

## TÜSİAD

## “ORTAKLIKTAN ÇIKARMA VE SATMA HAKLARI TEBLİĞİ TASLAĞI”NA İLİŞKİN GÖRÜŞLER

## Madde No Görüş

<b>Genel</b>	<p>Ortaklıktan çıkarma ve satma hakları düzenlemesi 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun (“Kanun”) 27’nci maddesi dayanak gösterilerek yapılmaktadır. Kanun’un 27’nci maddesinin gerekçesi aşağıdaki gibidir:</p> <p>“Madde ile <u>AB mevzuatına uyum sağlanabilmesi</u> ve <u>pay sahiplerinin haklarının korunması</u> amacıyla ilk kez “ortaklıktan çıkarma hakkı” ve “satma hakkı” kavramları düzenlenmiştir. Pek çok ülkede pay alım teklifinin uzantısı şeklinde düzenlenen “ortaklıktan çıkarma hakkı” ile pay alım teklifi sonrası belirli bir pay oranına ulaşan kişi ya da grubun, şirketin yapısını değiştirme, halka açıklık statüsünden çıkma gibi niyetlerini <u>küçük yatırımcının haklarını da koruyacak şekilde hayata geçirmesi amaçlanırken</u>; devamında düzenlenen “satma hakkı” ile teklif sonrasında azınlık haline gelen pay sahiplerine, ortaklıkta kalma tercihlerini bir kez daha gözden geçirme imkânı verilerek <u>azınlık pay sahiplerinin</u> korunması amaçlanmıştır.”</p> <p>Kanun’un 27’nci maddesi çerçevesinde küçük yatırımcının haklarını da koruyacak şekilde ve azınlık pay sahiplerinin korunması amaçlanarak hazırlanan Tebliğ taslağının 3’üncü maddesinde “Hakim Ortak” tanımında; gönüllü ya da zorunlu pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dahil olmak üzere başka bir şekilde ortaklığın oy haklarının en az %98’ine sahip olma eşiği getirilmektedir.</p> <p>Buna paralel olarak taslağın 4’üncü maddesi uyarınca ortaklıktan çıkarma hakkı, 6’ncı maddesi uyarınca ise satma hakkı için hakim ortak konumunun kazanıldığı %98’lik eşik esas alınmıştır.</p> <p>Kanun’un gerekçesinde AB mevzuatına uyum sağlanmasının maddenin getiriliş sebebi olarak ifade edilmiş olmasına karşın, ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılabilmesi için getirilmesi düşünülen %98’lik oy hakkı eşiği AB uygulamasından büyük ölçüde ayrılmaktadır. Zira AB uygulamasına bakıldığında, ortaklıktan çıkarma için gereken yetersayının üye ülkelerde %90 – 95 aralığında olduğu ve hiçbir ülkede %98 kadar yüksek bir eşik olmadığı görülmektedir. Amerika Birleşik Devletleri, Japonya, Çin, Singapur gibi AB dışındaki finans merkezlerinde de durum farklı değildir. Dolayısıyla AB mevzuatıyla uyum Kanun’un 27’nci maddesi ile hukuken sağlanmış olsa da eşiğin %98 olarak belirlenmesiyle fiilen kaybedilecektir.</p> <p>Şüphesiz ortaklıktan çıkarma eşiğinin en fazla %95 olarak belirlenmesinin tek haklı gerekçesi AB’deki uygulamanın bu yönde olması değildir. Kanımızca husus değerlendirilirken aşağıdaki unsurlar da dikkate alınmalıdır:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>AB’de eşiğin en fazla %95 olarak alınmasının temel sebebi halka açıklık oranı %5 civarına düşen ortaklıklarda likiditenin önemli ölçüde azaldığı ve doğru fiyat oluşumunun gerçekleşmediği varsayımdır. Ülkemizde de bu durum geçerli olacaktır. Hissenin arzu edilen derinlikte olmaması en çok küçük yatırımcıları tehlikeye atacaktır.</li> <li>Eşiğin AB ve AB dışındaki finans merkezlerinde kabul edilen %95 yerine %98 olarak belirlenmesi ile Ülkemizde daha çok sayıda ortaklıkta küçük yatırımcıların portföylerindeki derinliği olmayan hisseleri satma hakkından faydalanması mümkün olmayacaktır.</li> <li>Dolayısı ile düzenleme ile amaçlanan “küçük yatırımcının haklarını” ve “azınlık pay sahiplerinin” korunması ve AB Mevzuatına uyum açısından AB üyesi ülkelerde olduğu şekilde eşiğin %95 olarak belirlenmesinin gerekli olduğu düşünülmektedir.</li> </ol>
--------------	---

Madde No	Taslak Mevcut Hali	Görüş
<b>Tanımlar ve kısaltmalar</b> <b>MADDE 3-</b>	<p>(1) Bu Tebliğde geçen;</p> <p>a) Birlikte hareket eden kişiler: Kurulun pay alım teklifine ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan gerçek ya da tüzel kişileri,</p> <p>h) Yönetim kontrolü: Kurulun pay alım teklifine ilişkin düzenlemelerinde ifade edilen yönetim kontrolünü,</p>	<p>“Taslakta “Birlikte hareket eden kişiler”; Kurulun taslak metnini yayınlamış olduğu Pay Alım Teklifi Tebliği’ne atıf yapılarak tanımlanmaktadır. Atıf yapılan tebliğ taslağında yer alan “Birlikte hareket eden kişiler” aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:</p> <p>“Birlikte hareket eden kişiler: Teklifte bulunanla ya da hedef ortaklıkla, hedef ortaklığın yönetim kontrolünü ele geçirmek ya da bir teklifin başarılı bir şekilde sonuçlandırılmasını engellemek amacıyla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ya da tüzel kişileri”</p> <p>Söz konusu tanımdaki “<u>bir teklifin başarılı bir şekilde sonuçlandırılmasını engellemek amacıyla</u>” ifadeleri, ortaklıktan çıkarma veya satma hakkına dair düzenlemeler ile ilgisiz olup, uygulamada karışıklığa yol açabileceği düşünülmektedir. Bu gerekçe ile tanımın bir başka düzenlemeye atıf yapmaksızın aşağıdaki şekilde değiştirilmesi önerilmektedir:</p> <p>“Birlikte hareket eden kişiler: Ortaklığın yönetim kontrolüne sahip olmak amacıyla açık ya da zımni, sözlü ya da yazılı bir anlaşmaya dayanarak işbirliği yapan gerçek ya da tüzel kişileri”</p> <p>Yine (h) bendindeki tanım tebliğe atıf yaptığından, bunun yerine Kanun’un 26. Maddesinin ikinci fıkrasına atıf yapılması önerilmektedir.</p>

Madde No	Taslak Mevcut Hali	Görüş
<b>Ortaklıktan çıkarma hakkı</b> <b>MADDE 4 -</b>	<p>(4) Hakim ortak tarafından ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılması durumunda, Kurul resen bu ortaklıkları Kanun kapsamından çıkarır.</p>	<p>Ortaklığın tam olarak hangi aşamada Kanun kapsamından çıkarılmış sayılacağı taslakta net bir şekilde belirtilmemiş olup, kanımızca 5’inci maddenin 6’ncı fıkrası tahtında devre konu payların iptali ile eşzamanlı olarak ortaklığın Kanun kapsamından çıkarılması yerinde olacaktır.</p>

Madde No	Görüş
<b>Ortaklıktan çıkarma hakkının kullanımı</b> <b>MADDE 5 -</b>	<p>Madde 5 kapsamında pay alım teklifinde bulunulmasının gerekçesi anlaşılamamıştır. Sonuçta pay alım teklifinde kullanılacak fiyat ile çıkarma hakkındaki fiyat aynıdır. Yatırımcılara ne gibi bir avantaj sağlandığı anlaşılamamıştır. Nitekim Kanun'un 27'nci maddesinde ve 25'nci maddesinde bu durumda pay alım teklifi yapılması gerektiğine ilişkin bir ifade yer almamaktadır. Sürecin gereksiz yerer uzatılmaması için pay alım teklifine ilişkin bölümlerin çıkarılması önerilmektedir. Bunun yerine çıkarma hakkının kullanılması iradesinin ve uygulanacak fiyatın Kurul'a iletilerek onay alınmasından sonra (4) nolu fıkradaki işlemlerin yerine getirilmesinin yeterli görülmesi önerilmektedir.</p> <p>Diğer yandan, tebliğin yürürlüğe girmesinden önce %98 pay sahibi olanlar ile yürürlüğe girmesinden sonra %98 eşğine ulaşılması halinde yapılan ilk özel durum açıklamasında hakim ortağın ortaklıktan çıkarma hakkını kullanacağına dair bir açıklama yapılmamış olması halinde, sonradan hakim ortağın ortaklıktan çıkarma hakkını kullanabilmesi için yeni pay alımı yapmasının gerekli olup olmadığı; ya da yeni pay alımı yapmadan sadece ortaklıktan çıkarma hakkının kullanılmasına karar verildiğine dair bir özel durum açıklaması sonrasında sürecin başlatılabilmesinin mümkün olup olmadığı hususlarının açıklığa kavuşturulması önerilmektedir.</p> <p>Her ne kadar geçici maddede tebliğ yürürlüğe girdiğinde oranların aşılmış olması halinde bu hakkın kendiliğinden doğmayacağı belirtilmişse de piyasadan alınacak 1 adet hisse ile bu hakkın doğabileceği dikkate alındığında bu hükmün gerekçesi anlaşılamamakta, Kanun'un verdiği hakkı kısıtladığı düşünülmektedir.</p>

Madde No	Taslak Mevcut Hali	Görüş
<b>Ortaklıktan çıkarma hakkının kullanımı</b> <b>MADDE 5 -</b>	<p><i>(4) Pay alım teklifi süresinin bitimini takip eden altı iş günü içerisinde, hakim ortak tarafından pay alım teklifine karşılık vermeyen ortaklar için ortaklıktan çıkarma hakkı kullanımını tamamlamak üzere ortaklığa başvurulmalıdır. Söz konusu talep başvurusunda; hakim ortağın adı soyadı/ unvanı, adresi, satım bedeli, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için pay değerlerinin adil ve makul olduğunun tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemelerine göre hazırlatılan değerlendirme raporuna yer verilir. Ayrıca bu aşamada, diğer ortakları ortaklıktan çıkarmaya ilişkin toplam bedelin ortaklığın hesabına yatırılması gerekir.</i></p>	<p>Hakim ortak statüsünün birlikte hareket eden kişiler tarafından elde edilmesi durumunda pay alım işleminin birlikte hareket eden kişilerden herhangi birisi veya birkaçı veya bu kişilerin iştirakleri tarafından yerine getirilebileceği hususunu açıklığa kavuşturmak için 5'inci maddenin 4'üncü fıkrasında aşağıdaki değişiklik önerilmektedir:</p> <p><i>“(4) Pay alım teklifi süresinin bitimini takip eden altı iş günü içerisinde, hakim ortak tarafından pay alım teklifine karşılık vermeyen ortaklar için ortaklıktan çıkarma hakkı kullanımını tamamlamak üzere ortaklığa başvurulmalıdır. Söz konusu talep başvurusunda; hakim ortağın adı soyadı/ unvanı, adresi, satım bedeli, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için pay değerlerinin adil ve makul olduğunun tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemelerine göre hazırlatılan değerlendirme raporuna yer verilir. Ayrıca bu aşamada, diğer ortakları ortaklıktan çıkarmaya ilişkin toplam bedelin ortaklığın hesabına yatırılması gerekir. <u>Birlikte hareket eden kişiler tarafından hakim ortak konumunda olunması durumunda bu fıkra uyarınca ortaklığa başvuru ve bedel ödemesi yükümlülüğü, birlikte hareket eden kişilerin herhangi birisi veya birkaçı veya bunların kontrol ettiği ortaklıklar tarafından yerine getirilebilir.</u>”</i></p>

Madde No	Taslak Mevcut Hali	Görüş
<b>Satma hakkı</b> <b>MADDE 6 –</b>	<p>(3) <i>Hakim ortak dışında kalan diğer ortaklar satma hakkını kullanma taleplerini ortaklığa iletir. Ortaklığın; talepte bulunan pay sahiplerinin ortaklık sıfatını araştırması, ödenecek bedelin değerlendirilmesi ve bu amaçla payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için pay değerlerinin adil ve makul olduğunun tespiti amacıyla Kurulun ilgili düzenlemelerine göre değerlendirme raporu hazırlatması ve pay sahiplerinin bu talebini kendisine talebin ulaşmasını takiben en geç bir ay içinde iadeli taahhütlü mektupla hakim ortağa bildirmesi gerekir.</i></p> <p>(4) <i>Hakim ortakların, kendilerine talebin ulaşmasını takiben en geç on iş günü içerisinde pay bedellerini ortaklık hesabına yatırması gerekir. Pay bedellerinin yatırılmasını takip eden ilk iş günü ortaklık tarafından pay bedelleri satma hakkını kullanmak isteyen ortaklara ödenir ve payların devri işlemleri sonuçlandırılır</i></p>	<p>Mevcut düzenlemelere göre ortaklığın pay sahiplerini görme hakkı olmadığından, MKK’dan bu tür bir bilgi edinmesi mümkün bulunmadığından talepte bulunanların ortaklık sıfatını araştırması fiilen mümkün değildir. O nedenle bu yükümlülüğün çıkarılması önerilmektedir.</p> <p>5’inci maddenin 4’üncü fıkrasına ilişkin olarak yukarıda getirilen öneri satım hakkının kullanıldığı durumlar için de geçerlidir. Bu hakkın kullanılması durumunda da asıl olan satma hakkını kullanmak isteyen hissedarların hisselerinin mevzuatta öngörüldüğü şekilde satın alınması olmalı, birlikte hareket eden kişilerden tamamının mı bir veya birkaçının mı bu hisseleri aldığı önemli olmamalıdır. Bu doğrultuda, bu kişilerin hisseleri iştirakleri aracılığıyla alabilmesi için de gerekli esneklik sağlanmalıdır. Bu doğrultuda 6’ncı maddenin 4’üncü fıkrası aşağıdaki şekilde değiştirilmelidir:</p> <p>“(4) Hakim ortakların, kendilerine talebin ulaşmasını takiben en geç on iş günü içerisinde pay bedellerinin ortaklık hesabına yatırması gerekir. Pay bedellerinin yatırılmasını takip eden ilk iş günü ortaklık tarafından pay bedelleri satma hakkını kullanmak isteyen ortaklara ödenir ve payların devri işlemleri sonuçlandırılır. Birlikte hareket eden kişiler tarafından hakim ortak konumunda olunması durumunda bu fıkra uyarınca bedel ödemesi yükümlülüğü, birlikte hareket eden kişilerin biri veya birkaçı veya bunların iştirakleri tarafından yerine getirilebilir.”</p>

Madde No	Taslak Mevcut Hali	Görüş
<b>Ortaklıktan çıkarma ve satma hakkının kullanımında ödenecek bedel</b> <b>MADDE 7 –</b>	<p>(2) <i>Satım bedeli olarak;</i></p> <p>a) <i>Payları borsada işlem gören ortaklıklar için;</i></p> <p>i) <i>Borsada işlem gören pay gruplarının her biri için; hakim ortak konumunun kazanıldığından veya hakim ortak konumunda bulunup ek pay alındığının kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması,</i></p> <p>ii) <i>Borsada işlem görmeyen pay gruplarının her biri için; işlem gören sadece bir pay grubu bulunması durumunda bu gruba ilişkin olarak (i) alt bendi hükmü çerçevesinde tespit edilen fiyat, işlem gören birden fazla pay grubu bulunması durumunda ise bu gruplara ilişkin olarak (i) alt bendi hükmü çerçevesinde tespit edilen fiyatların aritmetik ortalaması,</i></p> <p>.....</p> <p><i>dikkate alınır.</i></p>	<p>Yukarıdaki görüşlerimiz çerçevesinde ek bir pay alımına ihtiyaç duyulmaksızın hakkın kullanılabilmesi önerilmektedir. Bu kapsamda (i) bendi için aşağıdaki ifade önerilmektedir:</p> <p>“Borsada işlem gören pay gruplarının her biri için; hakim ortak tarafından çıkarma hakkının kullanılacağından kamuya açıklandığı tarihten, satma hakkını kullanacak ortağın ise ortaklığa başvuru tarihinden önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması</p>

Madde No	Taslak Mevcut Hali	Görüş
<b>Yürürlük</b> <b>MADDE 9-</b>	<i>(1) Bu Tebliğ 1/7/2014 tarihinde yürürlüğe girer.</i>	Tebliğin 1/7/2014 olarak belirlenen yürürlük tarihi, söz konusu düzenleme ile uyum için ek süreçler gerektirmediği, pay alım teklifi tebliği gibi benzer ve paralel düzenlemelerin yayımı tarihinde yürürlüğe girdiği dikkate alınarak, “yayımı tarihinde yürürlüğe girer” şeklinde değiştirilmelidir. Aksi halde hakim ortak durumunda ortakları olan halka açık şirketlerde ortaklıktan çıkarma ve satma hakkına dair Tebliğin yürürlük tarihine kadar sürecek belirsizlikler piyasayı olumsuz yönde etkileyebilecektir.