



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

Sayın Prof. Dr. Vedat Akgiray
Başkan

Sn. Bircan Akpınar ✓
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanı

Sermaye Piyasası Kurulu

Eskişehir Yolu 8 km. No:156
Balgat, ANKARA

24 Haziran 2009

Ref : MA/UÜ/09-1022

Konu: Kurulumuz tarafından 3 Haziran 2009 tarihinde ikinci kez görüşe açılan “Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” taslağı üzerine inceleme ve oluşturulan görüşler

Sayın Başkanım,

Sermaye Piyasası Kurulu (“Kurul”) 10 Nisan 2009 tarihinde internet sitesinde sermaye piyasalarında çağrı yoluyla ortaklık paylarının toplanmasına ilişkin yeni tebliğ taslağını ilan etmiş, taslak tebliğ kamunun görüş ve önerilerine açmıştır. Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (“TÜSİAD”) bünyesinde görev yapan Sermaye Piyasaları Çalışma Grubumuzun alt komisyonu, ilk Tebliğ taslağına ilişkin görüşlerini 8 Mayıs 2009 sayı ve MA/UÜ/09-795 sayılı mektup ekinde bilginize arz etmiştir.

Kurul kendisine ulaşan diğer tüm görüşleri de dikkate alarak hazırladığı revize Tebliğ taslağını 3 Haziran 2009 tarihinde yeniden görüşe açmıştır. Aşağıda sunulan çalışma, ikinci kez görüşe açılan Taslak Tebliğ ile getirilen değişiklikleri ve bu değişiklikler hakkında TÜSİAD Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu tarafından oluşturulan Alt Komisyon Üyelerinin taslak tebliğ üzerine görüş ve önerilerini içermektedir.

Bu çerçevede, konu ile ilgili tecrübelerle sahip olan Alt Komisyon Üyelerimiz (Ek-1’de isimleri ve mensubu oldukları şirketlerin verildiği) tarafından incelenerek hazırlanan görüşlerimizi bilgilerinize arz eder; ikinci kez görüşe açılan Taslak Tebliğ ile iletmekte olduğumuz bu görüşlerimizi çağrı müessesinin uygulamada yaşanan önceki deneyimler ve AB direktifleri nezdinde en etkin şekilde düzenlenmesi yönünde oluşturmuş olduğumuzu önemle belirtmek isterim. Özellikle yabancı yatırımcıların Türk şirketlerine ortaklık / satınalma tekliflerini götürmede dikkate aldıkları ve önemli yatırım kararlarını sonrasında kendilerini bekleyen olası çağrı prosedürünü de inceleyerek aldıklarını düşünerek; sunduğumuz önerilerin bu kapsamda değerlendirileceğini umuyor ve şimdiden yorum ve görüşlerimizi dikkate aldığınız için teşekkürlerimi sunuyorum.

Saygılarımla,

Metin Ar

TÜSİAD
Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu Başkan



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

**TÜSİAD SERMAYE PİYASALARI
Alt Çalışma Grubu Çalışma Notu**

**“Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliğ”
3 Haziran Tarihli İkinci Taslağı Üzerine Görüşlerimiz**

Haziran 2009

Alt Komisyon Üyeleri: Gonca Eğilmez İnegöl, Ata Yatırım
Hasan Güzelöz, Doğuş Holding
Müge Tuna, Garanti Yatırım
Metin Özhan, Garanti Yatırım
Pınar Ulusoy, Kılıç Hukuk Bürosu
Nevin İmamoğlu, Koç Holding
Esin Yıldırım Uzun, TSKB
Pınar Değirmenci, TSKB

Sermaye Piyasası Kurulu (“Kurul”) 10 Nisan 2009 tarihinde internet sitesinde sermaye piyasalarında çağrı yoluyla hisse toplanmasına ilişkin yeni tebliğ taslağını ilan etmiş, taslak tebliğ kamunun görüş ve önerilerine açmıştır.

Çalışma Grubumuzun taslak tebliğe ilişkin görüşleri 8 Mayıs 2009 sayı ve MA/UÜ/09-795 sayılı mektup ekinde Kurul’a iletilmiştir. Taslak görüşlerin Kurul’a iletilmesinin ardından Kurul, kendisine ulaşan diğer görüşleri de dikkate alarak hazırladığı revize tebliğ taslağını 3 Haziran 2009 tarihinde yeniden görüşe açmıştır.

Aşağıda sunulan çalışma, ikinci kez görüşe açılan Taslak Tebliğ ile getirilen değişiklikleri ve bu değişiklikler hakkında TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ (“TÜSİAD”) Sermaye Piyasaları Çalışma Grubu tarafından oluşturulan Alt Komisyon Üyelerinin taslak tebliğ üzerine görüş ve önerilerini içermektedir.

TASLAK TEBLİĞDE YER ALAN HÜKÜMLERE İLİŞKİN GÖRÜŞ VE ÖNERİLER:

MADDE 7, 10 ve 12

Taslağın 7, 10 ve 12. maddeleri birlikte değerlendirildiğinde, zorunlu çağrının doğduğu günden itibaren 30 iş günü içinde fiili çağrıya başlama zorunluluğu getirildiği; muafiyet başvurusu kabul edilmemiş ise, bu kararı izleyen 20 işgünü içinde çağrıya fiilen çıkılması gerektiği; bu sürelerin



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

aşılması halinde günlük olarak çağrı fiyatına işlemin dayandığı döviz türüne göre TRLIBOR, LIBOR veya EURIBOR üzerinden faiz eklenmesinin öngörüldüğü dikkat çekmektedir.

20 ve 30 iş günlük süreleri tümüyle çağrı yükümlüsünün inisiyatifinde olmadığından, olası gecikmelerde çağrı fiyatına faiz işletilmesinin adaletsizlik yaratabileceği endişesi taşınmaktadır.

Kurul'a başvuru için tanınan 5 iş günü ile çağrı onayının alınmasının ardından çağrıya başlanması için tanınan 6 iş günü dikkate alınır ve toplam 30 günlük süreden çıkarılırsa inceleme ve değerlendirme süresinin daha da azaldığı görülmektedir.

Çağrıda bulunanın kontrolünde olmayan Kurul inceleme süresi, Taslak Tebliğ ile belirlenen süreçte çağrıda bulunana tanına süreye dahil edilmiştir. Oysa bu süreçte çağrıda bulunanın gerekli özeni göstermesinden bağımsız etkenler de olabilmektedir.

Gerçekleştirilen düzenlemede Kurul'un başvuru dosyasındaki eksikler ve ilave belgelerin tamamlanması süreçlerinde öngörülen sürenin azaltılmasını amaçladığı anlaşılmaktadır. Sürenin bu amaca yönelik olarak bir daha gözden geçirilmesi düşünülmelidir.

Örneğin, çağrı zorunluluğunun doğduğu günden itibaren,

$$6 + \text{ortalama bir çağrı dosyası inceleme süresi} + 6 = X \text{ işgünü}$$

esas alınarak “zorunlu çağrının doğduğu günden itibaren X işgünü içinde çağrıya çıkılmalıdır. Bu sürenin hesaplanmasında SPK tarafından talep edilen eksik bilgi ve belgelerin tamamlanması için verilen süreler dikkate alınmaz.” Şeklinde bir düzenlemeye gidilmesi daha adil olacaktır. Benzer şekilde, eksikler için tanınan makul sürede cevap verilmemesi halinde de geçen her gün için faiz işletilebilir. Belirtilen sürelerin “kesin” rakamlarla belirlenmesi halinde, çağrı yükümlülüğü bulunan ortağın elinde olmayan sebeplerden dolayı ortaya çıkan gecikmeler ortağın istemsiz olarak tebliğ hükümlerini ihlal etmesine yol açabilir.

Bir diğer yol olarak Kurul onayını izleyen 6 işgünü içinde çağrıya çıkılmaması halinde, vs. çağrı yükümlülüğü bulunan ortağa faiz uygulaması şeklinde yaptırım uygulanması düşünülebilir.

Bu görüşe 8 Mayıs 2009 tarihli çalışmamızda da yer verilmiştir.

MADDE 4

Maddenin 2inci fıkrasında çağrıda ödenecek bedelin Türk Lirası cinsinden nakit olması zorunluluğu devam etmektedir. Konuya ilişkin AB Yönergesi'nde tanınan esneklik dikkate alınarak, çağrıda bulunanın borsada işlem gören başka ortaklık hisseleriyle veya devlet tahvili, hazine bonosu, likit fon gibi araçlarla da ödemede bulunabilmesine imkan sağlanabilir. *Bu görüşe 8 Mayıs 2009 tarihli çalışmamızda da yer verilmiştir.*



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

MADDE 7

Çağrı işlemindeki sürelerle ilişkin maddede, bilgi formunun ilanını izleyen günde çağrıya başlanabileceğinin eklenmesinde yarar görülmektedir. *Bu görüşe 8 Mayıs 2009 tarihli çalışmamızda da yer verilmiştir.*

MADDE 8

İştirakler için zorunlu çağrı fiyatının belirlendiği maddenin ikinci fıkrasında ana ortaklık hisselerinin alımın gerçekleştiği tarihten ya da ilk özel durum açıklamasından geriye doğru 6 aylık fiyatlardan hangisi yüksekse onun esas alınması yöntemi getirilmiştir. Alım tarihinden doğru 6 aylık fiyat değerlendirmesinin, alıma ilişkin ilk özel durum açıklanmasından sonra manipülasyona neden olabileceği dikkate alınarak, çıkarılmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

MADDE 9

Zorunlu çağrı için çağrı süresince fiyatın yukarıya doğru düzeltilme esasları belirlenmiştir. Benzer şekilde gönüllü çağrı için de isteğe bağlı fiyat yükseltmeye imkan tanınması ve esaslarının düzenlenmesi uygun olacaktır. Bu sayede istediği kadar pay toplayamayan yatırımcının tekrar çağrıya çıkma prosedürü ile emek ve zaman harcanmasının önüne geçilerek, aynı çağrı bilgi formunun güncellenmesi suretiyle hızlı bir şekilde hareket edilebilecektir.

MADDE 11

“Zorunlu çağrıdan muafiyet halleri”nin, “zorunlu çağrı yükümlülüğü doğmayacak haller” şeklinde değiştirilmesinin; yatırımcıların hangi hallerde çağrı yükümlülüğü ile karşı karşıya kalmayacağını baştan bilmesi ve kararlarını buna göre alması açısından önem taşıdığı düşünülmektedir.

Maddenin mevcut düzenlemesi içinde; iştirak değerlerine ilişkin düzenlemenin ikiye ayrılarak yapılması önerilmektedir: i) “halka açık ve işlem gören iştiraklerin oranı, %10’nun altında ise çağrı yükümlülüğü doğmaz”; ii) “halka açık olmayan iştiraklerde de iştirak yüzdesinin ne oranda olduğuna bakılmaksızın, yine iştirak değerinin toplam değer %10’unun altında olması haline çağrı yükümlülüğü doğmaz” şeklinde düzenleme yapılabileceği düşünülmektedir [burada halka açık olmayıp, değeri değerlendirme raporu ile belirlenecek iştiraklerle ilgili bu değerlendirme yöntemi ve değerlemeyi kimin yapacağına dair düzenlemelere ihtiyaç olacaktır.]

Maddenin (2) numaralı fıkrasında ise ifadenin netlik kazanmaya ihtiyacı olduğu düşünülmektedir - “muafiyet koşullarının gerçekleştiği sonucuna varılırsa, çağrı yapma yükümlülüğünden muaf tutulur” ibaresinin doğru olacağı önerilmekle birlikte; tüm madde için “çağrı yükümlülüğü doğmaz” şeklinde düzenleme getirilmesi halinde buradaki ifade de buna bağlı netlik kazanmış olabilecektir.



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

MADDE 15

Payları Borsa’da işlem gören ortaklıkların payları için yapılacak isteğe bağlı çağrıda, çağrıya ilişkin özel durum açıklamasını yapmadan önce, isteğe bağlı çağrıya konu payların çağrı fiyatı üzerinden hesaplanacak toplam tutarının %90’ının mevduatı kabule yetkili bir bankada Kurul adına bloke olarak yatırılması zorunluluğu getirilmiştir.

Bu düzenleme Çağrı müessesinin ciddiyeti ve işlemin sorunsuz gerçekleşmesi açısından olumlu görülmektedir. Buna karşın belirtilen oranda tutarın, çağrının başlamasından çok önce ve Kurul adına yatırılmasının amacı anlaşılamamaktadır. Bu düzenlemenin Çağrı Yükümlüsünün söz konusu bloke hesapta bulunan fonun nemasından yararlanmasını sağlayacak şekilde yapılması gerektiği düşünülmektedir. Çağrıya çıkanın alım gücünün değerlendirilmesi amaçlanıyorsa da başlangıçta teminat mektubu, fonun mevcudiyetinin ispatı gibi mekanizmalar getirilmesi, çağrıya başlanmasından çok kısa bir süre önce de blokaj öngörülebilir.

MADDE 18

Çağrıya ilişkin özel durum açıklamalarının düzenlendiği maddedeki hükümlere Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği çerçevesinde ilan edilen SPK Rehberi’ne de eklenmesi düzenlemenin bütünlüğü açısından yararlı olacaktır.

Diğer taraftan kısmi çağrı konusunda yapılacak açıklamaların özel olarak düzenlenmesi gerektiği düşünülmektedir. Herhangi bir manipülasyona yol açmamak için toplanan taleplerin her gün açıklanması yerine çağrı süresi sonunda toplu olarak açıklanmasının yerinde olacağı düşünülmektedir.

TEBLİĞLE DÜZENLENMESİ İSTENEN KONULARA İLİŞKİN GÖRÜŞ VE ÖNERİLER

- Tebliğde belirlenen zorunlu çağrıya konu işlemlerin ötesinde, uygulamada kontrol değişikliği dışında da yatırımcının korunması için ortaklara çağrıya yükümlülüğü getirilebilmektedir. (Örn. Galatasaray birleşme talebi)

Bu tür durumların Tebliğ ile nesnel kriterlere bağlanarak düzenlenmesi piyasa bütünlüğü ve yatırımcıların işlem yapmak istedikleri piyasanın şartlarını önceden öğrenmeleri açısından büyük önem arz etmektedir.

- Türk Sermaye Piyasalarında henüz uygulama imkanı bulmayan Kottan Çıkma ve Halka Açık Anonim Ortaklık durumunun sonra ermesinin gerçekleştirilebilmesi için; bu imkanın dünya uygulamalarına paralel şekilde bu Tebliğ kapsamında yapılacak düzenlenmeler ile ele alınabileceği düşünülmektedir. Yapılması önerilen düzenlemenin öncelikle çağrıya çıkılarak yatırımcıların korunmasının sağlanması, ardından kottan çıkma talebinin İMKB’ye iletilmesine



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

yönelik olabileceği öngörülmüş olup; bu konunun özellikle yabancı sermayenin ülkemize çekilmesi açısından büyükönem taşıdığı vurgulanmak istenmektedir. *Bu görüşe 8 Mayıs 2009 tarihli çalışmamızda da yer verilmiştir.*

- Çağrının süresince toplanan payların çağrı yapan ortağa, karşılığı tutarın ise payını satan ortağa ne zaman verileceğine ilişkin Tebliğ’de düzenleme yapılmalıdır. Payların el değiştirmesi işleminin halen uygulamada gerçekleştirildiği gibi “T+2” esası uygulanarak veya tüm çağrı süresinin bitmesinin ardından ödemelerin yapılarak işlemin gerçekleştirilmesi iki alternatif olarak düşünülebilir. İkinci alternatifin uygun görülmesi halinde aracı kurum çağrıya cevap veren bu yatırımcıların taleplerini toplayacak ve süre bitiminin ardından satış işlemi sonlandırılacaktır. Özellikle gönüllü çağrı ve kısmi çağrı için bu esasların netleştirilmesinde yarar görülmektedir.