pay alım teklifinin gündeme geldiği durumlarda ise teklifte bulunmakla yükümlü pay sahibi ortaklıkta mevcut yönetim kontrolüne sahip olduğundan teklifte

bulunması kanuni bir zorunluluk arz etmektedir. Bu sebeptendir ki kanuni bir yükümlülük karşısında gerçekleştirilen pay alım teklifine karşı ‘poison pills’in ihdas edilmesi, kanun koyucunun kendisi ile çelişkiye düşmesine sebebiyet verecektir.

Buna karşın Türk hukukunda ‘poison pills’in yansımalarını görmek mümkündür. Nitekim; hedef şirket pay sahiplerinin sahip oldukları paya, yönetim kontrolünün ele geçirilmesi durumunda aktif hale gelecek imtiyaz tanınması ‘poison pills’in “voting provisions” türüne, hedef şirket yönetim kurulunun dış kaynaklardan sermaye artırımı kararı alarak ihraç edilen paylar üzerinde teklif veren pay sahibinin rüçhan hakkının sınırlandırılması ya kaldırılmasına karar verilerek payların kalan pay sahiplerine yahut şirket tarafından belirlenen üçüncü kişilere özgülenmesi durumunda şirket sermayesinin teklif veren aleyhine sulandırılmasına sebebiyet veren ‘poison pills’in “flip-in” türüne, hedef şirket tarafından pay sahiplerine paylarının ortaklık tarafından ihraç edilen borçlanma araçları ile trampa etme hakkının tanınması ise ‘poison pills’in “back-end” türüne örnek olarak gösterilebilecektir. Ancak burada önem arz eden esas mesele; Türk hukukunda gönüllü pay alım tekliflerine karşı ‘poison pills’e başvurulabilmesi için ayrıca yasal bir düzenleme gerekip gerekmediği, gerekmiyorsa ‘poison pills’in kim tarafından, ne şekilde ve hangi amaçla kullanılması gerektiğidir.

Her ne kadar mevzuatımızda ‘poison pills’in mahiyetiyle örtüşen düzenlemeler yer alsa da ilgili düzenlemelerin hangi amaçla ve ne şekilde kullanılacağı yasal düzenlenmeye konu edilmediğinden bu durum Türk hukukunda ‘poison pills’in uygulanmasını önünde bir engel olarak görülebilir. Örneğin mevcut yasal düzenlemeler uyarınca, genel kurul ya da yönetim kurulunun yetkisi dahilinde olan hususların ‘poison pills’ mahiyetinde kullanılabilmesi için esas sözleşme ile yetkilendirilmiş olmaları gerekecek midir yahut bu türde önlemlere başvurmadan önce her seferinde konunun genel kurula getirilerek mevcut pay sahiplerinin iradesi aranacak mıdır? Ya da kanunda verilen yetkilerin kullanılmasından bahisle şirketin menfaati doğrultusunda hareket edildiği sürece bahsi geçen iki husus aranmaksızın işlem yapılabilecek midir?

Burada poison pills kapsamında kullanılacak yetkinin hangi organa bahsedildiği hususu önem arz etmektedir. Örneğin esas sermaye sistemindeki bir şirket bakımından, sermaye artırımı genel kurulun yetkileri arasında sayıldığından, bu yetkinin poison pills

kapsamında kullanılması genel kurulun olağan işlerinden sayılacaktır. Bu bağlamda ele geçirme teklifine karşı sermaye artırımının genel kurul tarafından olumlu karara bağlanması, pay sahiplerinin bu yöndeki iradesini ortaya koyacaktır. Ancak kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş şirketlerde ise esas sözleşmeyle yetkilendirilmiş yönetim kurulu belirlenen tavan sermaye miktarı içerisindeki sermaye artırım kararlarını genel kurulun iradesi olmaksızın alacaktır. Bu noktada yönetim kurulunu sermaye artırım kararı almaya iten sebep ve bu yetkinin hangi amaçla kullanıldığı hususu önem taşımaktadır.

Yönetim kurulunun kendisine bahsedilen yetkileri hangi amaç doğrultusunda kullanacağını esas sözleşmede ayrıca belirtilmesine gerek bulunmamakta olup bu yönde bir hüküm TTK md. 340 hükmü uyarınca emredici hükümler ilkesine aykırılık teşkil edecektir. Bu halde şirket yönetim kurulu, kendisine esas sözleşmeyle tanınan yetkileri, özen ve bağlılık yükümlülüğü çerçevesinde şirket menfaatini üst düzeye çıkartacak şekilde kullanılmakla yükümlü olacaktır. Bu doğrultuda hedef şirket tarafından ‘poison pills’e başvurulması kararı, kayıtlı sermaye sisteminde şirket yönetim kurulunun ticari takdir yetkisi kapsamında değerlendirilecektir. Öte yandan TTK hükümlerine, yönetim kuruluna tanınan yetkilerin şirket kontrolünün ele geçirilmesine karşı savunma mekanizması olarak kullanılabileceğine dair bir hüküm eklenmesi halinde, esas sözleşmeye bu yönde bir hüküm eklenmesinin önündeki engel de ortadan kalkacaktır. Ayrıca SPKn kapsamında bu doğrultuda bir hüküm eklenmesi durumunda ise yönetim kurulunun yetkileri daha spesifik ve sağlam bir dayanak bulacaktır.

Halka açık şirketler bakımından ise SPKn md. 18/5 hükmünde her ne kadar yönetim kuruluna verilecek yetkiye ilişkin esas sözleşme ile bir sınırlama yetkisi öngörülmesine de, TTK md. 340 hükmünün SPKn açısından uygulama alanı olmaması sebebiyle halka açık şirketler bakımından esas sözleşmede yönetim kurulu yetkisinin sınırlandırılması mümkün olmasına karşın, bu yönde bir esas sözleşme hükmünün, sistemden beklenen faydayı sağlamayacağından konulmaması gerektiği kanaatindeyiz.

TTK kapsamına bu yönde bir hüküm eklenmemesi halinde ise, yönetim kurulu tarafından bu yönde alınan kararların Türk hukukunda daha sağlam temellere dayandırılabilmesi adına, “business judgement rule”un TTK gerekçesinden ziyade

madde kapsamında düzenlenmesi gerektiği kanaatindeyiz. Öyle ki iş adamı kararı ilkesi TTK gerekçesinde tanımlanmış olmakla birlikte henüz Türk hukukunda ne şekilde ve kapsamda uygulanacağını sınırları da çizilmiş değildir. Dolayısıyla ‘poison pills’e başvuru kararının ilke kapsamda değerlendirilebilmesi için öncelikle bu iş adamı kararı ilkesinin hukukumuzda ne denli uygulanabileceğine ilişkin bir başka yasal düzenlemenin yapılması da zorunluluk arz etmektedir. Nasıl ki ‘poison pills’in doğup geliştiği Amerika’da, hedef şirket yönetim kurulu, “business judgement rule”un tadil edilmiş bir versiyonuna dayanarak, savunma mekanizmasına başvuru noktasında doğrudan yetkili kılınmışsa, bu yönde bir düzenlemenin Türk hukukuna getirilmesi de mümkündür.

Bununla birlikte hedef şirket yönetim kurulunun özen ve sadakat yükümlülüğü kapsamında, şirketin ve pay sahiplerinin menfaati doğrultusunda ‘poison pills’e başvurabilmesi de mümkün olmakla birlikte, özen ve sadakat yükümlülüğünün işlevselliğini, denetimini sağlamak adına şirkete bağımsız yönetim kurulu üyelerinin atanması mümkündür. Kanaatimizce çoğunluğu bağımsız yönetim kurulu üyesinden oluşan yönetim kurulunda alınan kararın; bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunmayan bir karara nazaran daha doğru ve tarafsız olacağı düşünülmekte olup bu doğrultuda şirket menfaatleri gözetilerek ‘poison pills’in ihdas edilebileceği düşünülmektedir.

‘Poison pills’in başvurulması konusunda yetki ve yasal düzenleme gerekliliği bir kenara bırakıldığında ise, mekanizmanın uygulanırılığı konusunda en çok eleştirilen husus pay sahipleri arasında eşitsizliğe yol açmasıdır. Nitekim Türk hukukunda da pay sahipleri arasında eşitlik ilkesi benimsenmiş olup mekanizmanın uygulanırılığının önünde bir engel teşkil etmektedir. Bununla birlikte ‘poison pills’in, eşitlik ilkesine aykırılık teşkil eden mahiyetinin önüne geçilmesi birtakım uygulamalarla mümkün hale gelebilmektedir. Nitekim TTK 357’nci maddede düzenlenen eşitlik ilkesinin nispi olarak uygulanması halinde, ‘poison pills’in tanımlı olduğu haklar her bir pay sahibinin durumuna göre tanınacağından eşitlik ilkesine aykırılık sorununun önüne geçilmesi mümkün olabilecektir. Ayrıca madde gerekçesinde eşitlik ilkesinin pay sahiplerinin oylarıyla somut olay nezdinde kaldırılabilmesi düzenlemesine yer verilerek ‘poison pills’e başvuru durumunda eşitlik ilkesinin bir sorun haline gelmesinin önüne geçilebileceği kanaatindeyiz.

Sonuç olarak, Türk hukukunda uzlaşmasız pay alım teklifleri yoluyla yönetim kontrolünün ele geçirilmesi yöntemi uygulanmamakla birlikte bu yöntemin uygulanması için hukuki alt yapının mevcut olduğu değerlendirildiğinde, günden güne gelişmekte olan sermaye piyasalarımızda, uzlaşmasız ele geçirme girişimlerini engelleyecek savunma mekanizmalarına ilişkin yasal bir düzenleme yapılması gerektiği düşünülmektedir. Bu bağlamda, çalışmamızın konusunu oluşturan ve savunma mekanizmalarından biri olan ‘poison pills’in Türk hukukunda genel olarak kayıtlı sermaye sistemindeki halka açık şirketlerde, esas sözleşmeyle yetkilendirilmiş yönetim kurulu tarafından özen ve bağlılık yükümlülüğü kapsamında şirket menfaatini üst düzeye çıkaracak şekilde uygulanabilecektir.



KAYNAKÇA

Adıgüzel, Burak: “Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkının Sınırlandırılması veya Kaldırılması”, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. XVIII, S. 1, 2014,1-48.

Aga, Saira: “A Review and Comparison of Takeover Defenses in the U.S. and U.K.” June 27, 2010. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1631432>

Ağaoğlu, Cahit: Şirket Birleşme ve Devralmalarında Tahkim, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2016.

Akbilek, Nevzat: Türk ve Avrupa Birliği Hukukunda Anonim Şirket Birleşmelerinde Pay Sahibinin Korunması, Ankara, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2009.

Akın, Murat Yusuf & **Sulu**, Muhammed: “Yönetim Kurulu Üyelerinin Menfaati ile Şirket Menfaatinin Çatışması Bağlamında Sorumluluk”, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi, C.25, S.1, 2019, 169-184.

Akipek, Jale & **Akıntürk**, Turgut, & **Karaman Ateş**, Derya: Türk Medeni Hukuku Başlangıç Hükümleri Kişiler Hukuku, Beta Yayıncılık, İstanbul, 2013.

Aktaş, Betül: İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul 2019.

Altaş, Soner: Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirketler, Seçkin Yayınevi, Ankara, 2019.

Altıparmak Engin, Duygu: Sermaye Piyasaları ve Ekonomik Büyüme Üzerine Bir İnceleme, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2020.

Ansay, Tuğrul: Anonim Şirketler Hukuku Nereye Gidiyor? Bankacılık ve Ticaret Hukuku Enstitüsü Yayınları, Ankara, 2005.

Arıkan, Mustafa: “Due Diligence Kavramı ve Şirket Birleşme ve Devralma Sözleşmelerinde Satıcının Sorumluluğu Hakkında TBK Hükümleri Çerçevesinde Değerlendirmeler”, MÜHF Hukuk Araştırmaları Dergisi, 2017, 265-298.

Armor, John & **Skeel**, David A: “The Divergence of US and UK Takeover Regulation”, Vol.30, University of Pennsylvania Carey Law School, 2007, 50-59.

Armour, John & **Cheffins**, Brain: “The Origins of The Market For Corporate Control, University of Illinois Law Review”, 2014, 1835-1866.

Armstrong Sinclair, J: “Regulation of Proxy Contests by the SEC”, Virginia Law Review, Vol:42, Is:8, 1956, 1075-1086, (HeinOnline).

Ata, Özlem: “Borsaya Kote Edilmiş Nama Yazılı Payların Devri”, Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi Vol:16, Is:2, 2019, 1-30.

Atakan, Murat Can: “Anonim Şirketlerin Kendi Paylarını İktisabının Hukuki Sonuçları”, İnÜHFD, C.12, S.1, 2021 s. 363-379.

Atamulu İsmail & **Yüce** Aydın Alber: “Anonim Şirketin Sermaye Borcunun Ödenmesi İçin Pay Sahiplerine Hukuka Aykırı Olarak Finansal Destek Sağlaması”, TFM 2021; 7(2), 213-236.

Ayaydın Halil & **Dağlı**, Hüseyin: “Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Geliştirilen Savunma Taktikleri: Kavramsal Bir İnceleme”, Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2012, 207-230.

Aydın, Alihan: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi, İstanbul, Arıkan Basım Yayın Dağıtım, 2008.

Aytuğar Bilge: Anonim Şirketlerde Oy Hakkına İmtiyaz, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2019.

Bahtiyar, Mehmet: Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı, İstanbul, 1996.

Bahtiyar, Mehmet: Ortaklıklar Hukuku, İstanbul: Beta Yayıncılık, 2016.

Bakır Ayhan: “Anonim Şirket Hukukunda Rüçhan Hakkının Sınırlandırılması ve Kaldırılmasında Haklı Sebep Şartı”, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XXV, Y. 2021, S. 4, s.103-124.

Bainbridge, Stephen M.: “Dead Hand and No Hand Pills: Precommitment Strategies in Corporate Law”, University of California, Los Angeles School of Law, Law and Economics Research Paper No.02-02. 2003.

Bainbridge, Stephen M.: “Precommitment Strategies in Corporate Law: The Case of Dead Hand and No Hand Poison Pills”, Journal of Corporation Law, Vol:29, Is:1, HeinOnline,2003, 1-38.

Bainbridge, Stephen M.: “Redirecting State Takeover Laws at Proxy Contests”, Wisconsin Law Review, 1992, 1071-1146 (HeinOnline).

Bainbridge, Stephen M.: “The Business Judgment Rule As Abstention Doctrine”, Vanderbilt Law Review, 2004, 83-130.

Balaban, Furkan: Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu ve Sorumluluk Davası, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Balcı, Murat & **Turan**, Sinem: Açıklamalı, Gerekçeli, İçtihatlı Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi, Ankara, Adalet Yayınevi, 2020.

Baltalı, Candemir: Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazı. İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2019.

Banoff, Barbara A.: “The Regulation of Insider Trading in the United States, United Kingdom and Japan”, Michigan Journal of International Law Vol:9, Is: 1, 1988, 145-170, (HeinOnline).

Baş, Kadir: Çalışanların Pay Sahipliği Yoluyla Anonim Şirketlere Katılımı, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2021.

Bektaş, İbrahim: “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Yönetim Kuruluna Sermaye Artırım Yetkisi İle Bağlantılı Olarak Tanınabilecek Yetkiler”, 2016, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Berle Jr, Adolf A.: “Corporate Powers As in Powers Trust”, Harvard Law Review, Vol:44, Is:7, 1931, 1049-1074, (HeinOnline).

Besen Murat: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018.

Bilgeç, Hakan: Anonim Şirketlerde Oyda İmtiyaz, Ankara, Turhan Kitapevi, 2017.

Bisbee Eldon: “Consolidaiton And Merger”. New York University Law Rewiev, Vol:6, Is:4, 1928, 404-427.

Block, Dennis J & **Prussin**, Adam: “The Business Judgment Rule and Shareholders Derivative Actions: Viva Zapata”, Business Lawyer, Vol:37, Is:1, 1981, 27-76, (HeinOnline).

Bodu, Sebastian: “Hostile Takover”, Revista Romana de Drept al Afacerilor, Is:1,2020, 15-42, (HeinOnline).

Bozkurt Yaşar, Sevgi: Anonim Şirketlerde İşadamı Kararı İlkesinin (Business Judgement Rule) Uygulanması, İstanbul, Beta Yayıncılık, 2015.

Bozkurt, Tamer: Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam), İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2016.

Bozkurt, Tamer: Şirketler ve Kooperatifler Hukuku, Ankara, On İki Levha Yayınları, 2013.

Braendel, Addison: “Defeating ‘Poison Pills’ Through Enactment of a State Shareholder Protection Statute”, Delaware Journal of Corporate Law, Vol:25, Is:3, 2001, 651-682, (HeinOnline).

Bryer, Barry & **Vlahakis**, Patricia: “Takeover Defence: The Business Judgement Rule Reviewed”, International Financial Law Review, Vol:3, Is:9, 1984, 20-21.

Cenkei, Esra: “Kayıtlı Sermaye Sisteminde Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Sınırlandırılması Bağlamında Genel Kurulun Yetkileri -Alman Ve İsviçre Hukuku İle Karşılaştırmalı-”, TBB Dergisi, S. 122, 2016, 315-336.

Choi, Dosoung, **Kamma**, Sreenivas, & **Weintrop**, Joseph: “The Delaware Courts, ‘Poison Pills’, And Shareholder Wealth”, Journal of Law, Economics & Organization, Vol:5, Is:2, 1989, 375-394, (HeinOnline).

Cohen, Martin M. : “Poison Pills as a Negotiating Tool: Seeking a Cease-Fire in the Corporate Takeover Wars”, Columbia Business Law Review, Is:2, 1987, 459-526, (HeinOnline).

Çağlar, Hayrettin: “Sınırlı Esnek Sermaye Sistemi (Kapitalband) İsviçre Anonim Şirketler Hukukunda Yeni Bir Müessese”, GÜHFD 2013, C. XVII, S. 1-2.

Çatakoğlu, Buket: Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2016.

Çeker, Mustafa, Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı ve Kullanılması, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2000.

Çeker, Mustafa: “Halka Açık Anonim Şirketlerde Temsilci Aracılığıyla Oy Kullanma ve Pay Sahiplerine Çağrıda Bulunarak Vekâlet Toplanması”, BATİDER, C.18 S.1, 1995, 171-197.

Çeker, Mustafa: “Anonim Ortaklıkta Pay Sahiplerinin Yönetime Katılması”, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C. 13, S.1, 2004, 37-56.

Çoşkun, Seçil: “Halka Açık Ortaklıklarda Finansal Destek Verme Yasağı”, SPK Yeterlilik Etüdü, (Kamuya Erişime Kapalı), 2017.

Datta, Sudip & Datta, Mai: “Takeover Defenses And Wealth Effects on Securityholders: The Case of Poison Pill Adoption”, Journal of Banking & Finance, Vol:20, Is:7, 1996, 1231-1250, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0378426695000518>

Davies, Paul: Gower's Principles of Modern Company Law Tenth Edition. London: Thomson Reuters (Professional) UK Ltd, trading as Sweet & Maxwell, 2016.

Dawson, Suzanne, Pence, Robert & Stone, David: “Poison Pill Defesive Measures”, Business Lawyer, 1986, 423-440, (HeinOnline).

DeAngelo, Harry & Rice, Edward: “Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth”, Journal of Financial Economics, V.11, I.1-4, 1983, 329-359, (HeinOnline).

Değirmencioglu Aydın, Nihan: Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2021.

Denkewalter, Kurt, J.: “Poison Pills: Is The Flip-in Flipping Out”, University of Dayton Law Review, Vol:14, I:31989, 701-714,(HeinOnline).

Desai, Kruri: “Defense Mechanism Under Takeover Code”, Law Review Government Law College, 2003, 236-265.

Dilenno, Angelo: “Legitimacy of Two-Tier Poison Pills” as Defensive Mechanisms, Review of Banking and Financial Law, Vol:34, IS:1, 2014,25-35,(HeinOnline).

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

Doğru, Halil: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrol Değişikliği ve Çağrı, Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2011.

Doğrusöz, Hanife: “Banka Yönetim Kurulu Üyeleri Hakkında Açılan Şahsi Sorumluluk Davasında Business Judgement Rule/ İş Adamı Kararı İlkesinin Uygulanabilirliği Sorunu”, MÜHF Hukuk Araştırmaları Dergisi, C.15, S.1-2, 2009, 185-190. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/maruhad/issue/54473/845106>.

Donahue, S: “As Covid-19 Distrupts Financial Markets, Is It Time To Consider A Poison Pill?”, 2020, <https://www.morganlewis.com/pubs/2020/03/as-covid-19-disrupts-financial-markets-is-it-time-to-consider-a-poison-pill>

Easterbrook, Frank & **Fischel**, Daniel: “Takeover Bids, Defensive Tactics And Shareholders' Welfare”, Business Lawyer, Vol: 36, Is:5, 1981, 1733-1750,(HeinOnline).

Easterbrook, Frank & **Jarrel**, Gregg: “Do Targets Gain From Defeating Tender Offers”, New York University Law Review, Vol:59 Is:2, 1984, 277-293,(HeinOnline).

Edwards, Vanessa: “The Directive on Takeover Bids Not Worth the Paper It's Written On”, European Company and Financial Law Review (ECFR), Vol. 1, Is. 4, 2004,416-439,(HeinOnline).

Eisenberg, Melvin Aron: “The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law, Fordham Law Review”, Vol:63, Is:3, 1993, 437-468,(HeinOnline).

Eminoğlu, Cafer: “Anonim Şirket Pay Sahipleri Açısından Eşit Şartlarda Eşit İşlem İlkesi”, C.1, S.1, 2015, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, 79-88.

Erdem, Fatih Buğra: “Stock Buybacks in Public Companies: A Necessity or a Trap?” , MÜHF HAD, C.27, S.2, 2021, 1613-1644.

Erdem, Nuri: “Anonim Ortaklık Genel Kurul Toplantılarında Gündeme Bağlılık İlkesi Çerçevesinde Yönetim Kurulu Üyesinin Azlı”, İstanbul Hukuk Mecmuası, C.76 S.2,2018, 503-528.

Eren, Fikret: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Ankara, Yetkin Yayınevi, 2015.

Eser, Rüya: Birleşme ve Ele Geçirmelerde Avrupa Birliği Düzenlemeleri. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1998.
<https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/952>.

Esin, İsmail: Birleşme ve Devralmalar, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık,2021.

Eski, Mehmet: Şirket Satın Almaları, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018.

Falcıoğlu, M. Özgür: “Azınlığın Yönetim Kurulunda Temsili”, Anonim Şirketlerde Bireysel ve Azınlık Pay Sahibi Hakları, (Ed. Erol Ulusoy), B. 2, Ankara 2016, s. 205-243.

Farrar, John: “Business Judgement and Defensive Tactics in Hostile Takeover Bids”, Canadian Business Law Journal, 1989, 15-42.

Fischel, Daniel: “Efficient Capital Market Theory, The Market for Corporate Control And The Regulation of Cash Tender Offers”, Texas Law Review, Vol.57 Is:1, 1978, 1-46.

Forstinger, Christin: “Takeover Law in the EU and the USA, A Comparative Analysis”, Hague, 2006.

Franks, Julian & Mayer, Colin: “Hostile Takeovers And The Correction Of Managerial Failure, Journal of Financial Economics”, Vol:40, Is:1, 1996, 163-181.

Friedenberg, Ellen: Jaws III: “The Impropriety of Shark-Repellent Amendments as Takeover Defense”, Delaware Journal of Corporate Law, 1982, 32-94.

Garms, Matthew: “Shareholder By-law Amendments and The Poison Pill: The Market For Corporate Control And Economics Efficiency”, Journal of Corporation Law, Vol:24 Is:2, 1999, 433-452. (HeinOnline)

Gayle, Wendy: “The Defensive and Offensive Use of ‘Poison Pills’ Within the Business Judgement Rule”, University of Richmond Law Review, 1990, 127-150. (HeinOnline)

Geis, George S. : “Internal Poison Pills”, New York University Law Review, Vol:84 I.5, 2009, 1169-1221. (HeinOnline)

Gilson, Ronald: “Structural Approach To Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers”, Stanford Law Review, 1981, 819-892. (HeinOnline)

Gilson, Ronald: “The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitation on the Enabling Consept”, Stanford Law Review, 1982, 775-836. (HeinOnline)

Gilson, Ronald & Schwartz, Alan: “An Efficiency Analysis of Defensive Tactics”, Harvard Business Law Review, Vol:11, Is:1, 2021, 1-54. (HeinOnline)

Gitman, Lawrence & Zutter, Chad: Principles of Managerial Finance, Fourteen Edition, 2014.

Gordon, Jeffrey N. : “Just Say Never? ‘Poison Pills’, Deadhand Pills, and Shareholder Adopted Bylaws: An Essay For Warren Buffet”, Cardozo Law Review, Vol:19, Is:1-2),1997, 511-552.

Görmez, Onur: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Rüçhan Hakkının Kısıtlanması, İstanbul, Beta Yayıncılık, 2017.

Gözübüyük Barış: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolünün Değişmesi, Doktora Tezi, 2020.

Gümüş, Mustafa, A; Borçlar Hukuku Özel Hükümler, C. 1, 3. Bası, İstanbul 2013.

Gündüz, Seçil Sayın:” Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Pay Sahiplerinin Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kuruluna Etkin Katılımı”, SPK Yeterlilik Etüdü, 2001.

Gürel Murat: “Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı”, Ankara, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2014.

Hacımahmutoğlu, Sibel: “The Business Judgment Rule: İşadamı Kararı Mı Yoksa Ticari Muhakeme Kuralı Mı?”, BATİDER, Vol:30, Is:1, 2014, 99-145.

Hacımahmutoğlu, Sibel: “AT Komisyonu'nun Ortaklığın Kontrolünü Ele Geçirme Aracı Olarak Pay Alım Önerisine İlişkin 13. Ortaklıklar Hukuku Yönerge Teklifi Üzerine Bir İnceleme”, BATİDER, 2001, 95-138.

Hacımahmutoğlu, Sibel: “Ortaklığın Kontrolü Pazarı Teorisi (The Theory of the Market for Corporate Control)”, BATİDER, 2006, C.23 S.3,257-289.

Hacımahmutoğlu, Sibel: “AT ve Türk Hukukunda Anonim Ortaklığın Karar Alma Sürecinde Yönetim Kurulunun Yapısı ve Çalışanların Katılımı”, Ankara, Yetkin Yayıncılık, 2008.

Hacımahmutoğlu, Sibel: “Anonim Ortaklığın Yönetim Kurulu Üyelerinin Özen Yükümlülüğü: Fonksiyonel Bir Yaklaşım”, BATİDER, 2015, 23-56.

Hacımahmutoğlu, Sibel: “Anonim Ortaklığın Yönetim Kurulu Üyelerinin Kendilerine Verilen Yetkiler İçinde İşlem Yapma ve Yetkileri Veriliş Amaçlarına Uygun Kullanma Yükümlülükleri”, BATİDER ,33(1), 2017, 65-103.

Hammack Brent: “Pertaining to Domestic Corporate Takeovers, and the Resulting Differences in Hostile Takeover Activities Between the Two Markets”, Willamette Journal of International Law and Dispute Resolution, Vol:25, Is:2, 2018, 123-149.
<https://www.jstor.org/stable/26787263>

Hamnered, Malin: “The Takeover Directive and Its Implementation in Germany, UK and Sweden”, Faculty Of Law Lund University, Master Thesis, 2012.

Hannes, Sharon: “The Market For Takeover Defenses”, Northwestern University Law Review, Vol:10, Is:1, 2007,125-190,(HeinOnline).

Harsh, Lucas H.: “Dead Hand ‘Poison Pills’: Will Georgia Corporations Continue to Issue Lethal Dose”, Georgia State University Law Review, Vol:16; Is:3, 2000, 665-688,(HeinOnline).

Helman, Robert & Junewicz, James: “Fresh Look at Poison Pill”, Business Lawyer, Vol:42 I.3,1986,771-788,(HeinOnline).

Howard, J. Geoffrey: Takeover Defenses: “A Reappraisal. University of British Columbia Law Review”, 1990, 53-78, (HeinOnline).

Hurt, Cristiana: “The Hostile Poison Pills”, U.C. Davis Law Review, Vol:50 Is:1,2016, 137-204,(HeinOnline).

İhtiyar, Mehmet: Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi, İstanbul, Beta Basım Yayıncılık, 2006.

İmregün, Oğuz: Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Toplantı ve Karar Yeter Sayıları, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası C. L, S. 1-4, 1984, 349-362.

Johnson, Dana J & Meade Nancy: “Shareholder Wealth Effects of ‘Poison Pills’ in The Presence of Anti-Takeover Amendments”, Journal of Applied Business Research, Vol:12, Is:4, 1996, 10-19. (HeinOnline)

Kabaalioğlu, Haluk A.: “Ortaklıkların Ele Geçirilmesi Yöntemleri ve Hukuki Düzenleme Sorunu”, BATİDER, C.10, S.4,1980.

Kabaalioğlu, Haluk A: “Hisse Senetlerinin Toplanması Yoluyla Şirkete Hâkim Olma (Tender Offer- Takeover Bid.) ve Hukuki Çözümler”, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi, S.30, 1982.

Kahan, Marcel: “Sale of Corporate Control”, Journal of Law and Economics and Organization, Vol. 9, Is. 2, 1993, 368-379,(HeinOnline).

Kahan, Marcel & Rock, Edward: “Anti-Activist Poison Pills”, Boston University Law Review, Vol.99, Is:3, 2019, 915-970,(HeinOnline).

Kania Sabina: “The Case for Tailoring Golden Parachutes”, Florida State University Business Review, Vol:14 Is.1, 2015,169-196.

Karababa, Serdar: Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze- Out) ve Çıkarma Hakkı, Ankara, Seçkin Hukuk Yayınları, 2016.

Karacan, Ali İhsan & Karacan Yetişir, Esra: Pay Alım Teklifi, İstanbul Legal Yayıncılık, 2018.

Karahan, Sami & Keşli, Ahmet: Şirketler Hukuku, Konya, Mimoza Yayıncılık, 2015.

Karasu, Rauf: Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi, Ankara, Yetkin Yayıncılık, 2015.

Karayalçın, Yaşar: Anonim Şirkette Çoğunluk Azınlık İlişkisi Bakımından Kontrol (Blok) Satışı ve Genel Alım Önerisi, Prof. Dr. Haluk Tandoğan'ın Hatırasına Armağan, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1990. (s.351-398).

Kavlak, Bengül: Uluslararası Şirket Birleşmeleri, İstanbul, Oniki Levha Yayıncılık, 2019.

Kecskes, Andras & **Halasz**, Vendel: “Hostile Takeover Bids in the European Union: Regulatory Steps en Route to an Integrated Capital Market”, Revista Brasileira de Ethudos Politicos 109, 2014, 89-138, (HeinOnline).

Kendigelen, Abuzer: Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Hakkında İmtiyaz, İstanbul, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ, 1999.

Kendigelen, Abuzer: İsviçre Hukukunda Oy Hakkında İmtiyazlı Paylar. Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan İstanbul, 1998, (s. 335-388).

Kendigelen, Abuzer: Hukuki Mütalaalar, Ankara, On İki Levha Yayıncılık, 2002.

Kendigelen Abuzer: Gerekçeli - Karşılaştırmalı Yeni Türk Ticaret Kanunu ile Türk Ticaret Kanununun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2011.

Keskin, Mustafa: Halka Açık Anonim Ortakların Kamuyu Aydınlatma Yükümlülüğü, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018.

Kırca, İsmail: “Anonim Şirket Yönetim Kurulu Kararlarında Takdir Yetkisi-Özen Borcu”, BATİDER, C.22 S.3, 2004, 85-98.

Kırca, İsmail & **Şehirali Çelik**, Feyzan Hayal & **Manavgat**, Çağlar: Anonim Şirketler Hukuku C.1, Ankara: Bankacılık ve Ticaret Hukuku Enstitüsü Yayınları, 2013.

Kırca, İsmail: “Halka Açık Olmayan Anonim Şirketler ile Limited Şirketlerin Paylarını Gerçek Değerinden İhraç Etmeleri Zorunlu Mudur?”, BATİDER, 36(1), 2020, 5-28.

Lese, Shawn: “Preventing Control From The Grave: Proposal For Judicial Treatment Of Dead Hand Provisions in Poison Pills”, Columbia Law Review, Vol: 96 Is.8, 1996, 2176-2212.

Letsou, Peter: “Are Dead Hand (And No Hand) ‘Poison Pills’ Really Dead”, University of Cincinnati Law Review Vol.68, Is.4, 2000, 1101-1156, (HeinOnline).

Lin, Miao: “A Comparative Study of Takeover Defenses in UK, US and Chinese Law, Durham University”, Master Theses, 2016.

Lipton, Martin: “Takeover Bids in the Target's Boardroom”, The Business Lawyer, 1979, 101-134.

Lipton, Martin: “Takeover Bids in the Target's Boardroom: An Update One Year”, Business Lawyer, Vol.36, Is.4, 1981, 1017-1028, (HeinOnline).

Machlin, Judith & Choe Hyuk & Miles James: “The Effects of Golden Parachutes on Takeover Activity”, Journal of Law and Economics, 1993, 861-876.

Maisuradze, Davit: “The Implementation Of Additional Rights Of Shareholders (Poison Pills) As Defensive Measures Within The Scopes Of The Best Interests Of The Corporation (Critical Analysis)” Journal of Law (TSU), 2017(1), s.50, (HeinOnline).

Majaski, Cristiana: “What are the Differences Between Mergers and Acquisitions?” 2020, <https://www.investopedia.com/ask/answers/021815/what-difference-between-merger-and-acquisition.asp>

Malette, Paul & **Fowler**, Karen: “Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of Poison Pills”, The Academy of Management Journal, Vol. 35, Is. 5, 1992, 1010-1035,(HeinOnline).

Manavgat, Çağlar: Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer- Takeover Bid), Ankara Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, 1997.

Manavgat, Çağlar: Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesinde Menkul Kıymetler Şirketi'nin Anlamı ve İstisnalarının Değerlendirilmesi, Erdal Onar'a Armağan, 2013, (s.1137-1151)

Manavgat, Çağlar: “Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Halka Açık Ortaklıklara Uygulanması ve Sınırları”, İÜHFM C. LXXI, S. 2, 2013, 287-298.

Manne, Henry: “Mergers and the Market for Corporate Control”, Journal of Political Economy Vol:73 Is:2, 1965, 110-120.

Mayanja, James: “Directors' Duties, Business Judgement and Takeover Defenses”, Corporate&Business Law Journal, Vol:10 Is:1, 1997, 39-68,(HeinOnline).

McDonnell, Brett: “Shareholder Nominations and Poison Pills”, Berkeley Business Law Journal, 2005, 205-264, (HeinOnline).

Montgomery, McCracken: “The Law of the ‘Poison Pills’ in NewYork”, Journal of Paralegal Education and Practice, 1991, 131-146, (HeinOnline).

Moroğlu, Erdoğan: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, Değerlendirme ve Öneriler, (Başlangıç Hükümleri, Ticari İşletme, Ticaret Şirketleri, Kıymetli Evrak ve Son Hükümler), İstanbul, 2012.

Moroğlu, Erdoğan: Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı, On İki Levha Yayıncılık, Ocak, 2018.

Nardella, Michael: Bankruptcy “Poison Pills: New Attempts to Avoid Absolute Priority”, Banking Law Journal, 2014, 235-242, (HeinOnline).

Norbert, Horn: “Cross-Border Mergers and Acquisitions and the Law”, Kluwer Law International, 2001.

Oğuz, Ersin: Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsil Edilme Hakkı, Ankara: Seçkin Yayıncılık,2019.

Okutan Nillson, Gül: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Birikimli Oy Kullanımı, Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp'e Armağan İstanbul, 2003. (s. 563-601)

Okutan Nilsson, Gül: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Şirketler Topluluğu Hukuku, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2009.

Ölmez, Fatih: Belirli Grupların Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Temsili, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2021.

Özbilen, Arif Barış: “Tüketim Öduncü Sözleşmesinde Ödünç Alanın Ödeme Güçsüzlüğü ve Bu Güçsüzlüğün Yarattığı Hukukî Sonuçlar”, Türkiye Adalet Akademisi Dergisi, S.27, 2016, 125-154.

Özdemir, Semih Sırrı: İş Adamı Kararı İlkesi (Business Judgement Rule) ve Türk Hukukunda Uygulanabilirliği, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2017.

Özer, Şeref: “Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylara İlişkin Yeni Düzenlemeler veya Anonim Ortaklık Kavramının Kamu Hukuku Sujesi Mi Yoksa Özel Hukuk Sujesi Mi Olduğu Sorunu”, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara, 2011, s.16-17, <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/1071>.

Özkorkut, Korkut: “Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı İlke Kararı ile Tüm Borsa Şirketlerinin Kendi Paylarını İktisap Edebilmeleri Mümkün Hale Gelmiş Midir?”, C.27, S.3, BATİDER, 2011, 17-38.

Özkorkut Korkut: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, İstanbul, 2007.

Paslı, Ali: “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. LXVI, S.2., 2008, 345-358.

Paslı, Ali: Anonim Ortaklığın Devralınması, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2009.

Paslı, Ali: Pay Alım Teklifi, Türk Hukukunun Avrupa Birliği Hukukuna Uyumu, (Özel Hukuk) (s. 372-402), İstanbul: İstanbul University Press, 2020.

Pazarbaşı, Gülşen: Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu. Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018.

Pennington, Robert: Report on Takover and Other Bids, Commission Of The European Communities, 1974.

Poroy, Reha. & Tekinalp, Ünal & Çamoğlu, Ersin: Ortaklıklar Hukuku I.Cilt İstanbul, Vedat Yayıncılık, 2019.

Pulaşlı, Hasan: Şirketler Hukuku Genel Esaslar, Ankara, Adalet Yayınevi, 2020.

Pulaşlı Hasan: “Şirket Satın Alma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Diligence”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C.24, S.2, 2007, 203-238.

Rhodes, Melissa J.: “The White Night Privilege in Litigated Takeovers: Leveling the Playing Field in Discovery”. Stanford Law Review, 1991, 445-474, (HeinOnline).

Robert, Morck& Shleifer Andrei& Vishny Robert: “Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers, Corporate Takeovers: Causes and Consequences”, 1988, 101-136.

Robinson, & Cole LLP: An Update on ‘Poison Pills’, NOL ‘Poison Pills’ and the Covid-19 Pandemic, <https://www.jdsupra.com/legalnews/an-update-on-poison-pills-nol-poison-25390/>.

Romanek, Broc & Kurs, Chintia: Mergers and Acquisitions, Oxford: John Willey and Sons Ltd., 2002.

Romano, Donato & Casamassima, Stephano: European Directive 25/2004/EC and the Rules on Defenses in Takeover Bids, Bocconi Legal Papers, 2016.

Romano, Roberta: “The Political Economy Of Takeover Statutes”, Virginia Law Review, 1987,111-200, (Hein Online).

Romano, Roberta: “The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion” University of Cincinnati Law Review, 1988, 457-506,(Hein Online).

Saka, Zafer: “Çağrı Yoluyla Pay Toplanması”, Yasa Hukuk Dergisi, S. 259, Mart-Nisan 2005, s. 15-23.

Sarıkamış, Cevat: Şirket Birleşmeleri; Satın Almalar ve Yeniden Yapılanma, İstanbul, Avcıoğlu Basım Yayın Merkezi, 2003.

Schnitzer Monika, “Hostile versus Friendly Takeovers” Economica, New Series, Vol. 63, No. 249 (Feb. 1996), <https://www.jstor.org/stable/2554633>.

Scott, Slorach & **Paul**, Raylance: LPC: Corporate Finance, Mergers and Acquisitions, Oxford: Oxford University Press, 2005.

SEC: The Effects of ‘Poison Pills’ on the Wealth of Target Shareholders a Study by the Office of the Chief Economist, 1986.

Sevi, Ali Murat: Anonim Ortaklıkta Pay Devri, 4.Bası, Ankara, Seçkin, 2018.

Serder, Selen: Anonim Şirketlerin Ehliyeti (Özellikle Ultra Vires Doktrini İle Sınırlandırılması), Yayımlanmamış Doktora Tezi, 2009.

Seretakis, Alexandros: “Hostile Takeovers And Defensive Mechanisms In The United Kingdom And The United States”, The Ohio State Entrepreneurial Business Law Journal Vol. 8, Is.2, 2013, 247-278, (HeinOnline).

Sharfman, Bernard S., & **Moore**, Marc T.: “Liberating the Market for Corporate Control”, Berkeley Business Law Journal, Vol:18, Is.2,, 2021, (HeinOnline).

Skog, Rolf: “The Takeover Directive an Endless Saga?”, European Bussiness Law Review, 2002, (HeinOnline).

Singleton David R.: “Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946” Florida State University Law Review Florida State University Law Review, Vol:14, Is.:2, 1986. <https://ir.law.fsu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2232&context=lr>

Soykan, İsmail Cem: Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Sermaye Taahhüdü İle Sermaye Artırımı, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2019.

Soykan, İsmail Cem: Yürürlüğünün 7. Yılında ve Yargıtay Kararları Işığında Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu, On İki Levha Yayıncılık, s. 2019.

Sönmez, Yusuf Z. : “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kontrolü Kavramı- Yönetim Kontrolünde Değişiklik Olması ve Buna Bağlanan Sonuçlar”, Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi, 2018, 263-325.

Sönmez, Yusuf Z.: Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesinden Doğan Sorunlar, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, 2000. <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/450>

Sönmez Yusuf Z.: Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı, İstanbul, Beta Yayınları, 2009.

Spalding, William R. : “Golden Parachutes: Executive Employment Contracts”, Washington and Lee Law Review, 1983,1117-1148.

Sermaye Piyasası Kurulu: Şirketlerin Birleşme ve Devralma Sonrası Performansları Raporu, 2020.

Stacey Nigel, **Williams** Sian & **Beaumont** SJ: “Are Poison Pills Finally Coming To The UK?” <https://www.financierworldwide.com/are-poison-pills-finally-coming-to-the-uk#.Yl-JGy2cbUo>.

Stanley Danielle: “Shareholder Beware? Examining NOL Poison Pill Adoptions” A Dissertation Presented for Doctor of Philosophy Degree, The University of Tennessee, 2022, s. 8 vd, https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=8796&context=utk_graddiss.

Straska, Miroslava & Waller, Gregory: “Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of The Literature”, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Cambridge University Press, Vol:49 No:4, 2014, 933-956.

Subaşı, Emre: “Zorunlu Pay Alım Teklif Fiyatının Esas Sözleşme İle Değiştirilmesi Üzerine Bir İnceleme”, Türkiye Barolar Birliği Dergisi, 2017, 277-300.

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

Tachmatzidi, Isidora: “Takeover Defenses in the United Kingdom”, International Journal of Economics and Business Administration Vol:6, Is:4, 2018, 105-118.

Taylor Cherie. O., Santosuosso Joe, Hardie Rod & Ferber Marsha: “Transcript Of Panel Discussion: Effective Fcpa/Export Controls Due Diligence in Mergers and Acquisitions' Currents”, International Trade Law Journal, Vol:17, Is:1, 2008, 28-37. (HeinOnline)

Tekinalp, Ünal: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları, İstanbul, İstanbul Üniversitesi Yayınları, 1979.

Tekinalp, Ünal: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul, 1982.

Tekinalp, Ünal: Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının ve Yönetim – Denetim Felsefelerinin Dinamikleri ile Bunlar Arasındaki İlişki. Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan Ankara, Turhan Yayınevi, 2003, (s. 227 vd.).

Tepeli, Hasan: “Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketlerde Birikimli Oy Kullanma Yöntemi”, Çözüm Dergisi Mayıs/Haziran 2013, 117-138.

Thompson, Patrick: “Shareholder Rights Plan: Shields or Gavels”, Vanderbilt Law Review, 1989, 173-208.

Turanboy, Asuman: “Anonim Şirketlerde Temsilci Aracılığıyla Oy Kullanma ve Hissedarlara Çağrı Yoluyla Oyda Vekâlet”, AÜHFD. 1996, C. 45, S. 1-4, s. 427-438.

Uysal, Esra: Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul, Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2016.

Uzel, Necdet, Anonim Ortaklıkta Sözleşmesel Bağlam (6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerine Göre), İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2013.

Uzunhasanoğlu, Defne: Avrupa Topluluğu'nun 2004/25 sayılı Direktifinin Çağrı Yoluyla Vekâlet ve Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Sermaye Piyasası Kanunu Düzenlemeleri İle Karşılaştırılması. Ankara Üniversitesi Avrupa Toplulukları Araştırma ve Uygulama Merkezi, 2007.

Van Deusen, Mark C.: A Primer on Protecting Tax Losses from a Section 382 Ownership Change, William & Mary Annual Tax Conference. Paper 20 at 18., 2010, <http://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1005&context=tax>

Velasco, Julian: “The Enduring Illegitimacy of Poison Pill”, Notre Dome Law School Journal Article, 2002, 385-422, (HeinOnline).

Velasco, Julian: “An Antidote to the Poison Pills”, Emory Law Journal, Vol:52, Is.2,2003, 849-908, (HeinOnline).

Veziroğlu Cem: Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2021.

Vuraloğlu Semerci, Tuğba: Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Ayrılma Hakkı, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018.

Webber, Sarah & **Davis** Nozemack: “NOL ‘Poison Pills’: Using Corporate Law for Tax Purposes”, University OF Dayton Accounting Faculty Publications, 2012, 1-12.

Yablon, Charles: “Poison Pills And Litigation Uncertainty”, Duke Law Journal, Is:1, 1989, 54-91.

Yağmur, Setenay; Anonim Şirketlerde Eşit İşlem İlkesi, On İki Levha Yayıncılık, Ocak 2020.

Yanlı Veliye, “Şirketin Kendi Paylarını Edinmesinde Finansal Destek Yasağı”, BATİDER, C.28, S.4, 2012, s.29-44.

Yasaman, Hamdi: Anonim Ortaklıkların Birleşmesi, Ankara, Bankacılık ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1987.

Yasaman, Hamdi: Menkul Kıymetler Borsası Hukuku, İstanbul, Profesörlük Tezi, 1992.

Yaşar, Tuğçe Nimet: Anonim Şirketler Hukukunda Uyum (Compliance), İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2020.

Yavuz, Mahmut: “Anonim Şirketlerde Rüçhan Hakkı İle Bu Hakkın Sınırlandırma Esasları”, Gümrük ve Ticaret Dergisi, C.24, S.8., 2021, 12-23.

Yeşiltepe, Salih Önder: Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Çıkarma ve Satma Hakları, Ankara, Seçkin, 2015.

Yeşiltepe, Salih Önder: AB ve Türk Hukukunda Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanması, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2011.

Yiğit, İlhan: Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İşleyişi ve Ortaya Çıkan Sorunlar. İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2005.

Yıldız, Şükrü: Anonim Ortaklıkta Pay Sahipleri Açısından Eşit İşlem İlkesi, Ankara, 2004.

Yıldız, Şükrü: Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı. İstanbul, Beta Yayıncılık, 1996.

Zevkliler, Aydın& Acabey, Mahmut B. & Gökyayla, K. Emre: Medeni Hukuk Giriş, Başlangıç Hükümleri/ Kişiler Hukuku, Ankara, 2000.

İNTERNET KAYNAKLARI

http://aei.pitt.edu/33743/1/A304_1.pdf

https://www.americanbar.org/groups/business_law/committees/corplaws/

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/poison-pill-shareholder-rights-plan/>

<https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>

<https://www.investopedia.com/ask/answers/021815/what-difference-between-merger-and-acquisition.asp>

<https://www.kap.org.tr/tr/bist-sirketler>

<https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1990/571-a-2d-1140-5.html>

<https://www.statista.com/statistics/1043178/number-of-hostile-takeovers-in-europe-by-country>

<https://caselaw.findlaw.com/de-court-of-chancery/1255274.html>

<https://caselaw.findlaw.com/de-court-of-chancery/1309573.html>

<https://delawarecounselgroup.com/wp-content/uploads/2016/06/Selectica-Inc.-v.-Versata-Enterprises-Inc.-et-al.-C.A.-No.-4241-VCN-Noble-V.C.-Del.-Ch.-Feb.-26-2010.pdf>

[https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264257443-tr.pdf?expires=1631799779&id=id&accname=ocid43023557&checksum=61448FA791DF8FF35C49B45E7A979614,](https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264257443-tr.pdf?expires=1631799779&id=id&accname=ocid43023557&checksum=61448FA791DF8FF35C49B45E7A979614)

<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264257443-tr.pdf?expires=1631799779&id=id&accname=ocid43023557&checksum=61448FA791DF8FF35C49B45E7A979614>

<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264257443-tr.pdf?expires=1631799779&id=id&accname=ocid43023557&checksum=61448FA791DF8FF35C49B45E7A979614>

<https://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20160721/0>

<https://www.spk.gov.tr/SiteApps/EVeri>

https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2021/01/25227_008_The_Take_Over_Bookmarked_31.12.20.pdf?v=7
Nov2019



HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU

HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 06/01/2023

Tez Başlığı: Anonim Şirketlerde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Savunma Mekanizmalarından Biri: "Poison Pills" ve Türk Hukukunda Uygulanabilirliği

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmamın a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 247 sayfalık kısmına ilişkin, 06/01/2023 tarihinde tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda işaretlenmiş filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre, tezimin benzerlik oranı % 18'dir.

Uygulanan filtrelemeler:

- 1- ☒ Kabul/Onay ve Bildirim sayfaları hariç
- 2- ☒ Kaynakça hariç
- 3- ☐ Alıntılar hariç
- 4- ☒ Alıntılar dâhil
- 5- ☒ 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esasları'nı inceledim ve bu Uygulama Esasları'nda belirtilen azami benzerlik oranlarına göre tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

06/01/2023

Adı Soyadı: Elif Beril KABASAKAL

Öğrenci No: N18231076

Anabilim Dalı: Özel Hukuk

Programı: Tezli Yüksek Lisans

DANIŞMAN ONAYI

UYGUNDUR.

Doç. Dr. Sibel HACİMAHMUTOĞLU



**HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
MASTER'S THESIS ORIGINALITY REPORT**

**HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
PRIVATE LAW DEPARTMENT**

Date: 06/01/2023

Thesis Title: In Joint Stock Companies One Of The Defense Mechanisms Againsts Company Takeovers: "Poison Pills" And Applicability In Turkish Law

According to the originality report obtained by my thesis advisor by using the Turnitin plagiarism detection software and by applying the filtering options checked below on 06/01/2023 for the total of 247 pages including the a) Title Page, b) Introduction, c) Main Chapters, and d) Conclusion sections of my thesis entitled as above, the similarity index of my thesis is 18 %.

Filtering options applied:

- ☒ Approval and Declaration sections excluded
- ☒ Bibliography/Works Cited excluded
- ☐ Quotes excluded
- ☒ Quotes included
- ☒ Match size up to 5 words excluded

I declare that I have carefully read Hacettepe University Graduate School of Social Sciences Guidelines for Obtaining and Using Thesis Originality Reports; that according to the maximum similarity index values specified in the Guidelines, my thesis does not include any form of plagiarism; that in any future detection of possible infringement of the regulations I accept all legal responsibility; and that all the information I have provided is correct to the best of my knowledge.

I respectfully submit this for approval.

06/01/2023

Name Surname: Elif Beril KABASAKAL

Student No: N18231076

Department: Private Law

Program: Master With Thesis

ADVISOR APPROVAL

APPROVED.

Doç. Dr. Sibel HACIMAHMUTOĞLU



HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TEZ ÇALIŞMASI ETİK KOMİSYON MUAFİYETİ FORMU

HACETTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI BAŞKANLIĞI'NA

Tarih: 05/01/2023

Tez Başlığı: Anonim Şirketlerde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Savunma Mekanizmalarından Biri: "Poison Pills" ve Türk Hukukunda Uygulanabilirliği

Yukarıda başlığı gösterilen tez çalışmam:

1. İnsan ve hayvan üzerinde deney niteliği taşımamaktadır,
2. Biyolojik materyal (kan, idrar vb. biyolojik sıvılar ve numuneler) kullanılmasını gerektirmemektedir.
3. Beden bütünlüğüne müdahale içermemektedir.
4. Gözlemsel ve betimsel araştırma (anket, mülakat, ölçek/skala çalışmaları, dosya taramaları, veri kaynakları taraması, sistem-model geliştirme çalışmaları) niteliğinde değildir.

Hacettepe Üniversitesi Etik Kurullar ve Komisyonlarının Yönergelerini inceledim ve bunlara göre tez çalışmamın yürütülebilmesi için herhangi bir Etik Kurul/Komisyon'dan izin alınmasına gerek olmadığını; aksi durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

05/01/2023

Adı Soyadı: Elif Beril KABASAKAL
Öğrenci No: N18231076
Anabilim Dalı: Özel Hukuk
Programı: Tezli Yüksek Lisans
Statüsü: ☒ Yüksek Lisans ☐ Doktora ☐ Bütünleşik Doktora

DANIŞMAN GÖRÜŞÜ VE ONAYI

Doç. Dr. Sibel HACİMAHMUTOĞLU

Detaylı Bilgi: <http://www.sosyalbilimler.hacettepe.edu.tr>

Telefon: 0-312-2976860

Faks: 0-3122992147

E-posta: sosyalbilimler@hacettepe.edu.tr



**HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
ETHICS COMMISSION FORM FOR THESIS**

**HACETTEPE UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
PRIVATE LAW DEPARTMENT**

Date: 05/01/2023

Thesis Title: In Joint Stock Companies One Of The Defense Mechanisms Againsts Company Takeovers: "Poison Pills" And Applicability In Turkish Law,

My thesis work related to the title above:

1. Does not perform experimentation on animals or people.
2. Does not necessitate the use of biological material (blood, urine, biological fluids and samples, etc.).
3. Does not involve any interference of the body's integrity.
4. Is not based on observational and descriptive research (survey, interview, measures/scales, data scanning, system-model development).

I declare, I have carefully read Hacettepe University's Ethics Regulations and the Commission's Guidelines, and in order to proceed with my thesis according to these regulations I do not have to get permission from the Ethics Board/Commission for anything; in any infringement of the regulations I accept all legal responsibility and I declare that all the information I have provided is true.

I respectfully submit this for approval.

05/01/2023

Name Surname: Elif Beril KABASAKAL

Student No: N18231076

Department: Private Law

Program: Master With Thesis

Status: ☒ MA ☐ Ph.D. ☐ Combined MA/ Ph.D.

ADVISER COMMENTS AND APPROVAL

Doç. Dr. Sibel HACIMAHMUTOĞLU