



*SERMAYE PİYASASI KURULU
HUKUK İŞLERİ DAİRESİ*

**HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERİN
HALKA KAPALI HALE DÖNÜŞMESİ
(GOING PRIVATE)**

YETERLİK ETÜDÜ

**Merzuke TUNÇAY
Uzman Hukukçu Yardımcısı**

**ANKARA
2003**

YÖNETİCİ ÖZETİ

ABD hisse senetleri piyasasında yatırımcıların beklentilerini karşılayabilmek amacıyla halka açık anonim şirketler arasında sıkı bir rekabet yaşandığı gözlenmektedir. Son yıllarda halka açık anonim şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan hissedarlar daha kısa bir vadede kar elde etmeyi istemekte ve piyasadan mali kaynak temini giderek güçleşmektedir. ABD hisse senetleri piyasasının krize girmesinden sonra, birçok halka açık anonim şirketin, 1980'li yıllarda yaygın olarak görülen, 1990'lı yılların sonuna kadar etkisini sürdüren ve yeniden yapılanma stratejilerinden birini oluşturan going private işlemine yeniden başvurmaya başladığı görülmektedir.

Going private, halka açık bir şirketin, dolaşımdaki hisse senetlerinin SEC'nin kaydından çıkarılması, işlem gördüğü borsanın listesinden silinmesi ve hisse senetleri piyasasında aktif alım satımının durdurulması yoluyla halka kapalı bir şirket haline dönüştürülmesi sürecidir. Going private işlemleri, genel olarak, halka açık bir anonim şirketin bütün hisse senetlerinin ele geçirilmesidir. Bu işlemler, halka açık bir şirketin bir yatırımcı ya da yatırımcı grubu tarafından satın alınmasını ifade etmektedir. Uygulamada değişik yapılarda söz konusu olabilen going private işlemlerinin, takas teklifi, tender offer veya birleşme ile ihtiyari veya zorunlu olarak gerçekleştirilmesi, şirketin hakim ortakları veya yönetimi tarafından yürütülmesi ve işlemin üçüncü tarafını oluşturan uzman finans kuruluşlarından finansman sağlanması gibi birtakım tipik özellikleri bulunmaktadır.

Going private işleminin satıcı tarafını şirket hissedarları oluştururken, işlemin alıcı tarafında şirketin yöneticileri, çalışanları, buy-out şirketleri, girişim sermayesi kuruluşları, özel yatırım şirketleri, bağımsız bir şirket ya da bir yönetici grubu bulunabilmektedir.

Going private işleminde kullanılan başlıca yöntemler, aleni pay alım teklifi, birleşme ve tersine hisse bölünmesidir. Bu yöntemlerin tek başına kullanılmaları uygulamada her zaman şirketlerin halka kapalı hale gelme amaçlarına ulaşmaları bakımından yeterli olmayabilmekte, belirtilen yöntemlerden birkaçının going private sürecinde birlikte kullanılması gerekebilmektedir.

Going private işlemine, uygulamanın ve genellikle azınlık hissedarlarınca açılan davalar nedeniyle verilen ve uygulamada emsal alınan yargı kararlarının getirdiği bazı ilkelerin hakim olduğu görülmektedir. Bu ilkeler; işlemde tam hakkaniyet standardının karşılanmış olması, geçerli bir iş amacının bulunması ve kamuyu aydınlatma ilkeleridir.

Going private işlemlerine yönelik tartışmalar ve eleştiriler etik açıdan iki temele dayanmaktadır. Bunlardan ilki, şirket yönetiminin hissedarlara karşı güvene dayalı sorumluluklar altında olmaları ile buna karşın, hissedarların going private işleminde potansiyel alıcılar olan şirket yöneticileri karşısında, yöneticilerin sorumluluklarını yerine getirmeleri için baskı kurma ve işlemi müzakere etme imkanından ve gücünden yoksun olmaları hususlarının going private sürecinde aynı

zamanda söz konusu olmasıdır. İkinci eleştiri de, şirket yöneticilerinin sorumluluğunun şirketin hissedarlarından daha geniş bir çevreye (şirket çalışanları, tüketiciler ve diğer kar grupları gibi) karşı olup olmadığı hususudur. Going private işleminin etik açıdan değerlendirilmesine ilişkin genel görüş, going private işleminde verimin sağlanabildiği, öyle ki şirket yönetiminde bulunmayan hissedarların daha çok kar sağlayabilecekleri yönündedir. Bu nedenle, going private işleminin doğası gereği etiğe aykırı olmadığı savunulmaktadır.

Türk sermaye piyasasının yapısı ve piyasadaki halka açık anonim şirketlerin çoğunluğunun birer aile şirketi olduğu göz önüne alındığında, going private işleminin muhtemel uygulamasının ABD'dekine kıyasla farklılıklar göstereceği tabidir. Örneğin, going private işleminin temelini oluşturan ve en sık başvurulan yöntemlerden biri olan şirketin kendi hisse senetlerini satın almasının, anonim şirketlere ilişkin olarak getirilen TTK'daki anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini temellük ve rehin olarak kabul edemeyeceğine ilişkin yasak çerçevesinde, halka açık anonim şirketlerce kullanılmayacağı açıktır.

SPKn'nda çalışma konusuna ilişkin olarak SPKı kaydına alınmaya ilişkin hükümlerden ilki, ortaklık sayısı itibarıyla halka açık anonim şirket sayılmaya ilişkin md.11 hükmüdür. SPKı kaydından çıkma ise, Seri:IV, No:9 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Anılan Tebliğ'in md.5 hükmü uyarınca, SPKn'na tabi şirketler, halka açık bir anonim şirketin ortak sayısı ile sermaye büyüklüğünü esas alan iki koşuldaki birinin gerçekleşmesi ve bunun şirket tarafından Tebliğ'de belirtilen usullerle tespit ettirilmiş olması halinde SPKı kaydından çıkabilmektedir. Ancak, ortaklık sayısına ilişkin olarak sürecin nasıl işleyeceği ya da şirketin halka kapalı hale dönüşme amacı ile hareket ederken hangi yöntemlerden yararlanabileceği ve hangi kural ve ilkelerle bağlı olduğu gibi hususlara ilişkin açık bir düzenleme SPKn ve ilgili mevzuatta bulunmamaktadır. Anılan konulardaki düzenleme boşluğunun doldurulmasının yerinde olacağı ve SPKı'nun bu konuda SPKn'nun md.11/IV hükmü ile yetkilendirilmiş olduğu düşünülmektedir.

Hukukta atıf usullerinde, atıfların metnin bütünlüğünü bozmaması yöntemi benimsendiğinden, 16.10.1998 tarih ve 1998/16 sayılı Genelge'den farklı olarak atıflar aynı sayfada dipnot olarak verilmiştir.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	i
KISALTMALAR CETVELİ	v
GİRİŞ	1
I. GOING PRIVATE KAVRAMI	3
I.1. Going Private İşlemine Genel Bakış.....	3
I.2. Going Private Tanımı	6
I.3. Going Private İşlemine Konu Olan Şirketlerin Değerlendirilmesi	7
I.4. Going Private İşleminin Tarafları	9
I.4.1. Satıcılar.....	9
I.4.2. Alıcılar.....	9
II. HALKA AÇIK ŞİRKETLERİ GOING PRIVATE İŞLEMİNİ GERÇEKLEŞTİRMEYE İTEN NEDENLER VE İŞLEMİN ETKİLERİ	13
II.1. Going Private İşleminin Nedenleri	13
II.2. Going Private İşlemini Gerçekleştirecek Halka Açık Şirket Tarafından Değerlendirilmesi Gereken Diğer Faktörler.....	17
II.3. Going Private İşleminin Etkileri	21
II.3.1. Going Private İşleminin Olumlu Etkileri.....	21
II.3.1.1. Hissedarlar Açısından	21
II.3.1.2. Şirket ve Şirket Yönetimi Açısından	21
II.3.2. Going Private İşleminin Olumsuz Etkileri.....	23
II.3.2.1. Hissedarlar Açısından	23
II.3.2.2. Şirket ve Şirket Yönetimi Açısından	23
III. GOING PRIVATE İŞLEMİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER	24
III.1. Genel Olarak.....	24
III.2. Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer)	24
III.3. Nakit Karşılığı Aleni Pay Alım Teklifi (Cash Tender Offer)	25
III.4. Takas Teklifi (Exchange Offer)	25
III.5. Nakit Aleni Pay Alım Teklifinin Dışında Hisse Senetlerinin Geri Satın Alımı (Stock Repurchase)	26
III.6. Diğer Yeniden Yapılanma Yöntemleri.....	26
IV. GOING PRIVATE İŞLEMİNE HAKİM OLAN İLKELER	27
IV.1. Tam Hakkaniyet Standardı (Entire Fairness Standard).....	27
IV.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesi	32
V. GOING PRIVATE İŞLEMİNİN ETİK AÇIDAN DEĞERLENDİRİLMESİ	33
V.1. Genel Olarak.....	33
V.2. Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesinde Etkinlik Görüşü.....	34
V.3. Kazanç Paylaşımı (Gain Sharing) ve Güvene Dayalı Sorumluluk (Fiduciary Responsibility)	35

V.3.1. İşlemden Tarafların Birbirinden Bağımsız ve Eşit Konumda Olması Gerekliliği (Arm's Length Bargaining)	35
V.3.2. İçerdeki Bilgi (Inside Information).....	36
V.4. Şirket Hissedarı Olmayan Çıkar Gruplarına Karşı Görevler.....	37
VI. TÜRK HUKUKUNDA GOING PRIVATE	38
VI.1. İlgili Hükümler.....	38
VI.1.1. Türk Ticaret Kanunu'nda	38
VI.1.2. Sermaye Piyasası Mevzuatında	39
VI.1.2.1. Sermaye Piyasası Kanunu'nda	39
VI.1.2.2. SPK Tebliğlerinde ve Diğer İlgili Mevzuatta	40
VI.2. Going Private İşleminin Türk Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi	41
SONUÇ.....	47
KAYNAKÇA	i

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
Age.	:	Adı geçen eser
Agk.	:	Adı geçen klavuz
agm.	:	Adı geçen makale
aşa.	:	Aşağıda
bk.	:	bakınız
B.	:	Bası
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Kotasyon Yönetmeliği	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği
md.	:	madde
NYSE	:	New York Stock Exchange
NASDAQ	:	National Association of Securities and Dealer' Automated Quotation
p.	:	page
SEA	:	Securities Exchange Act of 1934
SEC	:	Securities Exchange Commission
Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ	:	Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği
Seri:VIII, No:27 sayılı Tebliğ	:	Anonim Ortaklıkların Sermaye Piyasası Kurulu Kaydına Alınmalarına İlişkin Tebliğ
Seri:IV, No:8 sayılı Tebliğ	:	Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yoluyla Vekalet vaye Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği
Seri:IV, No:9 sayılı Tebliğ	:	İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği
sh.	:	sayfa
SPKn	:	4487 sayılı Kanun ile değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPKr	:	Sermaye Piyasası Kurulu
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu
vb.	:	ve benzeri
vd.	:	ve diğerleri
vol.	:	volume

GİRİŞ

Sermaye piyasalarında anonim şirketler bakımından halka arz yoluyla hisse senedi ihracı, temel olarak bir finansman yöntemi olup, alternatif finansman yöntemlerine göre daha düşük bir maliyetle ve daha uzun vadeli bir kaynağı kullanma olanağı sağlamaktadır. Hisse senetlerini önceden halka arz etmiş bulunan anonim şirketlerin tekrar hisse senedi arz etmelerine yeni hisse senedi arzı (seasoned issue) adı verilmektedir. Eğer halka arz, ilk defa halka kapalı bir şirket tarafından yapılıyorsa bu, halka açılma (unseasoned issue) anlamına gelmektedir.

Halka açılma¹, halka kapalı bir şirketin, kaynak ihtiyacının karşılanmasında başvurulan bir yöntem olmakla birlikte, halka açılan ve hisse senetleri borsada işlem gören bir şirket olmanın, özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında, aynı zamanda şirketin hisse senetlerinin likiditesini sağlamak, tanıtım imkanı elde etmek, şirketin kurumsallaşma sürecini başlatmak ya da hızlandırmak ve vergi avantajından yararlanmak gibi faydaları da bulunmaktadır.²

Bununla birlikte, işletmelerin faaliyetlerini sürdürdükleri ulusal ve uluslararası çevrede yaşanan ekonomik, sosyal ve yasal değişim, rekabet koşullarının zorlaşması, işletmelerin planlama ve strateji belirleme faaliyetlerinin sürekli olarak değerlendirilmesini ve değiştirilmesini gerekli kılmaktadır. Bu yöndeki bir çaba, işletmelerin değişime ve belirsizliklere uyum sağlayabilmelerini, performanslarını artırabilmelerini ve işletme değerini artırıcı faaliyetlerin ağırlık kazanmasını hedeflemektedir. Bu hedefleri gerçekleştirebilmek için de, işletmelerde, varlıkların ve mülkiyet ilişkilerinin düzenlenmesini sağlayan yeniden yapılandırma stratejileri uygulanmaktadır.³

Avrupa'da ve Amerika'da 1970'lerden itibaren şirketler için bir yeniden yapılanma süreci başlamıştır. Bu değişim sürecinde şirketler, birleşme (merger), devralma (acquisition), borçlanılarak gerçekleştirilen şirket satın alımları (leveraged buy-out, LBO) ve ortak sayısını azaltarak halka kapanma (going private) gibi yöntemler kullanarak büyüme, küçülme ya da el değiştirme yoluna gitmektedirler.⁴ Anılan yeniden yapılandırma stratejileri esas olarak, işletmelerin faaliyetlerini sürdürecekleri şirket büyüklüğüne ilişkin nasıl bir seçim yaptıklarını yansıtır. Günümüzde, bir yandan işletmelerin daha büyük ölçekte faaliyet gösterme tercihlerinin bir sonucu olarak yeni bir birleşme dalgası yaşanmakta, diğer yandan işletmelerde 1990'lı yıllarda görülmüş olan daha küçük ölçekte faaliyet gösterme eğiliminin bir sonucu olarak geliştirilen küçülme stratejileri uygulanmaktadır.⁵ Going private işlemi de, şirket faaliyetlerini daha verimli ve karlı hale getirmek, şirket değerini artırmak, hissedarlar ve yöneticilerin kazançlarını dengeleyebilmek için

¹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bk. KOÇ, İ. Özlem: "Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama", SPK Yayınları No:118 Ankara 1998.

² <http://www.imkb.gov.tr>

³ YILGÖR, Ayşe Gül: "İşletmelerde Yeniden Yapılandırma Stratejileri ve Türkiye'de Sanayi Sektörünü Yeniden Yapılandırma Gereksinimi", www.econturk.org/Turkiye-2002.html

⁴ ZEYBEK, Yasemin: "Borçlanarak Gerçekleştirilen Şirket Satınalmaları", Ankara 1996, sh. 9.

⁵ YILGÖR, Ayşe Gül: agm. sh. 2.

kullanılan yeniden yapılandırma stratejilerinden küçülmeyi hedefleyen stratejilerin bir örneğini oluşturmaktadır.

Çalışmanın amacı, son yıllarda Avrupa’da ve ABD’de yeniden gündeme gelen going private işlemine ilişkin olarak, ABD’de yaşanan ekonomik gelişmeler, hukuki düzenlemeler, uygulamadan gelen işlem ilkeleri ve yaşanan deneyimler temel alınarak ve anılan işlemin gündemde bulunan ve tartışılan yönlerine de yer verilmek suretiyle, going private işlemine ilişkin genel bir çerçeve çizmek ve bu çerçeveden hareketle Türk sermaye piyasası açısından going private işlemi ve bu işlemin uygulanabilirliği hakkında bir değerlendirme sunmaktır.

Bu amaçla, çalışmada ilk olarak, ABD’deki uygulamalar çerçevesinde going private işleminin genel bir seyri verilmeye çalışılmış, ABD’de yaşanan son gelişmelere değinilmiş ve takiben going private kavramına ilişkin olarak, işlemin tanımı, tarafları ve işleme konu olan şirketlerin genel özellikleri konularına yer verilmiştir. İkinci bölümde, şirketleri bu işlemi gerçekleştirmeye iten nedenler, going private işlemine başvuran şirketlerce going private yapma kararı alınmadan önce dikkate alınması gereken faktörler ile going private işleminin hissedarlar ve şirket üzerindeki olumlu ve olumsuz etkileri, bir başka deyişle avantaj ve dezavantajları konuları ele alınmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde, going private işleminde kullanılan yöntemlere, dördüncü bölümünde ise, going private işlemine hakim olan ilkelere yer verilmiştir. Çalışmanın devam eden bölümünde, going private işlemi hakkında etik açıdan bir değerlendirme yapılmıştır. Çalışmanın altıncı ve son bölümünde ise, going private işlemi ile ilgili Türk hukukunda yer alan mevzuat hükümlerine yer verilerek, ilk beş bölümde sunulan bilgiler çerçevesinde, going private işleminin Türk sermaye piyasasında uygulanma yeteneğine ilişkin olarak değerlendirmeler yapılmıştır.

I. GOING PRIVATE KAVRAMI

I.1. Going Private İşlemine Genel Bakış

Halka arzın, yeni bir şirket kuran her girişimci için bir hedef olduğundan söz edilebilir. Halka arz bir başarı sembolü olarak görülmekte ve beraberinde şirkete prestij ve piyasa öngörüsü gibi görünmeyen yararlar getirdiği kabul edilmektedir. Aynı zamanda, diğer şirketleri satın alabilme, şirket çalışanlarını motive etme ve arge giderleri ile diğer harcamaları karşılama gibi amaçlar şirketleri sermaye piyasasına girmeye yöneltmektedir.⁶ Ancak son yıllarda, ABD hisse senetleri piyasasında hissedarların beklentilerini karşılayabilmek için halka açık şirketlerin sert bir rekabetle başatmeleri gerektiği, yatırımcıların daha çok kısa vadede kar elde etmeyi istedikleri ve borsadan mali destek sağlamanın giderek daha güç hale geldiği kaydedilmektedir.⁷ ABD hisse senetleri piyasasının krize girmesinden sonra, birçok halka açık şirket sahibinin ve yöneticisinin, halka açık bir şirket olma rüyasının kabusu dönüştüğünü ve bu kabusun kısa zamanda sona ermeyeceğini fark ettiği ve bu nedenle şirketlerin birçoğunun, 1980’li yıllarda yaygın bir akım olan ve 1990’lı yılların sonuna kadar etkisini sürdüren bir stratejiye yeniden müracaat etmeye başladıkları ifade edilmektedir. Bu strateji, “going private”tır.⁸

“Going private (GP)” terimi, ABD’de ilk olarak 1973 yılı boyunca süren ayı piyasasında (bear market⁹) yaygın şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Bu dönemde, kötü durumdaki hisse senetleri piyasasına bir cevap olarak pek çok şirket yönetimi, dolaşımdaki adi hisse senetlerinin tümü için hissedarlara aleni pay alım teklifinde (tender offer) bulunmuşlardır. Hissedarlara karşı adil olunmasını sağlama amacından hareketle SEC’nin, GP işlemlerine ilişkin olarak başlattığı çalışmalar neticesinde, SEA’e 1979 yılında 13e-3 Kuralı eklenmiştir. Bu kural, tüm GP işlemlerini kapsamakta; söz konusu işlemin gerçekleştirilmesinde uyulması gereken belirli bildirim ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirmektedir.¹⁰

ABD’de 1979 yılından 1999 yılına kadar geçen zaman aralığında 822 GP işlemi gerçekleştirilmiştir. Aşağıdaki şekilde görüldüğü üzere 1980’lerde GP işlemlerinin sayısında büyük bir artış yaşanmıştır. Bu durumun, 1982 yılında başlayan boğa piyasası (bull market¹¹) öncesindeki kötü piyasa koşulları ve yüksek getirili tahvil (high yield bonds-junk bond) arzlarının artmasıyla bağlantılı olarak, 1980’lerin ortasından sonuna kadar gerçekleştirilen, borçlanarak şirket satın alımı

⁶ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: “The Going-Private Transaction, New York Law Journal”, 13.11.2001.

⁷ www.fleetcapital.com/resources/capeyes/a02-01-51.html

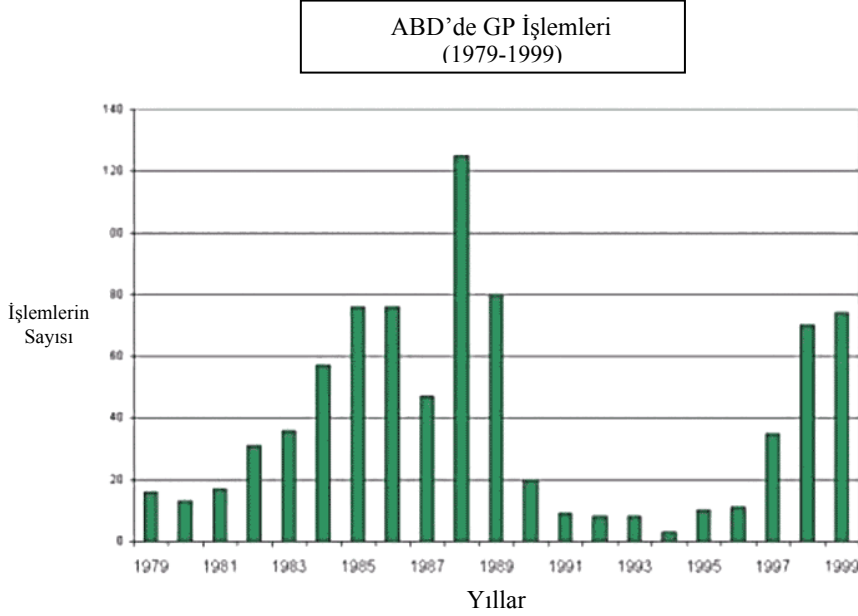
⁸ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

⁹ Bear market, gelecek hakkında karamsarlığın ve fiyatların düşeceği beklentisinin hakim olduğu piyasalardır. Bu piyasalarda kişiler ellerindeki hisse senetlerini gelecekte daha düşük fiyattan satın alabilecekleri düşüncesiyle satarlar. İMKB Yayınları: “Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu”, 16. B., İstanbul 2002, sh. 542.

¹⁰ RABE, James G.; WHITEHEAD, Terry G.: “Fairness Opinions for Going Private Transactions”, Insights Quarterly Journal, <http://www.williaminsights.com/01/goingprivate.html>

¹¹ Bull market, talebin arzdan daha çok olduğu ve borsada fiyatların tırmanışa geçtiği dönemi ifade eder. agk. sh. 543.

işlemlerindeki büyük artıştan kaynaklandığı belirtilmektedir.¹² ABD’de Ekim 1987’de yaşanan borsa krizinin ardından ayı piyasası dönemi yaşanmış ve bununla birlikte ekonomide beklenmedik şekilde bir iyileşme görülmüştür. Bu da şirket yönetimlerini, halka açık şirketleri ele geçirmeye sevk etmiştir.¹³



Öte yandan, ABD hisse senetleri piyasasında 1990’ların başında yaşanan ayı piyasası ve ekonomik durgunluk nedeniyle GP işlemlerinde görülen azalıştan sonra, yatırımcılar “yeni ekonomi şirketleri (new economy companies)”¹⁴ne yönelmiştir. Buna karşılık GP işlemleri, “eski ekonomi şirketleri (old economy companies)” arasında 1990’lı yılların sonuna doğru artış göstermiştir. 1994 yılında 3 GP işlemi gerçekleştirilirken, bu sayı 1999 yılında 74’e çıkmıştır.¹⁵

2000 yılının Mart ayı sonunda başlayan NASDAQ’taki büyük düşüşü dikkate alan hisse senedi piyasasında, son birkaç yıldır, “eski ekonomi şirketleri”ne (örneğin, imalat ve perakende satış şirketleri) kıyasla, “yeni ekonomi şirketleri”ne (örneğin, yüksek teknoloji şirketleri) daha çok yatırım yapıldığı görülmektedir. Sonuç olarak, “eski ekonomi şirketleri” arasında halka kapanan şirketlerin sayısının 1996 yılından beri her yıl arttığı gözlenmektedir.¹⁶

2001 yılında, GP işlemi için iyi birer aday olan ve “piyasa yetimleri (market orphans)” adı verilen gruba katılan halka açık şirketlerin sayısının artmasına karşılık, halka kapanan şirketlerin sayısında buna paralel bir artış olmamıştır. 2001 yılının ilk üç çeyreğinde ilan edilen GP anlaşmalarının sayısı 12 olmuş; yıl sonunda ise toplam

¹² RABE, James G.; WHITEHEAD, Terry G.: agm.

¹³ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

¹⁴ “Yeni ekonomi şirketleri” terimi, ileri teknoloji sistemlerine sahip olan ve genellikle ürünlerinde “eski ekonomi şirketleri”ne kıyasla daha yüksek bir teknoloji kullanan şirketleri ifade etmek üzere kullanılmaktadır. <http://www.jsonline.com/by/news/oct00/torico129102800.asp>

¹⁵ RABE, James G.; WHITEHEAD, Terry G.: agm.

¹⁶ RABE, James G.; WHITEHEAD, Terry G.: agm.

77 halka açık şirket halka kapanmıştır.¹⁷ Bunun temel nedeni, GP işlemlerinde önemli fonksiyonlar üstlenen, anlaşmanın alıcı tarafında yer alarak halka açık bir şirketin hisse senetlerini, o şirketin kontrolünü ele geçirecek miktarda satın alan (buy-out) şirketlerin, bu dönemde GP işlemlerine katılmamış olmalarıdır. Zira, aynı dönemde kredi piyasalarında sıkışma yaşanmış; bu şirketlerin, katıldıkları GP işleminde kullandıkları sermaye miktarını sınırlandırmak ve bu şekilde karlarını artırmak için yeterli miktarda kredi alamadıkları görülmüştür. Bu durum, anılan şirketlerin, bir GP anlaşması yapmak için daha fazla sermaye koymalarını gerektireceğinden, satın alımlar için uygun olmayan bir ortam oluşturmaktadır. Böyle bir anlaşmanın anlamlı olması için, söz konusu şirketlerin, hedef şirketin nakit akımını artırabileceğine ve zamanla kendisine kaynak aktarabileceğine inanmış olması gerekmektedir. Ancak, o dönemdeki ekonomik tablodan bu sonuca varmak zor olmuştur. Bu şirketlerden bazılarının, terörist saldırılardan sonra Amerikan Merkez Bankası'nın piyasaya aktardığı kaynakların ekonomiyi büyütmeye yardımcı olacağı ve bankaların ve diğer kreditorlerin kredi verme şartlarını yumuşatacakları yönündeki beklentileri pek gerçekleşmemiştir.¹⁸ Ayrıca, yine o dönemde borç kredilendirmesini sigortalayan şirketlerin sayısında ve çeşitlerinde azalma olmuştur. Dolayısıyla bu şirketler, GP sürecine katılmak için, karşılarında güçlü nakit akımları olan ve kurulu müşteri yapısına sahip istikrarlı şirketler aramıştır. Ayrıca, kredi piyasasındaki sıkışıklık ve hisse senedi piyasasındaki dalgalanma, GP işleminde taraflar arasındaki anlaşmalarda ve kredi sözleşmelerinde yer alan koşulların ve tarafları koruyucu özellikteki hükümlerin önemini artırmıştır.¹⁹

ABD'de 2002 yılının sonlarında ise, GP işlemlerinde artış gözlenmiştir. Bu dönemde hakim ortaklar ve üst düzey yöneticiler, önemli miktardaki halka açık hisselerin tümünü almak suretiyle şirketlerini halka kapalı hale dönüştürmüşlerdir. Hisse senetlerinin fiyatının düşmesi ve SEC düzenlemelerinin artan baskısı, GP işlemine yönelen küçük ve orta ölçekli halka açık şirketlerin sayısını artırmıştır.²⁰

Günümüzde, halka açık şirketlerin hakim ortakları arasında, şirketlerin halka kapalı hale dönüştürülmesi eğiliminde bir artış görülmektedir. Ayrıca, giderek daha çok sayıdaki şirket yöneticisi, getirilen yeni düzenlemeler ve düşen hisse senedi fiyatları nedeniyle, şirketleri halka kapamakta ve bu amaçla kullanılan bir yöntem olarak birleşme işlemleri gerçekleştirmektedir. 2003 yılında, ekonomik iyileşmeye duyulan güvenin artmasıyla, birleşme ve devralma işlemlerinde artış beklenmektedir. Birçok halka açık şirket yöneticisi de, şirketlerini halka kapalı hale dönüştürmeyi planlamaktadır.²¹

¹⁷ <http://www.pweb.com/releases/2002/4/prweb36957.php>

¹⁸ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

¹⁹ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

²⁰ BELL, Jonathan: "Going Private: How VCs Can Get in the Game", Venture Capital Journal, October 2002, vol. 42, issue 10, p. 49.

²¹ WHITESTONE, Randy: "More Takeovers, Business Going Private seen in 2003", 22.12.2002, <http://the.honoluluadvertiser.com/article/2002/Dec/22/bz/bz11a.html>

I.2. Going Private Tanımı

Türkçeye halka açık bir anonim şirketin halka kapalı hale dönüşmesi olarak çevirebileceğimiz “going private” kavramı Amerikan literatüründe, halka açık bir şirketin (publicly-held corporation, close corporation), halka kapalı bir şirkete dönüşerek (privately-held corporation) genellikle hisseleri borsada işlem görmeyen şirket olarak tanımlanan halka kapalı şirket haline gelmesi ve halka açılmadan önceki statüsüne geri dönmesi (pure concept of going private) anlamında kullanılmaktadır.²²

GP, halka açık bir şirketin, dolaşımdaki hisse senetlerinin SEC'nin kaydından çıkarılması, işlem gördüğü borsanın listesinden silinmesi ve hisse senetleri piyasasında aktif alım satımının durdurulması yoluyla halka kapalı bir şirket haline dönüştürülmesi sürecidir. Halka açık bir şirketin hisse senetleri, GP işleminin tamamlanması ile birlikte özel bir grubun mülkiyetine geçer ve artık açık piyasa işlemleri ile alınıp satılamaz.

Başka bir tanıma göre GP, halka açık bir şirketin hisse senetlerinin, şirketin kendisi tarafından veya şirket dışındaki bir yatırımcı ya da yatırımcı grubu tarafından satın alınması yoluyla, halkın şirketteki pay sahiplerine son verilmesi ve belli kişi ya da kişilerde toplanmasıdır. Ayrıca, GP ile paralel anlamda “public to private” terimi de kullanılmakta olup, bu terim halka açık bir şirketin hakim ortakları veya yönetimi tarafından ele geçirilmesini ifade etmektedir.

GP işlemleri, genel olarak, bir yatırımcı ya da yatırımcı grubu tarafından halka açık bir şirketin bütün hisse senetlerinin satın alınmasını; halka açık bir şirketin kontrolünün ele geçirilmesini ifade etmektedir. Başka bir açıdan GP işlemleri, hakim ortak adına, şirkette azınlığı oluşturan hisse senedi sahiplerine ait tüm hisse senetlerinin satın alınması amacıyla yönelik olarak gerçekleştirilmektedir.

Bununla birlikte, ortak sayısını azaltarak halka kapanma şeklinde de tanımlanan GP, halka açık anonim şirketlerin ortak sayılarının 300 hissedarın altına düşmesi halinde hukuki düzenlemeler gereği gerçekleştirdikleri bir işlem olarak da karşımıza çıkmaktadır. GP için bir şirketin, genel olarak hissedarlarının sayısının 300'ün altına düşmesi ile sonuçlanan birtakım işlemler gerçekleştirmiş olması ve SEC'ye usulüne uygun şekilde gerekli bildirimleri yapması gerekmektedir. Ancak, tam olarak hangi işlemlerin bu sonucu doğuracağına tespiti her zaman mümkün olmamaktadır.²³

SEA'in GP işlemine ilişkin temel düzenlemesi olan 13e-3 Kuralı, A) SEA'in bildirim koşullarına tabi şirket ya da bağlı ortaklığı tarafından yapılan aleni pay alım teklifleri ya da satın alımları ile Regulation 14A'nın konusu olan herhangi bir vekalet toplama izni ya da yetkisinin verilmesine yönelik davette bulunulması veya B) Regulation 14C'nin kapsamına giren ve ihraççı ya da bağlı ortaklığı tarafından hissedarlara karşı yerine getirilecek bir bildirim yükümlülüğünün bir birleşme,

²² MOORE, Charles L.: “Going Private: Techniques and Problems of Eliminating the Public Shareholder”, The Journal of Corporation Law, Winter 1976, vol. 31, issue 3, p. 321.

²³ HAZEN, Thomas Lee: “The Law of Securities Regulation”, Third Edition, vol. 2, 1995, sh. 314.

<http://www.sec.gov/answers/gopriv.htm>

konsolidasyon, sermaye yapısının değiştirilmesi, şirket organizasyonunun değiştirilmesi ya da ana şirket ile bağlı ortaklığı arasında birtakım işlemlerin yapılması (ana şirketin önemli tüm varlıklarının bir bağlı ortaklığına ya da bir grup bağlı ortaklıklarına satılması gibi) ya da şirketin her tip hisse senedinin kesirli payların satın alınmasını içerecek şekilde birleştirilmesi ile ilgili olarak söz konusu olması hallerinde uygulanmaktadır.²⁴

SEA'in 13e-3 Kuralının uygulanması için, (a)(3)(i) bendinde sayılan söz konusu işlemlerin, (a)(3)(ii) bendinde belirtilen amaçlarla gerçekleştirilmesi ya da doğrudan veya dolaylı olarak belirlenmiş birtakım etkilere sahip olması gerekmektedir. Bunlar; A) Şirketin herhangi bir grup hisse senedi bazında hissedarlarının sayısının 300 kişinin altına düşmesi ya da B) Ulusal bir borsanın listesinde olan ve aynı zamanda herhangi bir kayıtlı ulusal borsa kuruluşunun dealerlar arası kotasyon sistemine katılma yetkisi verilen şirketin, borsanın listesinden silinmesi ve borsa kuruluşunun dealerlar arası kotasyon sisteminden çıkmasıdır.²⁵

Uygulamadaki GP işlemlerinin değişik yapılarda olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, bu işlemlerin bazı tipik özellikleri bulunmaktadır. Bunlar; i) takas teklifi, tender offer veya birleşme ile ihtiyari veya zorunlu olarak gerçekleştirilmesi, ii) şirketin hakim ortakları veya yönetimi tarafından yürütülmesi ve iii) işlemin finansmanında, işlemde üçüncü taraf olan uzman finans kuruluşlarından kredi temin edilmesidir.

I.3. Going Private İşlemine Konu Olan Şirketlerin Değerlendirilmesi

ABD'de 1980'li yılların sonunda çok sayıda GP anlaşması yapılmasını ve 1990'lı yılların başında bu anlaşmalardaki azalmayı takiben 1999 ve 2000 yıllarında, buy-outlarda yeniden bir artış görülmüştür. GP anlaşmaları bu dönemde genellikle, yüksek bir hisse senedi fiyatı ve bir yatırımcı kitlesi oluşturabilmek için yeterli sayıda yatırımcıyı çekemeyen küçük sermayeli şirketlere yapılan satın alım tekliflerini içermiştir. GP işlemi çoğunlukla büyük miktarda kaynak gerektirdiğinden, istikrarlı nakit akışına ve bilançooya sahip bu geleneksel şirketler GP için ideal birer aday olmuşlardır. Bununla beraber, kaynaklarını teknoloji yatırımlarına aktaran şirketler de hisse senetlerinin fiyatının yıllar içinde en düşük seviyelere indiğini görmüşlerdir. Bu şirketler, NYSE veya NASDAQ'a kayıtlı halka açık bir şirket olmanın kendilerine sağlaması gereken avantajları yeterli bulmamışlardır.²⁶

Son yıllarda "piyasa yetimleri" adı verilen şirketler grubunun oluşmasında, bilişim sektöründeki şirketlerin halka açılması önemli bir etken olmuştur. Küçük ve orta ölçekli pek çok halka açık şirket, güçlü bir mali performans gösterememekte, yatırımcının ilgisini ve dikkatini çekememekte ve bu nedenle piyasa değerlerini olması gerekenin altında bulmaktadırlar. Bu şirketlerin hisse senedi fiyatları sıklıkla halka arz fiyatlarının altına düşmektedir. Küçük ve orta ölçekli şirketlerin karşılaştıkları başka bir sorun ise, genellikle, halka kapalı şirketlerin nakit akım

²⁴ <http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRIs/rule13e-3.html>

²⁵ <http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRIs/rule13e-3.html>

²⁶ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

toplamlarına kıyasla daha düşük nakit akımına sahip olmalarıdır. Söz konusu şirketlerin ortak özelliklerinden bazıları şunlardır: Yatırımcıların ilgisini çekemeyen bir endüstride faaliyet gösterme, gerçek değerinin altında bir hisse senedi fiyatına sahip olma, düşük işlem miktarı, yanıltıcı kazançlar elde etme, önemli miktarda nakit tutma ve kontrolleri altında olmayan piyasa güçlerince yetenekleri ve hareketleri sınırlanan deneyimli yöneticilerinin olması.

“Piyasa yetimleri” olarak adlandırılan şirketlerin yönetimcilerine, halka açık anonim şirket olma statüsü, bilişim sektöründe faaliyet göstermeyen halka açık şirketlerin hisse senetlerinin revaçta olduğu dönemlere göre daha az çekici gelmektedir. Ayrıca, bu şirketler için GP işlemi, faaliyetlerine devam etmelerini sağlayacak stratejik bir tercih niteliğindedir. GP işlemine eğilimin günümüzde pek çok sektörde yaşanması, bu şirketleri, kendilerine yapılan satın alım tekliflerini ciddi şekilde değerlendirmeye yöneltmektedir.

“Piyasa yetimleri”nin 1999 ve 2000 yıllarında GP işlemi için uygun hedefler olmaya devam etmelerinin yanı sıra, Amerikan hisse senedi piyasasındaki keskin düşüş, başka şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarını da düşürmüş ve önceki yıllarda yatırımcıların ilgisini çeken teknoloji sektörünü oluşturan bazı şirketleri de bu gruba dahil etmiştir. Bu şirketlerin birçoğu, halka arz öncesi değerinden daha düşük bir değere karşılık gelen hisse senedi fiyatına sahiptir. Ayrıca, piyasalara yüksek nakit oranları ile gelen ve bir gün kar elde etme beklentisinde olan bilişim sektörü şirketlerinden farklı olarak teknoloji şirketleri, belirli bir tüketici kitlesi ile reel ve tahmin edilebilir bir nakit akımına sahiptir. Sonuç olarak, teknoloji sektöründeki şirketlerin çoğu GP için iyi birer aday olmuşlardır.²⁷

Borsada hisse senetleri çok az işlem gören halka açık bir şirket, raporlama ve kamuyu aydınlatma masraflarını üstlenmekte ancak, bir borsaya kayıtlı olmanın yararını tam olarak görememektedir. Halka açık bir şirketin hisselerinin çoğunluğu birkaç hissedarın elinde toplanmışsa ve şirketin hisse senetleri NYSE veya NASDAQ’da alınıp satılacak piyasa kapitalizasyonuna sahip değil ise, GP işlemi için uygun bir şirket olduğu düşünülmektedir.

Halka kapalı hale gelmek isteyen şirketlerin ortak özelliklerinden bir diğeri, bu şirketlerin sahipleri ve yöneticilerinin önceleri, şirket hisse senetlerinin uzun dönemdeki reel fiyatını kabul etmemelerine ve potansiyel satıcı konumundaki birçoğunun hisse fiyatlarının yükseleceğini öngörmelerine karşın, günümüzde hisse senedi fiyatlarının yeniden eski seviyesine yükselmeyeceğini ve halka kapalı bir şirket haline dönüşmenin gerekliliğini kabul etmeleridir.²⁸

²⁷ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

²⁸ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

TAULLI, Tom: “IPO’s Out, Going Private In”, 22.9.2001, <http://news.com.com/2010-1078-281562.html>

I.4. Going Private İşleminin Tarafları

I.4.1. Satıcılar

GP işleminde satıcılar, işlemin niteliği gereği hissedarlar, genellikle de şirkette azınlığı oluşturan hissedarlardır. GP işlemi, halka açık anonim şirket hissedarlarının zor kararlar almasını gerektirmektedir. Halka kapalı hale dönüşecek olan şirketin hissedarlarını korumak üzere ABD'deki bazı eyaletlerde, halka açık şirketlerin devralmasına ilişkin kanunlar çıkarıldığı görülmektedir. Bu kanunlar hissedarlara, teklif edilen şartlar üzerinden hisselerini satma, satmama ve işlemi dava edebilme hakkı tanımaktadır.²⁹ Ancak, GP işleminin tamamlanması sonucunda şirket hisse senetlerinin piyasası çok sınırlı kalacağından, şirkette kalan hissedarların, işlemden sonraki bir tarihte hisse senetlerini satmakta zorlanacakları açıktır. Dolayısıyla, anılan düzenlemelerle tanınan bu hakların amacına tam olarak hizmet edemediğini söylemek mümkündür.

I.4.2. Alıcılar

GP işleminin alıcı tarafını şirketin hakim ortağı, yöneticileri, çalışanları, buy-out şirketleri, girişim sermayesi kuruluşları, özel yatırım şirketleri, bağımsız bir şirket veya bir yönetici grubu oluşturabilmektedir. GP işlemindeki her alıcı grubunun, kendi özelliklerinden kaynaklanan farklı amaçları ve farklı fonksiyonları bulunmaktadır.

Amerikan hisse senetleri piyasasının mevcut durumu küçük ve orta ölçekli şirketlerin hakim ortaklarını ve yönetimini halka kapanmaya teşvik etmektedir.³⁰ Borsaların kötü durumu birçok şirketi, hisselerini satın almayı ideal bir yatırım olarak gözden geçirmeye yöneltmiştir. Ayrıca bir şirketin, hisselerinin piyasa değerinin (market value), nominal değerinin (book value) altına düşmesi halinde, hisselerini, piyasanın durumundan başka birçok nedenden dolayı satın alması da muhtemeldir.³¹

Halka açık bir şirketin yöneticileri tarafından çeşitli nedenlerle halka kapanma kararı alınabilmektedir. Bunlardan biri, şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatının uygun olduğu dönemlerde, dışarıdan bir yönetici grubunun hatta rakip şirketlerin, hisse senetlerini toplayarak şirketi ele geçirmeyi amaçlamasıdır. Bu halde, söz konusu tehditle karşılaşan şirketin (hedef şirket) yöneticileri, hissedarları paylarını satmaktan vazgeçirmeye çalışmakta; başarılı olmadıkları takdirde daha iyi fiyat teklif ederek hisseleri satın almaktadır. İkinci halde, şirket yönetimince, şirket sermayesinin büyük ve ortak sayısının çok olması nedeniyle, hisselerin satın alınması için gerekli kaynak ancak büyük finans kuruluşları veya bu kuruluşların oluşturduğu bir konsorsiyum tarafından sağlanabilecektir. Bu nedenle genellikle, şirket varlıkları teminat gösterilerek kredi almak suretiyle satın alma yöntemi kullanılmakta; ayrıca işlemin finansmanında şirketçe "ara finansman"³² temin etme zorunluluğu doğabilmektedir.

²⁹ <http://www.sec.gov/answers/gopriv.htm>

³⁰ HYDEN, Cary G.; JOHNSON, Ashley A.: "Anatomy of a Going Private Transaction: ...", Orange Country Business Journal, 16.12.2002, vol. 25, issue 50, p. 13.

³¹ MOORE, Charles L.: agm. sh. 321.

³² Şirket tarafından teminat gösterilerek bankalardan kredi alındıktan ve alıcı grubun koyacağı sermaye tutarı belirlendikten sonra, buy-out işlemini gerçekleştirmek için hala kaynak ihtiyacı olduğunda, bu

GP işlemlerinin, bir anlamda, şirketteki hakim ortak ya da ortaklar adına azınlığı oluşturan hissedarlara ait tüm hisse senetlerinin satın alınması amacına yönelik olduğuna değinilmişti. Halka açık şirket yönetiminin alıcı konumunda olduğu GP işlemlerine benzer şekilde, şirketteki hakim ortak ya da ortaklar tarafından şirketi halka kapalı hale dönüştürmek amacıyla gerçekleştirilen birçok GP işleminde LBO yöntemi kullanılmaktadır.³³ Uygulamaya bakıldığında, hemen her halka kapanma sürecinin bir şekilde LBO işlemini içerdiği görülmektedir. LBO şirketleri GP işlemine finansör olarak katılmaktadır. LBO, bir alıcı grubu tarafından halka açık ya da halka kapalı bir şirketin, bir bağlı ortaklığın ya da bir şirketin bir alt bölümünün, yüksek tutarda kredi kullanılarak satın alınmasını ifade etmektedir. Bu satın alım işlemi şirketin mevcut yöneticileri tarafından gerçekleştirilirse, “management buy-out” kavramı ile ifade edilen yönetim destekli satın alma söz konusu olur; şirket dışından bir grup yönetici tarafından gerçekleştirildiğinde ise, bu işlem için “management buy-in” kavramı kullanılmaktadır.³⁴ Bir finansman yöntemi olarak LBO’ya başvuru GP işleminde ise, teklif veren taraf genellikle içerden biri (hakim ortak veya yönetimden biri) olduğundan, bu durumda işlem daha karmaşık hale gelecektir. Zira bu kişiler, işlemde satıcı tarafı oluşturan azınlık hissedarlarına kıyasla bilgi avantajına sahiptir.³⁵

Bu bağlamda, halka açık bir şirketi halka kapalı hale dönüştürecek olan yönetim kurulu ya da bu yönde bir teklifle karşılaşan hedef şirketlerin yönetim kurulları, GP işleminden doğacak yükümlülüklerini dikkatle yerine getirmeli ve başarılı bir GP işlemi gerçekleştirerek azınlık hissedarlarının işleme karşı dava açma riskini (class action³⁶ litigation risk) azaltmalıdır. Bu amaçla, hedef şirketlerin yönetim kurullarının her durumda, şirket ve hissedarlar açısından güvene dayalı sorumluluklarına (fiduciary duties/responsibility) uygun şekilde hareket etmeleri gerekmektedir. Hedef şirketin yönetim kurulundan, GP işlemindeki yükümlülüklerini yönetsel kurallara uygun olarak yerine getirmesi beklenmektedir. Ayrıca işlemin, “tam hakkaniyet standardı” olarak ifade edilen, bazı unsurları taşıması gerekmektedir.

GP işleminde, şirket yöneticileri ya da çalışanları dışında kalan diğer alıcı grupları, temelde yatırım amacıyla yaklaştıkları bu işlemi, uzun vadeli fonlarını plase edebilecekleri yüksek getirili bir yatırım olarak görmekte ve üstlendiklere riskle orantılı bir getiri beklentisi taşımaktadırlar.

Buy-out şirketlerinin GP işleminde alıcı tarafta olması da mümkündür. Bir GP işlemine katılırken buy-out şirketinin temel amacı, halka açık anonim şirketi,

fark ara finansman (mezzanine) denilen bu kredilerle kapatılacaktır. Sigorta şirketleri, LBO uzman kuruluşları, emeklilik ve yatırım fonları, girişim sermayesi şirketleri gibi diğer finansal kuruluşlardan sağlanabilecek olan bu tip krediler, risk derecesi ve getirisi açısından, banka kredileri ile sermaye arasında kalan bir finansman türünü oluşturur. ZEYBEK, Yasemin: age. sh. 28.

³³ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

³⁴ ZEYBEK, Yasemin: age. sh. 9.

³⁵ RABE, James G.; WHITEHEAD, Terry G.: agm.

³⁶ ABD hukukunda grup davalarından biri olan "class action", bir veya birden fazla kişiye karşı benzer talep ve iddiaları bulunan kişilerden oluşan bir grup adına, gruptaki bir veya birkaç kişi tarafından temsilci sıfatıyla açılarak takip edilen ve mahkeme kararının tüm grubu bağladığı davalardır. “Class action”ın en önemli özelliği, bireysel dava açmaları ekonomik olmayan davacıların biraraya gelerek hak aramalarını sağlamasıdır. bk. www.misco.com

fiyatların düşük olduğu dönemde hisse senetleri piyasasından düşük fiyattan satın almaktır. Bu stratejide satın alınan şirketin yönetimi ve faaliyet konusu, satın alımda kullanılan borç ödenirken değiştirilebilmektedir. Halka açık anonim şirketi bu piyasa şartlarında satın alan buy-out şirketi, halka kapanan şirketi, şirketin değeri arttığı zaman halka arz ederek veya bir stratejik alıcıya satarak devreden çıkmaktadır.³⁷

GP işleminin alıcı tarafında yer alan bir başka grup, girişim sermayesi şirketleridir. Bu şirketler, yüksek riskli ve kısa vadede düşük ancak, uzun vadede yüksek getirili projelere teminatsız kredi sağlamaktadır. Risk sermayedarları kredi verdikleri alıcılar kadar risk üstlenirler ve yatırımlarından orta vadede bir getiri elde etmeyi beklemektedirler.³⁸ Halka kapanacak olan şirketin nakit kaynaklarına bağlı olarak, banka kredilerine ek bir dış sermaye kaynağı gerekli olabilmektedir. Girişim sermayesi şirketlerinin de bu noktada sürece katıldıkları ve kar elde ettikleri görülmektedir. Şöyle ki, halka açık bir şirketin hisse senetleri yüksek fiyattan halka satıldıktan sonra risk sermayedarları, şirketin hisselerinin düşük fiyatı üzerinden gerçekleştirilecek bir GP işlemine katılırlar. Hisse senetleri piyasasındaki düşme eğilimi tersine dönüp, hisse senetlerinin fiyatı yükseldiğinde, şirket tekrar halka açıldığında, satıldığında veya şirketin başka bir şekilde tasfiyesi gerçekleştiğinde, bu şirketler oluşan karlarını elde etmek üzere sahip oldukları hisseleri satmaktadır.³⁹

Hisse senetleri piyasasında ortalama bir yatırımcı her ay yeni bir halka açılma teklifi beklerken, bir girişim sermayesi türü olan özel sermaye şirketleri ya da özel sermaye yatırımcılarının (private equity firms/investors), halka açık anonim şirketleri halka kapalı şirkete dönüştüren her fırsatı değerlendiren ve bu şekilde yüksek getiri elde etmeye devam eden bireylere dönüştükleri görülmektedir. Son yıllarda, mevcut ve yeni özel yatırım fonlarına ilgi artmakta, yukarıda belirtilen niteliklere sahip şirketlerin oluşturduğu “piyasa yetimleri” adı verilen grup, bu yatırımcılar için giderek önem kazanan bir konuyu oluşturmaktadır. Bu ortamda, önceleri azınlık yatırımlarına, sermaye yapısının değiştirilmesi ve şahıs şirketlerinin devralınması işlemlerine odaklanan özel sermaye şirketleri, dikkatlerini tam ve kısmi buy-outlar ile yatırım yapmak için küçük halka açık anonim şirketlere çevirmektedir.⁴⁰

Ayrıca, günümüzde özel yatırım fonlarının, hisse senedi fiyatları gelirlerine veya nominal fiyata göre düşük seyreden şirketleri hedef aldıkları görülmektedir. Bu fonlar, yatırımcıların dikkatini çekene kadar bu şirketleri elde tutmaktadır. Öte yandan sermaye sponsorları, gerçek değerinin altına düşen bu şirketlere yatırım yapmak için beklememektedir. Amaçları, dolaşımdaki hisse senetlerinin çoğunluğunu geri satın alma (buy back) ve şirketin devralınması (acquisitions) yoluyla veya sermaye yüklemesi yapma suretiyle söz konusu şirketi büyütmek ve daha güçlü hale getirilen şirketi stratejik bir alıcıya satarak veya piyasa koşulları iyileştiğinde yeniden halka açarak kar elde etmektir.

³⁷ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

³⁸ ZEYBEK, Yasemin: age. sh. 39.

³⁹ BELL, Jonathan: agm. p. 49.

⁴⁰ JOHN, LeClaire; Kevin, DENNIS: “Going Private-Private Equity Investors Discover Public Market Orphans”, Venture Capital Journal, Nov99, vol. 39, issue 11, p.44.

Diğer taraftan, son yıllarda halka açık şirketlerin halka kapalı şirket haline dönüşmesinin, artık son çare satışı olmadığı ya da 1980’li yıllardaki düşmanca satın alım furçasına bir geri dönüş anlamına gelmediği düşünülmektedir. Hisse senetleri düşük fiyattan işlem görmekte olan ve halka kapalı hale dönüşecek bir şirketin, bu amaçla ihtiyari şekilde bir sermaye sponsoru ile anlaşması yararlı olabilmektedir. Sermaye sponsorları GP işlemine katılırken, satın alınacak hedef şirketi, daha güçlü bir şirket kurmak amacıyla sonraki tarihlerde gerçekleştirilecek birleşme işlemlerinde kullanmayı amaçlamaktadır. Bu itibarla, günümüzde hedef şirkete yatırım yaparken, şirkette güçlü bir yönetimin varlığı gibi bazı kriterleri dikkate almaktadır.⁴¹

Uygulamada GP işlemlerinde, genel olarak, halka kapalı hale dönüşecek olan şirkete kredi veren kuruluşların ve şirketin kendisi dışındaki alıcı gruplarının, hedef şirkete yatırım yapmadan önce, kritik temel hususları göz önünde bulundurdıkları görülmektedir. Bu nedenle şirketler, böyle bir inceleme için hazırlanmakta ve en iyi satın alım teklifini almada şanslarını artırmaktadır. Anılan hususlardan ilki, şirketin nakit akımına ilişkindir. Şirket, en az üç yıllık sürekli nakit akımına ve gelecekteki faaliyetlerine yetecek ölçüde gelir projeksiyonlarına sahip olmalıdır. Aynı zamanda şirket, ilerdeki bir birleşme işleminde nakit kullanılması gerekeceğinden, işlemin finansmanı için alınan ek kredinin ödenmesinde kullanılacak yeterli ek sermayeye sahip olmalıdır. İkinci olarak, şirketin gerçekten değerinin altında olup olmadığı, bu konuda yönetimin hesaplarında ciddi hataların bulunup bulunmadığı konusu da önemlidir. GP işlemine ilişkin kararlar yönetimce, şirketin likidite eksikliği nedeniyle baskı altında kalınarak alınabilmekte; bu yönetimi, hissedarların güvenini korumak için bir dizi acil düzeltmenin yapılmasına zorlayabilmektedir. Ayrıca yöneticiler, uzun vadeli projeler geliştirmeyi güç bularak, analizcilerden olumlu değerlendirme alma amacına da yönelik olarak, kısa vadeli faaliyet sonuçlarına ulaşmayı ve hesaplamalarında bunları esas almayı tercih edebilmektedir. Bu yöntem, devamlılığı sağlar fakat, yönetimin şirket faaliyetlerinde net bir strateji belirlemesi önemlidir.

Bununla birlikte, giriş engelleri dikkate alınması gereken diğer bir husustur. Halka kapanacak şirketlerin yer aldığı sektörlerde, sayıları giderek azalan müşterileri çekebilmek için yoğun rekabet vardır. Yöneticiler, kendilerini piyasada farklı kılmak amacıyla yaptıkları girişimlerin olumlu sonuç verdiğini göstermek durumundadırlar ki, sponsorlar işleme katılarak belirtilen amaca ulaşacaklarını düşünüp, işleme katılırlar. Ayrıca, şirketin gücü ve gelecekteki potansiyeli de önemlidir. Gelecekte şirketin ürünlerine talep olup olmayacağı, gerektiğinde şirketin hangi yeni piyasalara kayabileceği veya ar-ge faaliyetleri ile yeni üretim yöntemlerine yeterli ölçüde yatırım yapıp yapılmadığı da dikkat edilen hususlar arasındadır. Son olarak, şirketin gerçekten bir “eski ekonomi şirketi” olup olmadığına, ileri üretim teknolojilerine yatırım yapıp yapmadığına, üretimde doğru ekipman ve sistemleri kullanıp kullanmadığına veya on-line olup olmadığına da bakılmalıdır.⁴²

⁴¹ www.fleetcapital.com/resources/capeyes/a02-01-51.html

⁴² www.fleetcapital.com/resources/capeyes/a02-01-51.html

II. HALKA AÇIK ŞİRKETLERİ GOING PRIVATE İŞLEMİNİ GERÇEKLEŞTİRMEYE İTEN NEDENLER VE İŞLEMİN ETKİLERİ

II.1. Going Private İşleminin Nedenleri

GP işleminin nedenleri çeşitlilik göstermektedir. Konuya ilişkin ayrıntılı açıklamalara geçilmeden önce, bir GP işleminin genellikle birini ya da birkaçını içerdiği nedenleri topluca sıralayacak olursak, bu nedenler şunlardır: Halka açık bir şirket olmaktan kaynaklanan yükümlülüklerle ilişkin olarak yapılan masraflar ile harcanan zamanı elimine etmek; şirketi uzun vadeli bir görüş açısıyla yönetmek ve borsanın kısa vadeli odağının konusu olmaktan kurtarmak; şirket faaliyetlerine SEC'nin koyduğu kurallar altında ağır sorumluluklara ve yönetim risklerine maruz kalmadan devam edebilmek; düşmanca bir satın alınma girişimine karşı savunma sağlamak; şirketi daha özel şekilde yönetme imkanına kavuşmak (rakiplerine şirket faaliyetlerinin kilit yönlerini açığa vurma zorunluluğunda olmama gibi birçok değişik faydayla sonuçlanan); kötü piyasa koşullarında, şirketin hisselerini ele geçirmek için doğan fırsatı kapitalize etmek; yapılacak bir malvarlığı planlamasını kolaylaştırmak.⁴³

Son yıllarda GP işlemlerinde görülen canlanmanın nedenlerine değinmek gerekirse, GP işlemlerindeki artışı halka açık şirketlerin karşılaştığı bir dizi baskıyla açıklamak mümkündür. İlki, durağan hisse senetleri piyasasının son iki yıldır devam etmesi ve bu durumun devam edeceğinin düşünülmesidir. Bununla bağlantılı olarak şirketlerin değeri düşmüş ve halka açık bir şirket olmanın avantajları azalmıştır. Zayıflayan ekonominin, savaş tedirginliğinin ve düşen piyasanın bir sonucu olarak birçok halka açık anonim şirket hissesi 2003 yılının başlarında tüm gün düşük değerde ya da bu değere yakın seviyelerde işlem görmüştür.⁴⁴ Amerikan hisse senetleri piyasasında son iki yılda yaşanan önemli düşüşler nedeniyle birçok şirket, hisse senetlerinin fiyatlarını çok düşük bulmakta; küçük ve orta ölçekli halka açık şirketler, olumlu performanslarına karşın değerlerinin düştüğünü görmektedirler. Bu baskılar da şirket yönetimlerini, şirket hisselerini düşük fiyattan geri satın almaya sevk etmektedir.⁴⁵

Diğer taraftan, halka açık anonim şirket olmanın getirdiği yükümlülüklerle ilişkin düzenlemelerin yarattığı baskı, kurumsal yönetim mevzuatının ABD'de yasalaşması olarak nitelendirilen 25.7.2002 tarih ve H.R. 3763 sayılı Sarbanes-Oxley Yasası (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act)'nın kabul edilmesinden sonra daha çok artmıştır. Enron, Global Crossing, Tyco, Xerox, Worldcom ve daha birçok şirkette genel kabul görmüş muhasebe standartlarına aykırı uygulamaların görülmesi ve bu uygulamaların bağımsız denetim şirketlerince onaylanması nedeniyle, ABD'de menkul kıymetleri kayda alınan tüm şirketler hakkında uygulanmak üzere kabul edilen Yasa, bu şirketlerin muhasebe uygulamaları

⁴³ RABE, James G.; WHITEHEAD, Terry G.: agm.

⁴⁴ Nixon Peabody LLP: "Outlook for 2003 Includes an Increase in Going Private Transactions; 2002 Provides Legal Guidance for Acquirors", M&A Advisor, February 2003, vol. 1, no.1.

⁴⁵ "More Smaller Companies Are Going Private", Accountancy, December 2000, p. 62.

HYDEN, Cary G.; JOHNSON, Ashley A.: agm. p.13.

ile bağımsız denetimine ve şeffaflığın sağlanmasına yönelik kurallar getirmektedir.⁴⁶ Halka açık şirket yöneticileri ve çalışanları üzerinde yeni ek riskler ve maliyetler getiren Yasa; üst düzey yöneticilerin, şirketin mali konulardaki bildirimlerinin doğru ve yasalara uygun olduğunu onaylamasını gerektirmekte; finansal raporların düzenlemelere aykırı hazırlanması nedeniyle düzeltme yapılması gereken hallerde, yöneticilere kardan pay verilmeyeceğini veya diğer ödemelerin yapılmayacağını düzenlemekte; yeni suçlar ve ağırlaştırılmış cezai yaptırımlar getirmekte; bağımsız denetim yaptırılmasının maliyeti ile yasal düzenlemelerin yerine getirilmesinin maliyetini artırmaktadır.⁴⁷

Bu çerçevede, halka açık anonim şirketlerin değerinin düşmesinin ve halka açık olmanın yararlarının Sarbanes-Oxley Yasası ile getirilen düzenlemeler nedeniyle kısmi olarak dengelenmesinin, 2003 yılı boyunca GP işlemini gerçekleştirecek şirketlerin sayısında artışa sebep olacağı beklenmektedir.

Halka açık bir şirket olarak kalmanın maliyeti ve yönetim riskleri, bundan sağlanan yararları aşmaktadır. Halka açık bir anonim şirket için halka kapanmanın temel nedenlerinden biri, periyodik raporlama ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile ilgili maliyetleri azaltmaktır. Sarbanes-Oxley Yasası ve SEC, NYSE ile NASDAQ kuralları çerçevesinde önemli idari reformlar yapmaları gereken halka açık şirketler, halka kapalı şirketlerden daha yüksek maliyetlere katlanmak zorunda kalmaktadır. SEA'e göre, menkul değerlerini ilgili borsaya veya borsa dışı piyasaya ve SEC'ye kaydettiren şirketler, bu işlemde sonra da, kayıt sırasında verdikleri bilgileri güncelleştirmek üzere üçer aylık ve yıllık şirket bilgilerini, bağımsız dış denetim şirketlerince denetlenmiş raporlar halinde SEC'ye ve ilgili borsaya vermek zorundadırlar. Ayrıca, söz konusu şirketler, SEC tarafından yatırımcıların korunması için gerekli ve faydalı görülen bilgileri de SEC'ye ve ilgili borsalara göndermek durumundadırlar.⁴⁸ Halka kapalı şirketler bakımından ise, belirtilen yükümlülükler getirilmemiştir. GP ile şirket, periyodik rapor sunma gerekliliği ile birlikte söz konusu olan, bağımsız denetim şirketlerine ödenen ve artmakta olan ücretler, hukuki masraflar, rapor hazırlamak ve gözden geçirmek için harcanan ek zaman ile yazım ve postalama masraflarından da kurtulmuş olmaktadır.⁴⁹ Ayrıca, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin artması ile halka açık şirketlerin yönetimlerinin daha yüksek bir riske maruz kalmaları da başka bir baskı unsurunu oluşturmaktadır.

Halka açık anonim şirketlerin, genellikle, hisse senetlerinin piyasa fiyatı, nominal değerinin önemli ölçüde altına düştüğünde halka kapanma yoluna gittikleri görülmektedir. Amaç, kötü piyasa koşullarında, şirketin hisselerini ele geçirmek için doğan fırsatlardan yararlanmak ve bu varlıkları ucuza satın almaktır. Ayrıca,

⁴⁶ KOÇ, Kemalettin: "Şirketlerin Muhasebe ve Denetim Skandallarına Karşı Amerika'da Alınan Önlemler", Dünya Gazetesi, 27.12.2002, <http://www.spk.gov.tr/basin>

⁴⁷ LEVITIN, Michael J.; SNIDER, Steven S.: "Going Private", Hale and Dorr LLP, November 2002, <http://www.articles.corporate.findlaw.com/articles/00144/008504.html>

BELL, Jonathan: agm. p. 49.

⁴⁸ KÜÇÜKSÖZEN, Cemal: "Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi", SPK Yayınları No: 131 Ankara 1999, sh.31.

⁴⁹ http://www.hwallp.com/art_goingprivate.htm

hissedarların ellerindeki hisselerin değerinin artırılması amacı da şirket tarafından GP işlemine başvurulmasında bir neden olabilmektedir.⁵⁰ Bunun temelinde, hisse başına kazançların ve şirket hisse senetlerinin geri satın alımından sonra kalan dolaşımdaki payların nominal değerinin, geri satın alım sonunda artacağı öngörüsü yatmaktadır.⁵¹ Bazı halka açık anonim şirketler ise, mevcut halka açıklık durumları ve hisse senetlerinin düşük fiyattan işlem görmesi nedeniyle, halka açılmadaki beklentilerinin gerçekleşmeyeceğini görerek tüm hissedarlarını elimine etme kararı alabilmektedir.

Halka açık anonim şirket yönetimlerinde halka kapanma nedeni olarak öne sürülen, kamuoyunda şirket hakkında yanlış kanaatin oluşmuş olması hali, kamuoyunca şirketin yanlış anlaşıldığı ve hisselerine gerçek değerinin altında bir değer biçildiği anlamında kullanılmaktadır. Bu şirketler, düşük rating aldıklarını düşünmektedir. Küçük ve orta ölçekli halka açık şirketler bakımından kamuoyunda bu tip bir değerlendirmenin yapılmasının nedeni, hisse senetlerindeki likidite eksikliğidir. Bu şirketlerin halka açılmasının temel sebebi, şirket faaliyetlerinin finansmanında kullanılabilir piyasaya verilebilir senet sahibi olmak ve gerektiğinde kuruculara nakit sağlamak üzere şirket hisselerini satma imkanı vermektir. Günümüzde bu tür şirketler için yeterli piyasa yapıcılığı bulunmamakta ve piyasada bu şirketler için çok az kurumsal destek bulunmaktadır. Sonuçta, anılan şirketlerin hisse senedi fiyatını olumsuz yönde etkilemeksizin, hisse senetlerinin önemli miktarda alım satımını yapmak çok zordur. Bu durum da, hissedarların halka kapanma olasılığını göz önünde bulundurmalarına ve şirketi bu çerçevede değerlendirmelerine neden olmaktadır.⁵²

Bu itibarla, bir şirketi halka kapalı hale dönüştürmek için kamuoyunca yanlış anlaşılma nedeni çok basit kalmakla birlikte, şirketlerce, ayı piyasasının görüldüğü dönemlerde sıkça bu nedene dayanılmaktadır. Halka açık bir şirketin hisse senetlerinin fiyatı gerçek değerinin altına düştüğünde ve piyasada şirketin yeni hisse senetlerine talep olmadığı, borsa listesine kayıtlı olmanın zorlukları (kamuyu aydınlatma gereklilikleri, kısa vadeli faaliyetler ve analistlerle kaybedilen zaman, şirketin satın alınmasına yönelik bir işlemde şirketin zarar görmesi ihtimali vb.) yerine, şirketin piyasada yanlış değerlendirildiği yönünde bir nedenin ileri sürülmesinin yerinde olmadığı ifade edilmektedir.⁵³

Halka kapanmanın başka bir nedeni de, bazı hallerde şirketin ortaklık yapısındaki değişiklik için önemli miktarda borç altına girmek zorunda kalınmış olmasıdır. Bazen de halka açık anonim şirketler, köklü bir mali yeniden yapılanma amacıyla ve böyle bir işlemin halka açık bir şirket iken kısa vadede hisse senetlerini olumsuz şekilde etkileyeceğini⁵⁴ ya da daha masraflı olacağını⁵⁵ düşündüklerinde halka kapalı hale dönüşmeyi tercih edebilmektedir. Şirketlerin halka kapanma sebeplerinden biri olarak, şirketin yeniden yapılanma sürecinde, bunun kısa vadeli

⁵⁰ <http://www.ccfi.com/3-07-content.html>

⁵¹ MOORE, Charles L.: agm. sh. 321.

⁵² MATHIAS, Dermot: "From Public to Private", Accountancy, Oct1990, vol.106, issue.1166, p.72-73.

⁵³ MATHIAS, Dermot: agm. sh.72.

⁵⁴ <http://www.investorwords.com/cgi-bin/getword.cgi?2192>

⁵⁵ BARRETT, Stephen: "Making Sense of Minority Buyout", Corporate Finance, no. 173, Apr1999.

sonuçları hakkında oluşacak baskıdan uzak kalma amacının yerinde olduğunu söylemek mümkündür, ancak GP işleminin kendisi de şirketi büyük miktarda borç altına sokmakta ve bu da şirket üzerindeki kısa vadeli baskıları artırmaktadır.⁵⁶

Son yıllarda şirketlerde görülen mali yeniden yapılanmalar, şirketin, mevcut yöneticileri tarafından satın alınması ile şirket dışından bir grup yönetici tarafından satın alınması işlemlerinin bir sonucu olarak ya da şirketin iflası istendiğinde gündeme gelmektedir. Bu işlemlerin mantığı, parçaların toplamının değerinin bütünü piyasa değerinden daha yüksek olduğudur. Bu nedenle, halka açık bir şirketin, borç ve sermaye karışımıyla finanse edilen halka kapalı bir şirket tarafından devralınması mümkün olmaktadır. Bu durumda, şirketin malvarlığının bir bölümü satın alımda kullanılan borcu ödemek üzere satılır ve geriye, borcun kalan kısmını ödemeye muktedir şirket varlıkları bırakılır. Bu şekilde önemli miktarda hisse dönüşü sağlanır. Amaç, borcun kaldıraç etkisi kullanılarak ve şirket varlıklarının değeri realize edilerek yatırımcılara yüksek oranda içsel bir kazanç sağlamaktır. Bu tip bir yeniden yapılanma, halka açık bir şirketten ziyade, halka kapalı bir şirketin kapıları arkasında çok daha kolay başarılabilir.⁵⁷

Halka açık bir şirketin halka kapanma kararı almasında, kamuoyunca yanlış anlaşılma nedeni ile şirketin yeniden yapılanma amacında olması arasında farklılık varmış gibi görünmekle birlikte, aslında iki neden de piyasanın şirketin gerçek değerini fark etmede başarısız olduğuna inanılması temeline dayanmaktadır. Bu durum ise, GP işlemlerinde görülen önemli sorunlardan birine yol açmaktadır. Şöyle ki, şirketin mevcut hissedarları, şirket yöneticileri veya şirket dışından bir grup yönetici tarafından yapılan bir satın alım teklifine genellikle şüpheyle bakmaktadır. Zira, bu hallerde, özellikle şirket yöneticileri tarafından bir teklif yapılması halinde, hissedarlar, teklif verenin şirketin geleceğe ilişkin planları ve mali durumu hakkında kendilerinden daha kapsamlı bilgiye sahip olduklarına inanma eğilimindedir. Sonuç olarak böyle bir teklif, piyasanın hisse senedinin fiyatını yeniden değerlendirmesi ya da üçüncü bir tarafın teklif vermesi nedeniyle başarısızlıkla sonuçlanacaktır.⁵⁸

Halka açık anonim şirketlerin GP işlemine başvurmalarının diğer bir nedeni de, faaliyet gösterdikleri sektördeki rakip şirketlerin halka açık olmayıp, kamuyu aydınlatma ve özel durumları bildirme yükümlülüklerinin bulunmadığı durumlarda, rakipleriyle eşit duruma gelebilmektir.⁵⁹ Menkul kıymetlerini ilgili borsaya veya borsa dışı piyasaya ve SEC'ye kaydettiren şirketlerin, bu kuruluşlara periyodik bilgilendirme yükümlülükleri nedeniyle gönderdikleri bilgiler, belirli sınırlamalar hariç kamuya açık olup, bunlara yatırımcılar tarafından SEC'nin merkezi ile bürolarından, ilgili borsadan veya SEC ile anlaşmalı kuruluşlardan ulaşılabilmekte ve maliyeti karşılanmak suretiyle bu bilgilerin suretleri temin edilebilmektedir.⁶⁰ Sonuç

⁵⁶ DIGMAN, Lery: "Going Private in a Troubled Market", 30.8.2002, <http://news.com.com/2100-1017-955981.html>;

MATHIAS, Dermot: agm. 72.

⁵⁷ MATHIAS, Dermot: agm. 73.

⁵⁸ MATHIAS, Dermot: agm. 73.

⁵⁹ ZEYBEK, Yasemin: age. sh. 15.

⁶⁰ KÜÇÜKSÖZEN, Cemal: age. sh.31.

itibariyle, diğer ilgililerle birlikte, halka açık ya da kapalı rakip şirketler tarafından da, şirkete ait bazı önemli bilgiler elde edilebilecek ve bu durum şirket ve yönetimi için bazı olumsuz sonuçlara yol açabilecektir.

GP işlemi, şirketin satın alınmasına yönelik teklif alınması ihtimalinin olduğu hallerde, mevcut yönetimce görevde kalmak amacıyla da gerçekleştirilebilmektedir. Bununla beraber, bir satın alma işleminin karşı tarafında, ekonomik açıdan güçlü olan ve uzun vadeli yatırımlar yapan bir yatırımcının bulunmayıp; hedef şirket yönetiminin onaylamadığı bir satın alım teklifi ile şirketin hisselerini alıp, kısa vadede getirilerinden yararlanmayı hedefleyen ve şirketin uzun dönemdeki geleceği ile ilgilenmeyen bir alıcının bulunması (hostile takeover) halinde, şirket yönetimi bu tür bir satın alımdan korunmak amacıyla da halka kapanma kararı alabilmektedir.

Halka açık bir şirket için GP işleminin anlamlı olduğu başka durumlar da vardır. Örneğin, bilançosunda büyük miktarda nakit olan bir şirketin yönetim kurulu, bu nakdi, sahip oldukları hisse senetlerinin satın alınması suretiyle hissedarlara döndürmeyi, hisse senedinin fiyatını etkilemeyecek veya çok az etkileyecek projelere yatırmaya tercih edebilmektedir. Bu halde, nakdin hissedarlara dağıtılmasına kıyasla GP işlemi, vergi açısından daha etkin bir yöntem olabilmektedir.⁶¹

II.2. Going Private İşlemini Gerçekleştirecek Halka Açık Anonim Şirket Tarafından Değerlendirilmesi Gereken Diğer Faktörler

GP işlemini gerçekleştirecek halka açık anonim şirketin, işlemin tamamlanmasını takiben şirketin yönetimini, şirket içinden kişilerin mi, yoksa üçüncü kişilerin mi alacağı hususunu değerlendirmesi gerekmektedir. Zira, işlemin yapısının en uygun şekilde nasıl olacağı hususu önemli ölçüde buna bağlı olmaktadır.⁶²

Piyasa likiditesinin kaybı dikkate alınması gereken başka bir husustur. Halka açık bir şirket olmanın temel nedeni, sermaye piyasasına girebilmehtir. Borsaya kayıtlı olma, hisse senedinin aktif bir piyasasının olması durumunda, şirket hissedarları açısından bir değer ifade edebilmektedir. Bu durumda piyasa daha fazla bilgiye sahip olduğu için şirketin hisse senedinin fiyatı yükselebilmektedir. Ancak, GP işlemi ile bu yararlar son bulacaktır.⁶³

Diğer taraftan, halka kapanacak olan şirket tarafından, GP işleminin maliyeti ile bu işleme başvurmada temel nedenlerden biri olan periyodik raporlama ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin ortadan kalkması ile sağlanacak tasarruf arasında bir karşılaştırma yapılması önemlidir. Bu yönde yapılacak bir değerlendirme sonucunda bir karar verilmesinin yerinde olacağı düşünülmektedir.

Örnek vermek gerekirse, GP işleminden doğan ve halka kapanacak şirket tarafından dikkate alınması gereken maliyet unsurlarının en önemlilerinden biri, aleni pay alım teklifi yapılırken veya kesirli payların (fractional shares) fiyatı belirlenirken, bu işlemlerde hissedarların haklarının ihlal edilmediğine ilişkin görüş (fairness

⁶¹ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

⁶² http://www.hwallp.com/art_goingprivate.htm

⁶³ http://www.hwallp.com/art_goingprivate.htm

opinion) alınması zorunluluğu nedeniyle doğmaktadır. ABD’deki birçok eyalette senedin adil piyasa fiyatının tespiti zorunludur. Hisse senedinin cari fiyatı, her zaman hissenin adil fiyatını göstermemektedir. Bu nedenle, özellikle hisse senetlerinin işlem hacmi düşük şirketin yönetim kurulunca, önerilen fiyatın uygunluğunu desteklemek üzere, bağımsız değerlendirme uzmanlarından görüş alması gerekir.⁶⁴

Halka kapanma sürecinde GP işleminin, “tam hakkaniyet standardı⁶⁵” olarak ifade edilen bazı unsurları taşıması gerektiği ifade edilmişti. Şöyle ki, halka açık şirketin yönetim kurulu, bir alıcı veya hakim ortak ile GP işlemine ilişkin anlaşmayı müzakere ederken, azınlık hissedarlarının haklarını korumak için belirli bazı işlemler yapmak zorundadır. Bu müzakerelerde menfaat çatışması olması halinde mahkemeler bu standarda tabi işlemleri inceleyebilmektedir. Mahkemelere bu yönde talepte bulunulmuş ise, incelemeler daha ayrıntılı olacaktır. Buna karşın yönetim kurulu, bazı tedbirler alarak, anılan husustaki ispat yükümlülüğünü ortadan kaldırmaktadır.⁶⁶

Uygulamada hedef şirketin yönetim kurulunun GP işlemini gerçekleştirirken, yukarıda belirtilen amaçla alabileceği ana koruyucu tedbir, işlemi müzakere etmek üzere, şirketteki hakim ortak ile ya da satın alım teklifinde bulunan şirket yöneticileri ile herhangi bir ilişkisi olmayan tamamen bağımsız yöneticilerden oluşan bir “özel komite (special committee)” kurmaktır. Özel komite, GP işlemindeki adil fiyatın belirlenmesinde tam müzakere yetkisine sahip olmalıdır. Bu komitenin aynı zamanda, azınlık hissedarlarının menfaatlerine en uygun olan işlemi onaylama sorumluluğu da vardır. Özel komitenin, yapılan teklifleri değerlendirirken, bağımsız danışmanlar ve mali müşavirlerle çalışması önerilmektedir. Mali müşavirler, komiteye fiyat konusunda rapor sunar. Bu rapor, hissedarlara gönderilmesi SEC tarafından zorunlu tutulan raporlara eklenir.⁶⁷ Bağımsız yöneticilerden oluşan özel komitenin kurulmuş olması, tek başına, işlemin adil olduğu sonucuna varmak için yeterli değildir. Ancak, komitenin varlığı mahkemelerce, bu yönde güçlü bir delil olarak kabul edilmektedir. Ayrıca, ABD’nin bazı eyaletlerinde bağımsız özel komitenin kurulmuş olması, işleme itiraz edecek olanlara karşı, işlemde “tam hakkaniyet standardı”nın gereklerinin yerine getirildiğini ispatlama yükümlülüğünü ortadan kaldırmaktadır.⁶⁸

Halka kapalı hale dönüşecek olan hedef şirketin yönetim kurulunun müzakerelerde bulunduğu alıcı tarafın, şirketin hisse senetleri için sadece bir satın alım teklifi yaptığı hallerde, mahkemeler “tam hakkaniyet standardı”nı uygulamamaktadır. Buna karşın, şirket yönetim kurulu yine de, şirketin ve azınlığın haklarını korumak üzere kendi danışmalarını tutmalı, hissedarlara bilgi sağlamalı ve tavsiyelerde bulunmalı, hissedarların kararlarını bilgilili ve bilinçli şekilde verebilmeleri için gerekli ve yeterli açıklamalarda bulunmalıdır. Ancak, bu halde de şirket yönetim kurulunun bağımsız bir özel komite kurması tavsiye edilmektedir.⁶⁹

⁶⁴ http://www.hwallp.com/art_goingprivate.htm

⁶⁵ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bk. sh. 28-31.

⁶⁶ HYDEN, Cary G.; JOHNSON, Ashley A.: agm. p. 13.

⁶⁷ BELL, Jonathan: agm. p. 49.

⁶⁸ HYDEN, Cary G.; JOHNSON, Ashley A.: agm. p.13.

⁶⁹ HYDEN, Cary G.; JOHNSON, Ashley A.: agm. p.13.

Bu noktada, GP işlemlerinde alıcı tarafa, özellikle şirket yönetimine hizmet vermek üzere sürece katılan danışmanlık şirketlerinden bahsetmek gerekirse, kompleks ve zaman alıcı bir işlem olan ve karmaşık yasal yükümlülüklerin yerine getirilmesini gerektiren GP işleminde bu şirketlerin rolü, tekliften önce gerekli finansman miktarının belirlenmesinde ve teklif belgelerinin hazırlanmasında şirkete yardımcı olmak ve sürecin doğru işlenmesini temin etmektir. Bu şirketler, şirket yönetim kuruluna, yasal yükümlülüklerin yerine getirilmesinde rehberlik yapmakta ve işlemin davaya konu olmaksızın başarıyla sonuçlandırılmasında yardımcı olmaktadır.

Bununla birlikte, danışmanlık şirketleri, halka açık bir şirket GP yoluyla halka kapalı bir şirket haline gelmek istediğinde, söz konusu işlemin, hissedarların uzun vadeli ekonomik çıkarlarına uygun olup olmadığına veya hissedarların zararına olacak şekilde bir çıkar grubunun menfaatlerini artırmaya yönelik olup olmadığına bakmaktadır. Ayrıca, işleme ilişkin süreci, yapılan satın alım teklifi çerçevesinde değerlendirmekte; bu kapsamda, i) diğer potansiyel alıcıların şirketi inceleme fırsatının olup olmadığına ve satın alım teklifi getirenlerin rekabetçi bir teklif verip veremediklerine, ii) konusunda uzman ve bağımsız kişilerce verilen bir değerlendirme ve/veya hakkaniyet görüşünün (fairness opinion) bulunup bulunmadığına ve varsa bu değerlendirme ve/veya görüşün teklifi destekleyip desteklemediğine bakmaktadır.

GP işlemlerinde, şirket hissedarlarının menfaatlerinin korunduğuna ilişkin görüş alınmasına yönelik talep, 1990'lı yılların sonunda artmıştır. Bunun temel nedeni, halka kapanan “eski ekonomi şirketleri”nin sayısındaki artıştır. GP işlemlerinde, anılan içerikte bir görüş almak üzere bağımsız yöneticiler tarafından, işletmenin kıymet takdirini yapmak üzere bağımsız değerlendirme uzmanlarına başvurulmakta ve bu eğilim giderek artmaktadır. Bu artışın nedenleri arasında, GP işlemlerine katılan yatırım bankaları açısından çıkar çatışmalarının ortaya çıkması riskine ilişkin olarak yapılan incelemelerin artırılması, işlemlerin adil olduğuna ilişkin görüş almak için görevlendirilen değerlendirme uzmanları ile yatırım bankalarına verilen ücret arasındaki farklılık, değerlendirme uzmanları tarafından verilen görüşler ve yapılan analizlerin geçerliliğinin kabul görmesindeki artış gibi hususlar bulunmaktadır.⁷⁰

Öte yandan GP işlemi, kendi içinde bazı riskler barındırmaktadır. GP işlemi genel olarak, bir şirkette temel değişiklikler yaratan diğer işlemlerden farklılık arz etmektedir. Çünkü, GP işleminde hissedarların bir bölümüne (hakim ortak ya da ortaklar), diğerlerinden (hedef kitle) farklı davranılmaktadır. GP işlemi, doğası gereği, hissedarların bir kısmının şirkette pay sahibi olmaya devam etmesine engel olmaktadır. Bu açıdan, GP işlemi ile şirket dışında kalan yatırımcıların, şirketin gelecekteki karına ortak olma beklentileri, genellikle bu yatırımcılar şirket hissesini işlemden sonra ellerinde bulunduramadıklarından gerçekleşmemektedir. Buna bağlı olarak, GP işlemine yönelik bir karar, bu işlem hissedarların menfaatine olsun ya da olmasın, hemen kabul görmemekte ve ayrıca buna yönelik tüm çalışmalar başarısızlıkla sonuçlanabilmektedir. Bu çerçevede, GP işleminin, şirketteki hakim

⁷⁰ RABE, James G.; WHITEHEAD, Terry G.: agm.

ortağın ya da ortakların, şirket dışında kalacak olan yatırımcıların menfaatlerini gözetmeme riskinin önüne geçecek şekilde yapılandırılması gerekmektedir.⁷¹

Ayrıca, halka açık bir şirket, gerçek değerinden daha düşük bir hisse senedi fiyatına sahipse GP işlemi için uygun bir aday konumundadır ve bu durum, hisse senetlerinin bu düşük fiyatını kabul etmeye zorlanan şirket yönetimince olumlu karşılanmamaktadır. Eğer şirket yönetimi, GP işlemi ile sermaye sağlayarak, uzun dönemde daha iyi duruma geleceğine inanıyorsa, şirketi halka kapalı hale dönüştürme kararı verebilecek ve böylelikle şirket mevcut yönetimde kalacaktır. Ancak bu süreçte, üçüncü bir tarafın işleme katılma olasılığı daima vardır ve bu olasılık, aslında anılan amaçla hareket eden şirket yönetimi açısından ciddi bir risk teşkil etmektedir.⁷²

GP işleminin içerdiği başka riskler de vardır. Bunlardan biri, GP işleminin, halka açık anonim şirket olmanın getirdiği prestijin ve avantajların (ikincil yeniden satış piyasası, kredi/finansman esnekliği, hisse senedi değerlemesinde halka açık piyasa tabanı, avantajlı halka açık şirket opsiyon planları vb.) kaybına yol açmasıdır. Aynı zamanda, halka açık anonim şirket tarafından alınan halka kapanma kararı, piyasadan istenmeyen karşılıklar (hostile takeover gibi) da alabilmektedir. Ayrıca, azınlık hissedarlarının işlemi engellemek amacıyla mahkemeye başvurmaları ve yargı sürecinin işlemin sonuçlanmasını ciddi şekilde geciktirme riski bulunmaktadır. Bir başka risk ise, bu işlemlerin doğuracağı menfaat çatışması nedeniyle hakim ortağın ya da ortakların içerden bilgi sağlamakla suçlanmasıdır.⁷³ Hakim ortağa ya da ortaklara yöneltilen ve şirketi etkileyen eleştirileri azaltmak için, bu kişilerin işlemi yapılandırırken hakkaniyetin sağlanması, geçerli bir iş amacının bulunması ve açıklığın sağlanmasına yönelik işlem ilkelerini dikkate alması gerekmektedir.⁷⁴

Halka kapanacak şirket tarafından değerlendirilmesi gereken başka bir husus da, GP işleminin tamamlanmasının genellikle uzun bir süre gerektirmesidir. Tipik bir GP anlaşmasının, şirket yönetim kurulu, özel komite ve hissedarlarca onaylanması gerekmektedir. Ancak öncelikle, yönetim kurulu güvene dayalı yükümlülüklerini yerine getirmek için ek bir zamana ihtiyaç duyar. Özel komite ise, anlaşmaya ilişkin olarak buy-out şirketi ile yapılan müzakereleri yürütür. Bu sırada aynı zamanda özel komiteler ve görevlendirdikleri mali müşavirler genellikle, daha iyi bir teklif getirecek potansiyel bir alıcının şirketle ilgilenme olasılığını araştırmakta ve bu sonuçlanıncaya kadar müzakereleri devam ettirmektedir.⁷⁵ Belirtilen bu işlemler zaman almaktadır. SEC'deki inceleme süreci süreyi uzatan diğer bir husustur.⁷⁶

⁷¹ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: "The Going Private Solution", Mach 2000, <http://legal.pro2net.com/x17564.xml>

⁷² JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

⁷³ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

⁷⁴ Going private işlemine hakim olan ilkelere ilişkin açıklamalar için bk. sh. 28-32.

⁷⁵ JOHNSON, Joseph; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

⁷⁶ JOHNSON, Joseph; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.; KAHN, Jeremy: "Not Feeling the Love, Companies Go Private", Fortune, 3.6.2000, vol. 141, issue 5, p. 78.

II.3. Going Private İşleminin Etkileri

II.3.1. Going Private İşleminin Olumlu Etkileri

II.3.1.1. Hissedarlar Açısından

GP işleminde halka kapanacak olan şirketin hissedarları, sahip oldukları hisse senetlerini satmaları sonucunda, hisseleri karşılığında çoğunlukla piyasa fiyatından daha yüksek bir prim sağlamış olurlar.

Bununla birlikte, halka açık bir şirketin, dolaşımdaki hisse senetlerini satın almak suretiyle halka kapanması sürecinde hissedarlara, temettü dağıtımından farklı olarak, hisse senetlerini satma ya da satmama konusunda seçimlik bir hak sunulmaktadır. Şirket hissedarlarının, yapılan temettü dağıtımını kabul etme ve bundan doğacak vergiyi ödeme yükümlülükleri bulunmaktadır. GP işleminde ise, nakit ihtiyacı olan hissedarlar işleme katılırken, nakit ihtiyacı olmayanlar mevcut hisse senetlerini muhafaza etme yoluna gidebilmektedir.

Ayrıca, GP işlemi sonrasında, hakim ortak ya da ortaklar ile şirkette kalan hissedarların, şirketin faaliyetleri üzerinde daha fazla kontrole sahip olmaları imkanı doğacaktır.⁷⁷

II.3.1.2. Şirket ve Şirket Yönetimi Açısından

Halka açık anonim şirketler veya bu şirketlerin yöneticileri, şirketi halka kapalı hale dönüştürme işlemi ile birçok avantaja sahip olabilecektir. İlk olarak, şirketin halka kapalı hale gelmesi ile birlikte şirket yönetimi, uzun dönem büyüme, pazarlama, ar-ge hedefleri belirleyip, bunlar üzerinde çalışabilecektir. Şirket faaliyetlerinde uzun vadeli projelere yönelebilmek, GP işleminin şirketlere sağladığı bir avantajdır. Yukarıda da ifade edildiği gibi, halka açık anonim şirketler genellikle, hissedarların, analizcilerin ve borsanın isteklerini yerine getirmek ve hisse başına kazanç beklentisini karşılamak için uzun vadeli hedeflerin ve stratejilerin göz ardı edilerek, üç aylık sonuçlar üzerinde yoğunlaşmaya zorlanmaktadır.⁷⁸ Özellikle, küçük ölçekli halka açık anonim şirketler kısa vadeli faaliyet sonuçları üzerinde olumsuz etkisi olabilecek uzun vadeli projelerden vazgeçmek durumunda kalmaktadır. Şirketlerin bu yönde aldığı kararlar ise zaman içinde büyümeyi durdurmaktadır. Halka kapanmak suretiyle şirket, kısa ve uzun vadeli hedefler arasında daha doğru kararlar verme yetisine sahip olacaktır.⁷⁹

Bununla birlikte, şirketin halka açık bir şirket olduğu dönemde hisse senedi fiyatının düşük olması, hissedar olmanın getirdiği riskleri artırır ve yatırımcılardan sağlanan fonların verimli kullanımı konusunda tehlike yaratır. Bu risklerin bertaraf edilebilmesi bakımından da GP işlemi şirkete avantaj sağlayacaktır.⁸⁰

⁷⁷ http://www.hwallp.com/art_goingprivate.htm

⁷⁸ The Economist: "Companies Go Private;..." (editorial), 26.8.1989, vol. 312, no. 7617 p. 16.

⁷⁹ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.

DIGMAN, Lery: agm.

⁸⁰ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

Ayrıca, şirketin halka kapalı hale dönüşmesi ile, kamuyu aydınlatma ve diğer yasal gerekliliklere harcanacak olan zaman, emek ve kaynaklar şirketin başka faaliyetlerine yönlendirilebilecektir.

GP işleminin bir başka avantajı, hissedarlığın küçük bir grupta toplanmasıdır. Hissedarların beklentilerini karşılamak, sorularını yanıtlamak, hissedarlara yıllık raporlar göndermek, toplantılar düzenlemek, hissedarlarla ilgilenecek ek personel çalıştırmak gibi hususlar ve giderler GP işlemi ile en aza indirgenecektir.⁸¹

GP işlemi, şirketin düşmanca devralınması tehlikesini, hissedarlarca şirkete karşı açılacak davaları ve teknoloji yatırımları, ar-ge planları ile büyüme stratejileri gibi rekabetçi bilgilerin kamuya açıklanmasından doğabilecek riskleri ortadan kaldıracak ya da azaltacaktır.⁸² Faaliyetleri ile ilgili olarak önemli ölçüde kamuyu aydınlatma gereklilikleri ile karşılaşmakta olan halka açık şirketler bazı durumlarda rakiplerinin bu bilgileri öğrenip, analiz etmesiyle stratejik olarak dezavantajlı konuma gelebilmektedir. GP ile bu risk ortadan kaldırılmış olacaktır.

Bir şirketin halka açılmasında adeta itici güç sayılan hakim ortaklar, hisse senetleri piyasasının son yıllardaki durumunu göz önüne alarak, yeniden halka kapalı bir şirketin yönetiminde yer almayı daha avantajlı bulabilecektir. Bu şekilde, şirket sahipleri yatırımlarını daha esnek biçimde ve daha sınırlı yükümlülükler ve riskler altında yönetme imkanına sahip olacaklardır.

“Kamuoyunun bakışları altında olmamak”, GP işleminin bir başka avantajını ifade etmektedir. SEC’nin kamuyu aydınlatma gerekliliklerine göre, halka açık bir şirket kamuya, rakiplerinin, müşterilerinin ve birlikte çalıştığı şirketlerin kendisine karşı kullanabileceği bilgileri açıklamak zorundadır. Rekabet etme gereği bir yana, portföy yöneticilerine ve basına şirket bilgilerinin sunulması yöneticilerin zamanının da almaktadır. Kamuoyunun dikkatinden uzak olunduğunda yönetim, tüm dikkatini ve zamanını şirket faaliyetlerine, yatırımcılara ve müşterilere verebilecektir.⁸³

Şirket hisselerinin satın alınarak yeniden halka kapalı bir şirket olma, bir yenilgi gibi düşünülebilirse de, sermaye sponsorları ile ortak olmak isteyen şirket sahiplerinin, bunu bir fırsat olarak değerlendirip, şirketin faaliyetlerine ilişkin uzun vadeli hedeflerin gerçekleştirilmesi üzerinde yoğunlaştırmaları imkanı doğacaktır. Anılan hedeflere ulaşılması halinde, bu durum GP işlemi sonunda halka kapanan şirketin değerinin artacağı hususu ile birlikte değerlendirildiğinde, şirketin bu defa daha yüksek bir değerden yeniden halka açılması söz konusu olabilecektir.⁸⁴

⁸¹ http://www.hwallp.com/art_goingprivate.htm

⁸² VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

⁸³ JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.: agm.
DIGMAN, Lery: agm.

⁸⁴ www.fleetcapital.com/resources/capeyes/a02-01-51.html

II.3.2. Going Private İşleminin Olumsuz Etkileri

II.3.2.1. Hissedarlar Açısından

GP işlemine katılan şirket yöneticilerinin, hissedarların menfaatlerini korumaması, hissedarların zarara uğraması sonucunu doğuracaktır. Hissedarlar GP sürecinde şirketin ve/veya teklif veren tarafın kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmesi sonucu bilgilendirilmiş olsalar da, işlemin sonuçları ile şirketin mevcut faaliyetleri ve geleceğe ilişkin faaliyet planları hakkında tam ve yeterli bilgiye sahip olmayabilirler. Bu durum, hissedarların kendi aralarında ve hissedarlar ile bilginin kaynağındaki şirket yönetimi arasında fırsat eşitliğini zedeleyebilecektir.

Genel olarak, halka açık bir şirketin hakim ortaklarının, azınlıktaki hissedarlara karşı, maliyeti azınlıklara yüklemek suretiyle kendilerine menfaat sağlamalarını yasaklayan güvene dayalı sorumluluklar altında oldukları daha önce belirtilmişti. Anılan yükümlülüklerle ilişkin olarak çoğunluğun asıl sorumluluğunun, hakim ortağın ya da ortakların yasal bir yetkisini, çoğunluğun iradesini azınlık hissedarlarına yükleyecek şekilde kullandığında ortaya çıktığı ifade edilmektedir.⁸⁵ Bu noktada, halka kapalı bir şirket olma bağlamında, azınlığı oluşturan hissedarların şirketten çıkarılması ve bu sırada haklarının kullanılmasına engel olunması (squeeze-out/freeze-out of a minority shareholder) konuları önem arz etmekte ve azınlık menfaatlerinin korunması gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

II.3.2.2. Şirket ve Şirket Yönetimi Açısından

Halka kapanacak şirketin geleceği ve yönetimi hakkındaki değerlendirmelerin doğru olması halinde, şirketin GP işlemi sonrasında daha değerli hale gelebileceği düşünülmektedir. Ancak, yapılan tahminlerin gerçekleşeceğine dair bir güvence bulunmamaktadır. Bu nedenle, GP işleminin getiri potansiyeli fazla hesaplanmış ise, hissedarlara genellikle hisselerin cari piyasa fiyatı üzerindeki bir fiyattan yapılan satın alım teklifi, şirket bakımından gerçek bir kayıp olma riskini taşımaktadır.

Halka kapanma süreci, tatmin edici bir sonuç alma garantisiz önemli maliyetlere katlanmayı gerektirebilmektedir. ABD’de yakın zamanda gerçekleşen belli başlı satın alım örneklerinde olduğu gibi, sermayenin borç ile yer değiştirme tehlikesi her zaman mevcuttur. Halka kapanma nedenlerinden biri olarak, kamunun kısa vadeli sonuçlara bakarak yanlış hareket ettiği ve genellikle şirketin gerçek değerini anlayamadığı belirtilirken, GP işleminin yapılması, şirketi daha çok borçlandırabilecek ve bu da hisselerin fiyatı bakımından daha çok risk yaratacaktır.⁸⁶

GP işleminin, şirket üzerinde dış çıkarların kontrolünü ve denetimini azaltma yönündeki etkisi, ilk bakışta şirket lehine gibi görünmektedir. Ancak, şirketin farklı çıkar gruplarının takibi ve denetimi, yukarıda belirtilen olumsuzlukları doğurmakla birlikte, aynı zamanda faaliyetlerin etkin ve usulüne uygun olarak gerçekleştirilmesini tetikleyici bir güçtür. GP işlemi ile ise, bu ortadan kalkacaktır.

⁸⁵ GANNON, Christopher R.: “An Evaluation of the SEC’s New Going Private Rule”, The Journal of Corporation Law, Fall81, vol. 7, p. 61.

⁸⁶ MATHIAS, Dermot: agm. sh.73.

III. GOING PRIVATE İŞLEMİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER

III.1. Genel Olarak

GP işleminde amaç, halka açık bir şirketi, halka kapalı hale dönüştürmek için halka açık hisselerinin tümünün şirketin kendisi veya hakim ortak ya da ortaklar tarafından satın alınmasıdır. GP işlemi ile, şirketin halka açık hisselerinin halka ait mülkiyetine son verilmektedir.⁸⁷ Şirketin hisseleri birkaç ortak elinde toplandığından, halka açık olma özelliği yitirilmekte ve hisseler işlem gördüğü borsa listesinden çıkarıldığı için şirket raporlama ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden muaf olmaktadır.⁸⁸ Böylelikle, şirketin halka arz öncesi statüsüne dönmesi sağlanmaktadır.

GP işlemi, halka kapanacak olan şirketin içindeki kişilerce ya da şirket dışındaki bir taraf eliyle yürütülmekte ve her iki durumda da hissedar sayısının 300'ün altına düşürülmesi amaçlanmaktadır.⁸⁹ Bu amaçla GP işleminde kullanılan üç temel yöntem vardır. Bunlar; i) halka açık anonim şirketin halka kapalı bir şirkete katılması ve birleşme sırasında hissedarların çoğunluğunun, sahip oldukları hisselerin karşılığı nakit olarak ödenmek suretiyle şirket dışında bırakılması (cash-out merger), ii) şirketteki tüm kesirli payların dışarda kalması ile sonuçlanacak bir hisselerin birleştirilmesi işlemi yürütülmesi (reverse stock split) ve iii) hissedarları şirket dışında bırakacak bir aleni pay alım teklifinin (tender offer) yapılmasıdır.⁹⁰ Ancak, uygulamada halka kapalı şirket statüsüne dönebilmek için genellikle bu tekniklerin bir kombinasyonuna başvurulması gerekmektedir. Örneğin, GP sürecinde yapılan bir aleni pay alım teklifinin ardından, geriye kalan hissedarlara nakit ödemenin yapıldığı bir basit birleşme işlemi (short-form merger) gerçekleştirilebilmektedir.⁹¹

III.2. Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer⁹²)

Aleni pay alım teklifi, GP işlemi için büyük blok hisse sahiplerinin yeterli hisseye sahip olmadığı durumlarda, yani şirkette hakim ortak ya da ortakların olmaması halinde başvurulmuş bir yöntemdir. Buna ilaveten aleni pay alım teklifi, Delaware gibi eyaletlerde %90'ı aşan pay sahipliğini kazanmak için azınlık hissedarlarını mecburi birleşmeye zorlamak amacıyla gerekli olabilmektedir.⁹³ Şirketi halka kapalı hale dönüştürmek için bir hissedar veya şirket yöneticileri dışarda kalan hissedarların hisselerini satın almak üzere bir teklif verir. Uygulamada, teklif veren hissedarın veya yöneticilerin şirket hisselerinin tamamını satın almasıyla sonuçlanan

⁸⁷ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

⁸⁸ ZEYBEK, Yasemin: age. sh. 15.

⁸⁹ http://www.hwallp.com/art_goingprivate.htm

⁹⁰ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

⁹¹ MOORE, Charles L.: agm. sh. 324.

⁹² Aleni pay alım teklifi, 1968 yılında kabul edilen ve SEA'nın 14 no.lu Kuralına ilişkin hükümler getiren Williams Yasası çıkarılırken hazırlanan Temsilciler Meclisi raporunda, bir kişi veya grubun, bir şirketin paylarını, piyasa fiyatının üzerinde primli bir fiyattan satın almak için yaptığı bir teklif olarak tanımlanmış; teklif sahibinin, belli şartlar gerçekleştiğinde, satışı kabul edilen menkul kıymetlerin tamamını veya bir kısmını satın almakla yükümlü olduğu belirtilmiştir. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bk. MANAVGAT, Çağlar: "Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid)", SPK Yayınları No:64Ankara 1997, sh. 43.

⁹³ BELL, Jonathan: agm. p. 49.

çok az örnek bulunmaktadır. Bu nedenle, aleni pay alım teklifinden sonra sıklıkla birleşme işlemlerinden birine ya da hisselerin birleştirilmesi işlemine gidilmektedir.⁹⁴

III.3. Nakit Karşılığı Aleni Pay Alım Teklifi (Cash Tender Offer⁹⁵)

Nakit karşılığı aleni pay alım teklifine ilişkin olarak genel uygulama, bu yöntemin şirket devralmalarında kullanılmasıdır. Ancak, şirketlerin halka kapanması işlemlerinde de aleni pay alım teklifine sıklıkla başvurulmaktadır. Bu yöntem, hakim ortak ya da ortaklar tarafından satın alınmak istenen şirket hisseleri için hissedarlara yapılan aleni pay alım teklifini ifade etmekte ve genellikle nakit karşılığı birleşme işlemi ile takip edilmektedir.

Halka açık bir şirketin kendi hisselerini geri satın almasına (stock repurchase) ilişkin belli kısıtlamaların bulunması nedeniyle nakit karşılığı aleni pay alım teklifi, yeterli miktarda nakdin bulunması halinde, halka kapalı şirkete dönüşmek için daha uygun bir yol olarak görülmektedir. Ancak, çoğu durumda aleni pay alım teklifi hissedarları tamamıyla şirket dışında bırakmada başarılı olamayacaktır. Bu nedenle, halka kapanmaya doğru yalnızca etkin bir “adım” olarak tanımlanmaktadır. Bu fark göz önünde bulundurulmazsa, aleni pay alım teklifi ve hisselerin geri satın alımı, şirket yöneticilerinin sahip oldukları ve fakat hissedarlarca bilinmeyen ve kamuya açıklanmamış bilgilerin açıklanması problemi, hile ve dolandırıcılık karşıtı yasaların kapsamına giren sorunlar ve sermayenin zarar görmesine ilişkin olarak eyalet yasalarının getirdiği kısıtlamalar gibi ortak hususları içermektedir. Temel farklılıklar, pay alım teklifinin, hisselerin geri satın alımına oranla daha çok aşamalı olması ve hukuki düzenlemelere bağlanmış olmasından kaynaklanmaktadır.⁹⁶

III.4. Takas Teklifi (Exchange Offer)

GP işleminin, takas teklifi şeklinde ve her bir adi hisse senedi karşılığında borç senedi ya da nakit verme koşuluyla yapılması da mümkündür. Halka açık bir şirketin hisseleri için borç senetlerinin ve gerektiğinde bir miktar nakdin takası, şirketin tümüyle bir nakit karşılığı aleni pay alım teklifi için yeterli kaynağa sahip olmadığı durumlarda halka kapanmaya giden alternatif bir yöntem sunmaktadır.

Takas teklifi, GP işleminde kullanılacak nakit ihtiyacını ortadan kaldırma avantajına sahip olmakla birlikte, bazı dezavantajlar içermektedir. Açık piyasadan alınan kredilerin yüksek faizi göz önünde bulundurularak, sahip oldukları hisseler için hissedarların karşılık olarak kabul edebilecekleri borç senetlerinin oluşturulması ve teklif fiyatını değerlendirme güçlüğü bunlar arasındadır. Bununla birlikte, takas sonrası dolaşımda bulunan borç senetlerinin, SEA’in 12. Bölümü çerçevesinde kayıt yükümlülüğünü doğurması halinde, halka kapanmanın önemli sebeplerinden biri olan

⁹⁴ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

⁹⁵ Harvard Law Review’da yayımlanan bir çalışmada nakit karşılığı teklifler, teklif sahibinin bir şirketteki kontrolü ele geçirmek amacıyla, belli orandaki hedef şirket paylarını satın almak için yaptığı aleni teklifler şeklinde tanımlanmıştır. Bu tekliflerin ayırıcı özellikleri olarak, satın alınmak istenen payların cari piyasa fiyatı üzerinde bir primin önerilmesi; teklif sahibinin önerilen payları satın alma borcunun, önceden teklifte öngörülen miktarda veya oranda payın satışının kabul edilmesi şartına bağlı olması ve teklifin belli bir süreyle sınırlı olması sayılmıştır. MANAVGAT, Çağlar: age. sh. 43-44.

⁹⁶ MOORE, Charles L.: agm. sh. 340.

SEC'ye kayıtlı olma ve bundan doğan raporlama yükümlülüğünü ve bununla bağlantılı maliyetleri ortadan kaldırma amacına ulaşamamaktadır. Bu nedenle şirket, tüm hisselerinin geri edinilmesi halinde bile, GP işleminin tamamlanmasının ardından tam olarak halka kapalı bir şirket olamayabilmektedir.⁹⁷

III.5. Nakit Aleni Pay Alım Teklifinin Dışında Hisse Senetlerinin Geri Satın Alımı (Stock Repurchase)

Halka açık bir şirketin, kendi hisse senetlerini geri satın alması olarak tanımlanan bu işlem, hissedarları şirket dışında bırakmanın en temel yolunu oluşturmaktadır.⁹⁸ Bu işlem, açık piyasa geri satın alımları, sabit fiyatlı aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlar, dutch-auction şeklinde yapılan geri satın alımlar şeklinde yapılmaktadır.⁹⁹ Ancak, halka kapalı hale dönüşmede kullanılan bir yöntem olarak, hisse senedinde yapay fiyat oluşumunu (stock-price manipölasyon) önlemeyi amaçlayan SEC'nin yasaklayıcı tutumu ve getirilen sıkı düzenlemeler çerçevesinde, çok masraflı, zaman alan ve sonucu belirsiz bir işlem şeklinde tanımlanmaktadır.

Halka açık anonim şirket tarafından hisse senetlerinin geri satın alımının GP sürecinde diğer yöntemler kadar kullanışlı olmadığı kabul edilmekle birlikte, ABD'de GP işlemlerinin yürütülmeye başlandığı 1970'li yılların sonunda, şirketlerce bu yöntemin kullanıldığı görülmektedir. Ancak, bu işlemlerin hiçbirinde özellikle halka kapanma amacı ile hareket edilmediği belirtilmektedir.¹⁰⁰

III.6. Diğer Yeniden Yapılanma Yöntemleri

Halka açık bir şirket tarafından gerçekleştirilen aleni pay alım teklifinin ya da takas teklifinin başarılı şekilde tamamlanmasından sonra bile, bazı hissedarların şirkette kalması olasıdır. Bir şirketin tam olarak halka kapalı hale gelmesi için, satın alınması şarttır. Bu amaçla kullanılan yöntemler, i) hakim ortağın ya da ortakların sahip olduğu bir şirket ile yapılacak nakit karşılığı birleşme (cash-out merger), ii) hakim ortağın ya da ortakların sahip olduğu bir şirkete, şirket varlıklarının satılması (sale of assets), iii) en sonunda bu işlemin başarıyla tamamlanması ve azınlığa ödeme yapılması için gerekli olan nakdin sağlanması amacıyla hakim ortak ya da ortaklar ile birlikte şirketin tasfiyesi (liquidation of the corporation) ve hatta iv) nakit ödenecek olan tüm hisselerin ve kesirli payların hakim ortağa ya da ortaklara devrini sağlamak üzere hisselerin birleştirilmesi olarak sayılabilir.¹⁰¹

Yukarıda belirtilen yöntemlerden hangisinin uygulanacağına karar verilirken, hakim ortağın ya da ortakların sahip olduğu hisse yüzdesi ve bu kişilerin hissedarların oy hakkını kullanmasını engellemek ya da eyalet şirketler kanununun ortaklıktan

⁹⁷ MOORE, Charles L.: agm. sh. 350.

⁹⁸ MOORE, Charles L.: agm. sh. 327.

⁹⁹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bk. HAHOLU, Bülent Murat: "Anonim Ortaklıkların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması (Stock Repurchase)", SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2000, sh. 2-5.

¹⁰⁰ MOORE, Charles L.: agm. sh. 327-328.

¹⁰¹ MOORE, Charles L.: agm. sh. 354.

ayrılma hakkına (appraisal right/remedy)¹⁰² ilişkin hükümlerinin işletilmesi amacını taşıyıp taşımadıkları gibi hususların göz önünde bulundurulması gerekmektedir.¹⁰³

GP sürecindeki tipik bir birleşme işleminde, halka açık anonim şirket, halka kapalı bir büyük şirkete katılmaktadır. Halka açık anonim şirketin azınlık hissedarları genellikle hisseleri karşılığında nakit almakta veya kendilerine borç senedi verilmektedir. Böylelikle, halka kapalı şirketin hakim ortağı, halka açık şirketin tek hissedarı haline gelmektedir. Halka açık anonim şirketin kontrolü halka kapalı büyük şirketin hakim ortağı tarafından elde edildiği için GP işleminin şirket hissedarları tarafından onaylanması ve işlemin başarısı da garantilenmiş olmaktadır.

Yeniden yapılanma yöntemlerinden biri olan, şirketin hakim ortağının ya da ortaklarının sahip olduğu bir şirkete, halka kapanacak olan şirket varlıklarının satılması işleminde şirket, bu kişiler tarafından tüm varlıklarının satın alınması yoluyla ele geçirilmiş olacaktır. Bu işlem, şirket hissedarlarının onayının alınmasını gerektirmektedir. Ancak, varlıkların transfer edilmesindeki işlemler oldukça maliyetli olabilmektedir.¹⁰⁴ Bu yöntemin avantajı ise, hisselerin satın alınması sırasında azınlık hissedarları ile ilgili olarak ortaya çıkabilecek sorunlardan uzak kalmaktır. Ayrıca, bu yöntemle de, GP işlemlerinin başarıyla tamamlanması temin edilmiş olmaktadır.

Ayrıca GP işleminde hakim ortağın ya da ortakların, şirketi halka kapalı hale dönüştürmek için şirket hisselerinin birleştirilmesi yöntemini tercih etmeleri de mümkündür. Bu işlemde, şirketin bir hissesi, belirli sayıdaki payların oluşturduğu önceden belirlenmiş blok hisse senedi ile değiştirilmektedir. Bu şekilde dolaşımdaki şirkete ait hisse senetlerinin sayısı azaltılmış ve her bir hissenin değeri artırılmış olur. İşlem sonunda, şirkette, önceden belirlenmiş sayının altında pay sahibi olan hissedarlar ve özellikle azınlık hissedarları, payları karşılığında nakit verilerek, şirket dışında bırakılabilmektedir. Sonuç olarak hakim ortak ya da ortaklar, daha sonra halka kapanacak olan halka açık anonim şirketin belli sayıdaki sahipleri olmaktadır.¹⁰⁵

IV. GOING PRIVATE İŞLEMİNE HAKİM OLAN İLKELER

IV.1. Tam Hakkaniyet Standardı (Entire Fairness Standard)

Halka açık şirketlerin, kendi hisselerini geri almaya ve sonuç itibarıyla halka kapanmaya yönelik işlemleri, şirket hissedarlarının, şirket sermayesine katılımlarının beklenmedik şekilde ve önemli miktarda son bulmasına karşı korunması konusunda anlaşmazlık yaratmıştır. Buna bağlı olarak, GP işleminin adilliği sorunu hukuki

¹⁰² Ayrılma hakkı, anonim şirketlerde bazı önemli genel kurul kararlarına muhalif kalan pay sahiplerine, paylarını şirkete satarak şirketle ilişkisini sona erdirmeye imkanının sağlanmasıdır. Ayrılma hakkı, şirkette esaslı değişiklikler yaratacak genel kurul kararlarının alınması ile hissedarların başlangıçta yatırım yaptıklarından farklı bir ortaklıkta hissedar kalmaya zorlanmalarının önlenmesi ve maddi olarak zarara uğramadan ortaklık ilişkisine son verilmesi esasına dayanmaktadır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bk. ÖZDOĞAN, Ayşegül: “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma Hakkı”, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2002.

¹⁰³ MOORE, Charles L.: agm. sh. 355.

¹⁰⁴ KARA, Hatice: “Şirket El Değiştirmeleri”, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 1990, sh.12.

¹⁰⁵ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

düzenlemelerde ve işleme karşı açılan davalarda verilen yargı kararlarında önem kazanmıştır.

Literatürde “objective fairness standard” ya da “entire fairness opinion” kavramları ile de ifade edilen, işlemde “tam hakkaniyet standardı”nın karşılanmış olması ilkesi çerçevesinde yapılacak bir inceleme, iki temel esasa dayanmaktadır. Anılan standarda tabi işlemlerin, “adil işlem (fair dealing)” ve “adil fiyat (fair value)” koşullarını birlikte sağlaması aranmaktadır.¹⁰⁶ Bu ilke, GP işlemindeki en önemli gerekliliğin, şirket dışında kalan hissedarlar açısından işlemin hakkaniyete uygun olması olduğu noktasından hareket etmektedir. Ancak, tam hakkaniyet ilkesi 1970’lerde ortaya çıktığından bu yana, ne mahkemeler ne de SEC tarafından bir işlemde hakkaniyetin sağlanıp sağlanmadığını gerçek anlamda ölçmek amacıyla genel kabul görmüş bir yöntem oluşturulamamıştır. ABD’de eyaletler arasında farklı uygulamalar bulunmakla birlikte, Delaware mahkemelerince her GP işlemi, işlemin her aşamasına ilişkin olarak, anılan hususlarda inceleme yapılmaktadır.¹⁰⁷

Bununla birlikte, 1980’li yıllardaki GP işlemleri ve bu işlemlere karşı açılan davalar, adil fiyat ilkesi üzerine yoğunlaşmayı gerektirmiş, GP işlemlerinde adil fiyatın belirlenmesinde dikkate alınacak faktörler üzerinde durulmuştur. Adil fiyat analizinin esası, şirket dışında bırakılan hissedarların, katılımda kalanların elde edecekleri değere eşit bir karşılık alıp almadıklarının belirlenmesidir. Ancak bu analizde, şirket hissedarı olarak kalanların, işlem sonrasında hisselerin değerlendirilmesi nedeniyle, sağlayacakları menfaatin hesaplanması oldukça güçtür. Değer tayini işlemi mahkemeler, tüm faktörlerin dikkate alınması konusunda görüş birliğine varmıştır. Buna uygun olarak, genellikle hissenin nominal değerinin, malvarlık değerinin ve likidite değerinin tek başına belirleyici olmadığı düşünülmektedir. Ayrıca mahkemeler, artık şirket sermayesine katılmaları mümkün olmayan hissedarların, hisseleri için, cari fiyatın üzerinde bir primli fiyat almaya hakları olduğu kanaatindedir ve bu primin, şirket hissesinin, şirkette kalan hissedarların sağlayacakları menfaati tam olarak yansıtmayan düşük bir fiyattan işlem görüyor olması ihtimali dikkate alınarak belirlenmesi gerekmektedir.¹⁰⁸

Adil işlem modeli ise, adil fiyat analizinden tam olarak bağımsız olmamakla birlikte, mahkemelerin bir GP işleminin adil olup olmadığını değerlendirirken satın alım fiyatı dışındaki faktörleri de göz önünde bulundurmalarını sağlamaktadır. Bu bağlamda mahkemeler, bir şirketin kısa süre içinde, nispeten yüksek bir piyasa fiyatından halka açılmak suretiyle finansman sağlayıp, daha sonra oldukça düşük bir cari fiyattan halka kapanma yönünde bir tercih kullanmasının sonunda, bu şekilde şirket tarafından azınlık hissedarlarının haklarını kullanmalarına engel olunmasına genellikle izin vermemektedir. Benzer şekilde mahkemeler, şirket fonlarının işlemin finansmanında kullanılmasına da olumsuz bakmaktadır.¹⁰⁹

¹⁰⁶ GIBSON, DUNN&CRUTCHER LLP, “The Investment Banker’s Role in Going-Private Transactions”, December 2001.

¹⁰⁷ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

¹⁰⁸ GANNON, Christopher R.: agm. p. 61.

¹⁰⁹ GANNON, Christopher R.: agm. p. 62.

“Tam hakkaniyet” değerlendirmesinin bir unsuru olarak azınlığa ayrılma hakkının verilmesi hususu da mahkemelerce tartışılmıştır. New York mahkemelerinde görülen bazı davalarda, azınlık ayrılma hakkına sahipse, şirket birleşmelerine ilişkin işlemlerin adil olduğunun kanıtlanmasına gerek olmadığına karar verilmiştir. Öte yandan, Delaware eyaletinde ayrılma hakkının bulunması teklif edilen fiyatın adil olup olmadığının incelenmesine bir engel teşkil etmemektedir.¹¹⁰

Diğer taraftan piyasa, halka kapanma kararı alan şirkete, şirket dışında kalacak hissedarlara teklif edilen fiyatın adil olup olmadığının değerlendirilmesinde yardımcı olabilmektedir. Örneğin, hakim ortak ya da ortaklar, şirket hisse senetlerinin tümü için bir aleni pay alım teklifi yaptığında, şirket hakkındaki önemli bilgiler kamuya tam ve zamanında açıklanırsa ve dışarda kalan hissedarların önemli bir kısmı teklifi kabul ederse, teklif edilen fiyatın adil olduğu sonucuna varılabilir. Dolayısıyla, satın alım için verilen fiyat adil ise, ikinci adım olarak GP işlemi de adil olacaktır. Genellikle mahkemeler ve danışmanlık şirketleri, önerilen fiyatın hissedarların büyük bölümünce kabul görmesi halinde, GP işlemini de adil kabul ederek işlemi başlangıçta onaylamaktadır. Ancak, bunun için, daha önce hissedarlarca kabul gören fiyatın işlemin sonraki aşamalarında değişmemesi gerekmektedir. Buna karşın, dışarda kalan hissedarlar küçük bir grup ise, bunların fiyatı kabul etmesi, işlemin tam hakkaniyet testini geçtiği anlamına gelmemektedir. Böyle bir durumda yönetim kurulunun, teklif fiyatını değerlendirirken daha dikkatli olması gerekmektedir.¹¹¹

Halka kapanacak olan şirket, aleni pay alım teklifinde hissedarlara hisse senedinin cari fiyatının üzerinde bir primli fiyat önerdiğinde, GP işleminin başarıyla tamamlanma şansını artırmış olacaktır. Rasyonel bir yatırımcı, GP öncesinde hissenin piyasa fiyatından daha yüksek olan böyle bir fiyat teklifine olumlu yaklaşacaktır. Bununla birlikte primli fiyat, işlem sonunda hakim ortağın ya da ortakların elde edeceği karı dengelemek için de gerekli olabilmektedir. Bu bakımdan, aynı zamanda, dışarda kalan hissedar grubunun işlem nedeniyle karşılaşacağı maliyetleri telafi etmektedir. Bu nedenle şirket yöneticilerinin, işlem sonunda dışarda kalacak grubun elde edeceği menfaatin, hakim grubun sağlayacağı menfaatle karşılaştırıldığında, adil olup olmadığını incelemesi gerekmektedir. Zira mahkemeler, primli fiyatın gerçekten dışarda kalan grup açısından adil olup olmadığının tespitini isteyebilecektir.¹¹²

Halka kapanacak şirketin yönetim kurulunun, GP işleminde önerilmesi gereken adil fiyatın tespitinde, şirketle ilişkisi olmayan yöneticilerden oluşan bağımsız bir komite kurması ve bu komitenin, işlemi ve fiyatı hakim ortak/ortaklarla veya şirket yöneticileri ile müzakere etmesini sağlaması önerilmektedir. Böylelikle, danışmanlık şirketlerinden olumlu görüş alınabilmektedir.¹¹³

Delaware mahkemeleri tarafından 2001 yılında karara bağlanan, Re Siliconix Incorporated Shareholders Litigation (Siliconix) ve Glassman v. Unocal Exploration Corp. (Unocal) davaları, “tam hakkaniyet standardı” hakkında bir rehber niteliği

¹¹⁰ GANNON, Christopher R.: agm. p. 62.

¹¹¹ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

¹¹² VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

¹¹³ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

taşımaktadır. Bu davalarda, belirli şartlar altında ve belirli bazı GP işlemleri için tam hakkaniyet standardının uygulanmayacağı öngörülmüştür. Özellikle, doğrudan hissedarlara yapılacak bir aleni pay alım teklifi veya takas teklifi için atılmış bir adım varsa ve bu girişim, hakim ortağın hisselerin en az %90'ına sahip olması ile sonuçlanan bir birleşme anlaşmasının ardından yapılmamışsa ve basit birleşme ile takip edilecekse “tam hakkaniyet standardı”nın gereklerinin karşılanmış olması aranmayabilmektedir. Birleşme üzerine, haklarının çiğnendiğini düşünen hissedarlar ancak Delaware Yasasında belirtilen dava haklarını kullanabilmektedir.

Siliconix davasında, şirkette %80 paya sahip bir hissedar, bir aleni pay alım teklifinde bulunarak, azınlığın elindeki hisseleri satın almak üzere bir teklif yapmıştır. Teklif, hakim ortak elinde bulunan hisselerle birlikte toplam %90 oranında paya ulaştığında, kalan hisselerin satın alınması için yeni bir teklifin yapılması şartını taşımaktadır. Delaware Yasası'na göre bir şirket, başka bir şirketin %90 oranında hissesine sahipse, hedef şirketin yönetim kurulunun herhangi bir işlemine gerek olmaksızın bu iki şirket birleştirebilmektedir. Delaware Mahkemesi, bu davada “tam hakkaniyet standardı”nı uygulamamış; kararında, teklifin açıklanmasında aksaklıklar ve engellemeler olmaksızın, hakim ortağın, ortaklıktaki azınlık hissedarlarına yapmış olduğu teklifin ve yapılan işlemlerin adil olduğunu ortaya koyma yükümlülüğü olmadığı sonucuna varmıştır. Mahkeme gerekçesinde, azınlık hissedarlarının bu birleşmeyi dava etme haklarının bulunduğunu ve birleşmenin de ancak belli koşullar altında geçerli olabileceğini; zira, azınlık hisselerinin teklife konu olmadan birleşmenin gerçekleşmeyeceğini ve “tam hakkaniyet standardı”nın, azınlığın, çoğunluğun karar verme mekanizması içinde sıkışması durumunda devreye girmesi gerektiğini ifade etmiştir. Delaware Kanunu uyarınca, genel prensip olarak, bağlı ortaklıktaki azınlık hisselerine yaptığı primli fiyattan satın alım teklifini genişleten hakim ortağın, teklifle ilgili önemli bazı bilgilerin gizlendiğine veya yanlış aktarıldığına ya da bazı önemli noktalarda teklifin zorlayıcı olduğuna ilişkin delillerin bulunmadığı hallerde herhangi bir yükümlülük altında olmayacağı belirtmiştir. Anılan davada ayrıca, hissedarlara hisselerini nasıl değerlendirmeleri gerektiği konusunda rehberlik etmek üzere özel komite kurulmasının gerekli olmadığına karar verilmiştir.

Unocal davasında ise, basit birleşmenin gereklerinin yerine getirilmesi halinde yönetim kurulu tarafından, işlemin adil olduğunu ispat etmek amacıyla mali danışmanlara ya da değerlendirme uzmanlarına başvurulmasının gerekli olmadığına, bunun basit birleşmenin amacıyla çelişeceğine ve halihazırda %90 oranında veya daha yüksek bir oranda ana şirkete ait olan bir şirketin, düşük maliyetle ve kısa sürede ana şirkete katılmasını önleyeceğine karar verilmiştir.

Siliconix ve Unocal davaları, hakim ortağın, “tam hakkaniyet standardı”nın getirdiği artırılmış hukuki incelemeden geçme zorunluluğuna tabi olmaksızın azınlık hisselerine nasıl sahip olabileceğini ortaya koymuştur. Bu bağlamda hakim ortağın, azınlık hissedarları bakımından kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü yerine getirmesi ve teklifin zorlayıcı nitelikte olmaması koşuluyla, “adil fiyat” ve “adil işlem” kriterlerine uyma yükümlülüğü bulunmamaktadır.

Öte yandan, yukarıda açıklandığı gibi, ikinci adım olarak basit birleşmeye gidilmesi yerine, teklifin genişletilmesinin önerilmesi zorlayıcı bir teklif olabilmektedir. Bu itibarla, geniş kapsamlı bir birleşme anlaşmasının onaylanması için, hedef şirketin yönetim kurulunun desteğine duyulan ihtiyacı ortadan kaldırmak amacıyla, hakim ortağın %90 oranındaki paya ulaşması gerektiği açıktır. Bu nedenle, teklifin %90 oranında hisseye sahip olunmasıyla sonuçlanması için önerilen fiyatın doğru hesaplanması gerekmektedir. Ayrıca teklif, bağlı ortaklığın gerçek değerinin ortaya çıkarılması için, SEC'nin kamuyu aydınlatmaya ilişkin ayrıntılı düzenlemelerine tabi olabilir. Bu kurallar, teklif verenin, diğer hususların yanında fiyatın ve işlemin adil olduğuna ilişkin geçerli açıklamalarda bulunmasını gerektirir. Özellikle, SEA'nin 13E-3 Formunun 8. bendi, işlem eğer hem azınlığın hem de özel komitenin onayı şartına bağlanmamışsa, bu işlemin usulüne uygun olduğuna ilişkin detaylı açıklamaları yapmak amacıyla söz konusu Formda sayılan işlemlerin tamamlanmasını gerektirmektedir.

Halka kapalı hale dönüşecek olan şirketin hakim ortağının, öncelikli olarak, basit birleşmeyle sonuçlanan, %90 oranındaki paya ulaşma amacı güdülen ve özel olarak müzakere edilen satışlarla ya da açık piyasadan, şirket hisselerini alabilmesi yükümlülükler bakımından daha uygun olabilecektir. Söz konusu açık piyasa alımlarının, ortaklara yeni pay alma veya payı borçlanma senedi ile takas etme hakkı tanınması (poision pill) gibi bir engele sahip olmadıkça, son zamanlardaki Mahkeme kararlarının hiçbirinde zorunlu bir yargısal incelemenin konusu olabileceği belirtilmemiştir. Bununla birlikte SEC kuralları, hakim ortağın, GP işleminin konusu olan her tür hisse senedinin alımından 30 gün önce 13E-3 Formunun tamamlamasını şart koşabilmektedir. Böyle bir kararın halka duyurulması, hisselerin fiyatını teklifteki fiyatla aynı seviyeye veya daha yükseğe çekebilmede, ama teklif verenler açısından, basit birleşmedeki daha esnek kurallardan faydalanmayı sağlamaktadır.

IV.2. Going Private İşleminde Geçerli ve Uygun Bir Amacın Bulunması İlkesi (Business Purpose)

GP işlemi ile hissedarlığın son bulacak olması, hakim ortak ya da ortaklar tarafından, dışarda kalan hissedarlara karşı işlemin kötüye kullanılması riskini artırmaktadır. Bu itibarla, gerçekleştirilecek bir GP işleminin bir dayanağı, geçerli bir amacı olmalıdır. Özellikle bir GP işlemi, başka bir şirket ile birleşmeyi içermiyor ise, şirketin işlemdeki amacı titizlikle incelenecektir. Halka kapanacak olan şirket, işlem için geçerli ve uygun bir amaçtan yoksun ise, işlemin diğer unsurlarının yanında bu husus, dışarda kalan bir hissedarın, yönetim kurulunun anlaşmayı onaylarken görevini kötüye kullandığını iddia ederek dava açması nedeni ile işlemin gecikmesi veya yarıda kesilmesi riski artacaktır.¹¹⁴

Halka kapanacak şirket yönetimi tarafından ileri sürülen işlem amaçlarından biri, hissedarların beklentilerine yanıt verme, periyodik raporların hazırlanması ile bunlarla ilgili işlemler, genel kurul toplantısının bildirilmesi ve hisse devirleri hakkında bilgilendirme gibi işlemlerden kaynaklanan maliyetin azaltılmasıdır. Ancak

¹¹⁴ VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ: agm.

bu amaç daha çok, yönetimin halka kapalı bir şirket haline dönüşmeye karar verirken dayandığı destekleyici nedenlerden birini oluşturmaktadır. Çözümü daha zor bir mesele, şirket yönetiminin GP işlemindeki amacının hem raporlama maliyetlerinin azaltılması hem de kamuyu bilgilendirme yükümlülüklerine uyma zorunluluğunun ortadan kaldırılması olduğunda ortaya çıkmaktadır. Halka kapalı bir şirket olunması, sadece şirketin raporlama yükümlülüğünü azaltmaz, aynı zamanda hisselerin %5'inden fazlasına sahip olan hissedarların bu durumu açıklama yükümlülüğünü de ortadan kaldırmakta ve çalışanların, yöneticilerin ve en az %10'luk paya sahip hissedarların yükümlülüklerini ve bundan doğabilecek potansiyel sorumluluklarını da ortadan kaldırmaktadır. Belirtilen ikinci amacın, mahkemelerce geçerli sayılmaması söz konusu olabilmektedir. Bu itibarla, söz konusu ilkenin gereklerinin karşılanıp karşılanmadığının değerlendirilmesinde hakim ortak ya da ortaklar, GP işleminin uygun bir amacının olup olmadığına bakmanın yanında, GP işleminin bu amacı gerçekleştirmek için en doğru yol olup olmadığına da dikkat etmek durumundadır.

IV.3. Kamuyu Aydınlatma İlkesi

SEA'in 13e-3 Kuralının getirdiği yükümlülüklerden biri kamuyu aydınlatmadır. SEC, bu Kuralla birlikte 13E-3 Formunu, GP işlemlerinde kullanılacak kamuyu bilgilendirme formu olarak kabul etmiştir. Bu Formda, kamuya açıklanacak hususlar geniş şekilde düzenlenmiştir. GP anlaşmasını onaylamaları için hissedarlara başvurmadan önce şirketler, 13E-3 Formunu ve 14A Formu uyarınca Ön Vekalet Toplama Talebi Bildirimini SEC'ye sunmaktadır. Anılan belgelerdeki ayrıntılı şirket bilgileri ve açıklamalar SEC tarafından incelenmekte ve kapsamlı değişiklikler yapılmasını gerektirebilen düzeltmelere konu olabilmektedir. Şirketin hakim ortağı ile yönetimi tarafından, bir GP işlemi yapılmadan önce, işlem 13e-3 Kuralının kapsamında olmasa da, kamunun gerektiği gibi bilgilendirilmesinde bu Formun rehber olarak kabul edilmesinin yerinde olacağı ifade edilmektedir.

Şirketler GP sürecinde, 13-3 Formu uyarınca, şirketin kimliği ile işleme konu olan menkul kıymetlerin özellikleri ve tanımlarını; işlemin maddi şartlarını; şirketin ya da bağlı ortaklığının işlem sonrasındaki planlarını; işlemde kullanılacak fon tutarı, fonun kaynağı ve diğer hususları; işlemin amacı ve dikkate alınan alternatif hedeflerin neler olduğunu; işlemin vergisel sonuçlarının açıklanmasını da içerecek şekilde, şirket, bağlı ortaklıklar ve diğer gruplar açısından işlemde sağlanacak yararları; şirket yönetiminin işlemin adil olduğuna inanıp inanmadığını, bunda bir dayanağının olup olmadığını, bu anlamda işlemin çeşitli açıları; şirketin menkul kıymetleri ile ilgili anlaşmaları ve bunların detaylarını; şirketin yöneticilerinin (ya da hisse senetlerinin en az %10'una sahip olan ortağın veya şirkette önemli bilgilere sahip olan yöneticinin) işlem hakkındaki düşünce ve önerilerini açıklamakla yükümlüdür.

GP işlemlerine ilişkin hukuki çerçevenin çok geniş olduğu görülmektedir. Şirket hissedarları ile ilişkilerinde hakkaniyet ilkesinin gözetilmesini öngören ana kuralları koyan şirketler hukuku kurallarının yanı sıra, SEA'in 13e-3 Kuralı hissedarları ayrıntılı şekilde bilgilendirme yükümlülüğü getirmektedir. SEA'in 13E-3 Formuna ilişkin açıklamalarda düzenlemelere aykırılıkların bulunması halinde cezai

ve hukuki sorumluluk doğmaktadır. Şirketler hukukunun bu kurallara bakış açısı eyaletten eyalete değişmekte; Delaware Eyaletinde her işlemde “tam hakkaniyet standardı”nın gerekleri aranırken, Massachusetts gibi bazı eyaletlerde, GP işleminde meşru bir amacın bulunması gerekmektedir. Ancak, işlemin genel olarak şirketler hukuku kuralları çerçevesinde yapılandırılmasının, işlemin başarıyla tamamlanmasını sağlayabileceği belirtilmektedir.

V. GOING PRIVATE İŞLEMİNİN ETİK AÇIDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

V.1. Genel Olarak

GP işlemlerine yönelik tartışmalar ve eleştiriler etik açıdan iki temele dayanmaktadır. İlki, şirket yöneticilerinin hissedarlara karşı sahip oldukları güvene dayalı sorumluluklarının olması ve aynı zamanda işlemde potansiyel alıcı olan şirket yöneticileri karşısında hissedarların haklarını tam olarak koruyamamaları hususları arasındaki uyumsuzluktur. Şirket yöneticilerinin güvene dayalı sorumluluklara sahip olmaları fikri, yasaldir ve güçlü etik temellere sahiptir. Bu konuda, şirket yöneticileri için normatif bir kriter olarak, hissedarların mali açıdan iyi durumda olmaları üzerinde durulmaktadır. Bu nedenle, GP işlemine katılan şirket yöneticilerinin, yalnızca kendi menfaatlerini mi gözettiği, yoksa yöneticilerce aynı zamanda hissedarlara karşı olan yönetsel sorumluluklarının yerine getirilip getirilmediği hususları gündeme gelmektedir. Bununla ilgili diğer bir soru, GP işleminde yer alan şirket yöneticilerinin, şirket içinden olmayan hissedarların ulaşamadığı içerdeki bilgiyi kullanıp kullanmamasıyla ilgilidir.¹¹⁵ Şirket yöneticilerinin görevleri dolayısıyla sahip oldukları ve fakat kamuya açıklanmamış bilgiler (inside information) bu kişiler tarafından kendi menfaatleri için kullanılabilir.¹¹⁶

İkinci temel husus ise, GP işleminde şirket yöneticilerinin sorumluluğunun şirket hissedarlarından daha geniş bir çevreye (çalışanlar, tüketiciler ve diğer çıkar grupları gibi) karşı olduğudur. Şirketi halka kapatmak, bu grupların şirket faaliyetleri üzerinde sahip olduğu etkiyi azaltabileceğinden, GP işlemi şirketin sosyal sorumluluklarının ortadan kaldırılması anlamına gelebilir. Güvene dayalı sorumluluklar ile şirketin sosyal sorumluluğuna dair tartışmalar şirket yöneticilerine, kişisel menfaatini, diğer bir ilgilinin önüne geçirmeme sorumluluğunu yükler.¹¹⁷

Bu çerçevede, halka açık bir şirketin, özellikle şirket yönetiminin girişimi sonucunda halka kapalı hale dönüşmesi ve bunun sonuçları, üç başlık altında incelenebilir: GP işleminin sosyal refah üzerindeki etkisi (etkinlik hususu), refahın hissedarlar ile şirket hisselerini satın alanlar arasında dağılımı (kar paylaşımı sorunu) ve şirket dışındaki çıkar grupları üzerindeki etkisi (sosyal sorumluluk konusu).¹¹⁸

¹¹⁵ HOUSTON, Douglas; HOWE, Jonh S.: “The Ethics of Going Private”, Journal of Business Ethics, 6 (1987), sh. 519.

¹¹⁶ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R.: “The Economic Structure of Corporate Law”, London 1991, sh. 150

¹¹⁷ HOUSTON, Douglas; HOWE, Jonh S.: agm. sh. 520.

¹¹⁸ HOUSTON, Douglas; HOWE, Jonh S.: agm. sh. 520, 521.

V.2. Şirketlerin Halka Kapalı Hale Dönüşmesinde Etkinlik Görüşü

ABD’de son finans literatürünün, farklı türdeki mülkiyet yapılarının varlığıyla ilgili çok sayıda makale içerdiği görülmektedir. Bu konuda önceki makalelerde, farklı türdeki ekonomik faaliyetlerin, farklı mülkiyet yapılarıyla en etkin şekilde gerçekleştirildiği teorisi geliştirilmiştir. Özellikle, açık bir ekonomide gözlemlenen mülkiyet yapılarının biçimi, mümkün olan en düşük fiyattan mal ve hizmet sunma rekabetinin bir sonucudur. Bu rekabet, sadece şirketlerin devam eden günlük faaliyetlerini değil, temel kurumsal yapılarını da ilgilendirmektedir. Örneğin, halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerde, ortaklık yapısı ile yönetim arasındaki farklılıkla ilgili birçok kontrol sorunu yaşandığı görülmektedir. Bununla birlikte, halka açık anonim şirketler büyümeye devam etmektedir. Etkinlik görüşünde, halka açık bir şirket olmanın sağladığı yararların, bu tür sorunlardan öncelikli olduğu ileri sürülmektedir.

Bununla birlikte, değişen ekonomik koşullarda, bir şirketteki ortaklık yapısının avantajları ve dezavantajları zamanla değişmektedir. Eğer şirketin faaliyet konusu veya büyüklüğü değişirse, ortaklık yapısının en uygun şekli de zamanla değişebilir. Bu nedenle, halka açık bir şirket halka kapalı hale dönüştüğünde, gerçekte daha değerli olduğu bir yapıya kavuşması mümkündür. Şirketteki bu artan değer, halka açık anonim şirketlerden farklı olarak, halka kapalı şirketlerin sahip olduğu etkin olma yetisinden kaynaklanmaktadır ve dolayısıyla şirketin halka açık kaldığı süre zarfında fark edilememektedir.

Halka kapalı şirket haline gelen şirketlerin daha etkin olmalarını sağlayan unsurlara örnek olarak, halka açık bir anonim şirket olmaktan kaynaklanan harcamalardan ve şirket çalışanları şirketin sahibi haline geleceğinden çalışanların denetlenmesine ilişkin masraflardan kaçınmak ile şirket yönetim kuruluna “halk yöneticileri” adı verilen kişilerin getirilmesi ve hissedarların karlarının en üst seviyeye çıkarılması yönündeki baskıların azalması sayılabilir.

Etkinlik teorisi, GP işlemlerinin sosyal refah üzerinde de olumlu bir etkiye sahip olduğunu ifade etmektedir. Eğer şirketteki artan değer sadece şirketin halka kapanmasıyla gerçekleşiyorsa ve hissedarlar bu kazanca katılıyorsa, şirket yöneticilerinin, işlem sırasında aynı zamanda hissedarların menfaatlerini de gözetmesi mümkündür ve bu bağlamda GP işlemine katılabilirler. Bu şekilde, işlem sonunda, içerdeki bilgiden değil de ortaklık yapısındaki değişiklikten kaynaklanan bir artan değer söz konusu olabilmektedir.

Ayrıca, bu teoriye göre, şirket yöneticileri, şirketin halka kapanmasında rol oynamazsa, bir değer artışı olmayacak ve hissedarların refah düzeyi değişmeyecektir. Bu nedenle, güvene dayalı yükümlülüklerin ihlal edilebilmesi nedeniyle, GP işlemini yöneticilerin etik olmayan bir davranışı olarak yansıtan görüşler, nedenlerini ortaya koymaksızın artan şirket değerini kanıt göstererek GP işleminin yapılmaması gerektiğini ileri süremeyeceklerdir.

V.3. Kazanç Paylaşımı (Gain Sharing) ve Güvene Dayalı Sorumluluk (Fiduciary Responsibility)

Halka açık bir şirketin halka kapalı bir şirket haline dönüşmesinden doğan kazancın, işlem sonunda şirket dışında kalan hissedarlar ile hisseleri satın alan grup arasında nasıl dağıtılacağı hususu ve dağıtımın adil olup olmadığı da önemlidir.

V.3.1. İşlemden Tarafların Birbirinden Bağımsız ve Eşit Konumda Olması Gerekliliği (Arm's Length Bargaining)

Halka kapalı hale dönüşecek olan şirketin hissedarları, şirket yöneticilerinin GP işleminde taraf olduğu hallerde işlemde zarar görebilmektedir. Özellikle de azınlık hissedarlarına yapılan satın alım tekliflerinin, şirketin halka kapanmasından beklenen yararın çok azını yansıtmaması muhtemeldir. Ancak şirket hissedarları için, şirketin halka kapanmasından sağlanacak kazancın bir kısmına katılması gibi yasal ve uygulamadan gelen önemli bazı korumalar bulunmaktadır. Bunlara örnek olarak, genellikle şirket esas sözleşmesine konulan hükümlere dayanmak suretiyle, birleşmelerin ve şirket varlıklarının satışının azınlıkça veto edilebilmesi, aleni pay alım tekliflerinin hissedarlar tarafından reddedilebilmesi, hissedarların işleme karşı dava açma hakkının olması, mahkemelerin ve SEC'nin azınlık hissedarlarının çıkarlarını gözetici tutumda olmaları gibi hususlar sayılabilir.

Yukarıda belirtilen hususlar büyük ölçüde, GP işlemi nedeniyle ortaya çıkabilecek potansiyel sorunlara piyasanın vereceği birer tepki niteliğindedir. Halka açık şirketin sahipleri, yönetimin gelecekte halka kapanma kararı alarak GP işlemi gerçekleştirmesi halinde ortaya çıkması muhtemel zararlarla ilgili olarak şirketin esas sözleşmesinde yer alacak kuralları önceden belirlemeye çalışacaklardır. Örneğin, azınlık hissedarlarının veto hakkı bu tür bir kurala dayanmaktadır. Yatırımcıların, şirket hissedarlarının zarara uğramalarına yol açacak şekilde halka kapalı hale dönüşme riski yüksek olan şirketlere yatırım yapmaktan kaçındıkları görülmektedir.

Diğer taraftan, halka açık bir şirketin yöneticilerinin şirketi halka kapalı hale dönüştürmelerini engelleyen ve/veya yöneticilerin bu işlemde elde edeceği kazancı azaltan kurallar da azınlık hissedarlarını zarara uğratabilmektedir. Şirketin malvarlığını artıracak bir girişime engel olunması etkin değildir. Bu nedenle, azınlık hissedarlarına bir kısım şirket varlığının dağıtılmasını temin eden kar paylaşım kuralları gelişmekle birlikte, bu kurallar hissenin değerlendirilmesinden gelen bütün kazancın hissedarlara aktarılmasını sağlamayacaktır. Kaldı ki, bu yönde bir girişim, şirketlerin halka kapanma eğilimlerini durduracak ve GP işlemlerini yöneticilerin ve hissedarların aleyhine olacak şekilde önemli ölçüde azaltacaktır.

Tüm bu açıklamalar, azınlık hissedarlarının, hisse senedinin cari piyasa fiyatının üzerinde bir primli fiyatın önerilmesi suretiyle sahip oldukları hisseleri satmak için ikna edilmeleri gerektiğini göstermektedir. Bu primin, hisse senedinin, şirketin GP sürecine girdiğinin halka duyurulmasından hemen önceki piyasa değerinin %22'si civarında olacağı tahmin edilmektedir. Böylelikle, azınlık hissedarları, şirketin halka kapanmasından beklenen kazanca katılmış olacaktır.

Halka açık anonim şirket hissedarlarına teklif edilecek primin oranı hakkında belli bir paylaşım kuralı getiren bir etik sistem bulunmamaktadır. GP işlemi hissedarın refahını azaltıyorsa, yöneticilerin güvene dayalı sorumluluklarını yerine getirmediği düşünülmektedir. Ancak, yöneticilerin refahını azaltırken hissedarlarinkini artıran bir paylaşım kuralı, sosyal refahı artıranların cezalandırılması anlamına geleceğinden savunulamaz görünmekte ve böyle bir etik kuralın her iki grubu da zarara uğratacağı ve işlemeyeceği ifade edilmektedir.

V.3.2. İçerdeki Bilgi (Inside Information)

İçerdeki bilgi, ortaklık yapısı dikkate alınmaksızın halka açık şirketin geleceği hakkındaki bilgi ve halka kapalı şirket olarak yeniden yapılandırılacak olan şirketin GP işlemi sonundaki değeri hakkındaki bilgi olarak iki grupta incelenmektedir.

Öncelikle, içerdeki bilgi, şirketin geleceğe yönelik beklentileri hakkında olup, hissedarlar ancak şirket yöneticilerinin sahip olabildiği bu bilginin çok azına ulaşabilmektedir. Şirket yöneticilerinin bu konudaki sorumlulukları hakkındaki görüşlerden birine göre, malvarlığı haklarına ilişkin bilginin yöneticilere ait olması etiğe uygundur. Başka bir görüş, bilginin şirkete, başka deyişle bütün hissedarlara eşit oranda ait olduğunu savunmaktadır. İkinci görüşün benimsenmesi halinde, yöneticilere bu bilgiyi hissedarlara sağlama sorumluluğu yüklenmiş olacaktır.

Ayrıca bilgi, şirket, halka kapalı bir şirket olsaydı, etkinliğinin ve değerinin ne olacağına ilişkin olarak da söz konusu olabilir. Bu noktada artan değer, doğrudan yeniden yapılanmaya bağlıdır ve bu sadece şirketi halka kapalı hale dönüştürenlerce sağlanabilir. Şirket, esas sözleşmesine hüküm konulmak suretiyle kar paylaşımına zorlanmadıkça, şirket dışında kalan hissedarların yeniden yapılanmaya bağlı olarak doğan artan refah üzerinde bir öncelik hakkının olacağı ileri sürülemez. Öte yandan hissedarların, pirim içermeyen bir fiyatı reddetme hakkına sahip oldukları açıktır.

GP işlemine ilişkin tartışmalarda ele alınan ve şirket yöneticilerinin sahip olduğu içerdeki bilginin ne olduğuna ilişkin olarak, bu bilginin, yalnızca şirketin halka kapanması halinde değerinin artacağına dair iddialardan ibaret olmadığı ve genellikle yöneticilerden daha büyük bir grupca paylaşıldığı ileri sürülmektedir. Bu tür bir bilgi subjektiftir. Ayrıca, şirket yönetimince kontrol edilen bu bilgi daha çok, yönetimin şirketi halka kapalı hale dönüştürme niyetidir. Bu niyetin, eyleme geçirilmeden önce bir olasılık olduğu açıktır. Şirket yöneticilerinin, hissedarları bundan haberdar etmesi gerektiği düşünülürse, bu sorumluluğun hangi aşamada doğacağı sorusu ortaya çıkar; spekülatif bir aşamadayken mi, karar vermek üzereyken mi, yoksa işleme başlarken mi? Bu konuda hissedarların, aleni pay alım teklifinin yapıldığı sırada tam ve doğru şekilde bilgilendirilmeleri gerektiği ifade edilmektedir.

Öte yandan, içerdeki bilginin değeri hakkında objektif bir değerlendirme yapmak mümkün değildir. Halka açık bir anonim şirketin, halka kapalı hale dönüşmesi halinde, şirket değerinin artacağına ilişkin varsayımın doğrulanacağı kesinlik taşımamaktadır. Bu nedenle, GP işleminin getirisi hakkındaki hesaplamalar yanlış yapılmışsa, hissedarlara yapılan bir satın alım teklifi, şirket için gerçek bir kayıp olma riski oluşturabilecektir.

V.4. Şirket Hissedarı Olmayan Çıkar Gruplarına Karşı Görevler

Halka açık bir şirketin yöneticilerinin, şirketi halka kapalı hale dönüştürürken, hissedarlar dışındaki çıkar gruplarına karşı da bazı sorumluluklarının olduğu fikri, bunların şirket kaynaklarının kullanımında etkili olma hakkının bulunduğu kabul edilmesini içerir. Bu grupların böyle bir etkisinin olmasının gerekip gerekmediği tartışılabilir ancak, bunların da yasal bazı haklara sahip olduğunun kabulü halinde, bu konu da, GP işleminde dikkate alınması gereken bir unsur haline gelmektedir.

GP sürecinde şirket, hisselerinin işlem gördüğü borsadaki konumu gereği, dış çıkar gruplarının menfaatini gözetme hususunda yarı yasal yoğun bir baskı altındadır. Ayrıca şirketler son yıllarda, yönetim kurulunda “halk yöneticileri” denilen kişileri görevlendirerek, bu kişilerin yönetime katılmasını sağlama durumunda kalmaktadır. GP işlemi sonrası oluşan ortaklık yapısı bu grupların şirketteki etkisini azaltacaktır.

Bununla birlikte, GP işlemi ile şirket kontrolünün sınırlarının daha açık şekilde çizilmesinin, etkinlik kazancı yaratması beklenmektedir. Her ne kadar varolan rekabet ortamı kişisel çıkarın takibini gerektirse de, halka kapalı şirket haline dönüş, yöneticiler tarafından şirket kaynaklarının daha etkin yönetilmesinin ve yöneticilerin dış çıkar gruplarının menfaatini gözetme konusunda hassas olmalarını sağlayabilir. Aksi halde, piyasa güçlerinin şirket yöneticilerini şirketi ayakta tutan ve büyümesine olanak sağlayan faaliyetlere yönelmeye zorlama olasılığı azalacaktır. Bu itibarla, zor bir seçim söz konusu olabilir. Şirket yöneticileri GP işlemini onaylamayabilirler ve şirketin dış grupların etkisine açık olduğu halka açık olma halini sürdürmek isteyebilirler. Ancak bu durum, etkinlik kazancından önemli ölçüde vazgeçilmesi anlamına da gelebilir. Öte yandan, geniş çıkar gruplarına karşı olan sorumlulukların yerine getirilmesi gerektiğinin savunulması, işlemin etik olması gerektiğine ilişkin görüşlerin, GP işlemini kısıtlayan yasal kurallar ile kabul edilmesi gerektiği fikrini de içermektedir. Ancak, bunun da başka etik sorunlara sebep olması mümkündür.

Sonuç olarak ifade etmek gerekirse, GP işleminin, azınlığın refahını artırdığı ve dolayısıyla şirket yönetiminden birinin işlemde yer alarak da hissedarların yararına hareket edebileceği düşünülmektedir. Etik kar paylaşımı kuralları konusunda ise, kesin bir kanaate ulaşmak mümkün gözükmemektedir. Ancak azınlık hissedarları, şirketin halka kapanmasından sağlanan kazançlara katılırken, herhangi bir zararı paylaşmamaktadır. Ayrıca, satın alım teklifinde bulunanların dolaşımdaki paylar için primli fiyat ödemeye gönüllü olmalarının tek nedeni, içerdeki bilgiye sahip olunması değildir. GP işleminden sonra şirkette oluşan değer artışı, ancak ortaklık yapısındaki değişikliklerle farkına varılabilen bir verimlilik artışından da kaynaklanabilmektedir.

Şirketlerin GP işlemi ile sağladıkları kazancı sınırlayan düzenlemeler, işleme zarar verecektir. Zira, yöneticilerin kazanç beklentileri karşılanmadıkça, işlemlerin sayısı giderek azalacaktır. Öte yandan, GP işlemleri sosyal refahı artırıcı etkiye sahiptir. GP işlemi hakkında hukuki düzenlemelerle ve bireysel özgürlüklerden ödün verilerek getirilen kısıtlamalar, yöneticilerin halka kapanma isteğini azaltmakta; şirkete hisse senedi çıkarılarak finansman temini ve halka açık şirket olarak kalması halinde söz konusu olan maliyetlerin gözardı edilmesine neden olabilmektedir.

VI. TÜRK HUKUKUNDA GOING PRIVATE

VI.1. İlgili Hükümler

VI.1.1. Türk Ticaret Kanunu'nda

Anonim şirketlerin halka açılmasıyla ilgili TTK'da yer alan düzenlemeler, anonim şirketlerin tedrici kuruluşuna ilişkin hükümlerde yer almaktadır. Ancak TTK'da, tedrici kuruluş yoluyla halka açılan şirketin halka kapalı hale dönüşmesi düzenlenmemiştir. Kaldı ki, SPKn ve SPK'nun ilgili tebliği ile, TTK'nın tedrici kuruluşuna ilişkin hükümlerinin resmen yürürlükten kaldırılmamakla birlikte büyük ölçüde uygulanamaz hale getirildiği ve kısmen değiştirildiği ifade edilmektedir.¹¹⁹

Öte yandan, Türk sermaye piyasasında faaliyet gösteren halka açık şirketler açısından GP sürecinde kullanılan yöntemlere ilişkin olarak TTK hükümlerine bakıldığında, birleşme işleminin, TTK'da iki yerde düzenlendiği görülmektedir. İlk düzenleme, TTK'nın "Umumi Hükümler" faslında 146 ve 151. maddeler arasında yer almakta olup, alacaklıların korunmasına ilişkin 150. madde dışında anonim şirketler hakkında uygulanmaktadır. İkincisi ise, TTK'nın 451 ve 452. maddelerinde yer alan, anonim şirketlerin birleşmesine ilişkin düzenlemedir. TTK'da şirketlerin birleşmesine ilişkin prosedür hakkında hüküm bulunmamakta, sadece ilkeler belirtilmektedir.

Aleni pay alım teklifi yöntemine ilişkin olarak, TTK'da açık hüküm yoktur. Ancak söz konusu işlemin, teklif sahibi, ortaklar ve yöneticiler arasında anonim şirketler hukukunu ilgilendiren hukuki ilişkiler yaratması sebebiyle, TTK hükümleri dolaylı olarak uygulama alanı bulacaktır. Her ne kadar teklif sahibinin kullanacağı yöntem, hedef şirketin alacağı savunma tedbirlerine ve yönetim kurulunun teklife yaklaşımına göre uygulanabilecek hükümler değişecekse de ve bu sebeple hangi hükümlerin konuyla ilgili olduğunu sınırlayıcı biçimde belirlemek mümkün olmasa da, bazı hükümler daha önemli ve uygulanabilir olmaları itibarıyla diğerlerinden ayrılmaktadır. Örneğin, şirket hissedarının bilgi alma hakkı TTK'nın 362 ve 363. maddelerinde düzenlenmiştir. Ayrıca, karar alma sürecinde uygulanacak toplantı ve karar yeter sayılarına ilişkin olarak TTK'nın md.372, md.378 ve md.388 hükümleri uygulama alanı bulabilecektir. Bununla beraber, TTK'da hedef şirketin yönetim kuruluna, hisselerin satın alınmasına ilişkin teklife karşı savunma olanağı veren md.418 hükmü bulunmaktadır. Ancak, anılan hükümde düzenlenen, nama yazılı senetlerin devrini pay defterine kayyattan kaçınma yetkisi, aleni pay alım tekliflerine karşı mutlak bir korunma sağlamamakta, bağlam bazı hallerde etkisiz kalabilmektedir.¹²⁰

GP işleminin diğer bir yöntemi olan anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etmelerine ilişkin olarak, TTK'nın md.329 hükmü de konuyla ilgilidir. TTK'nın 329. maddesi ile anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini temellük ve rehin olarak kabul edemeyeceği; bu sonuçları doğuran sözleşmelerin hükümsüz olacağı düzenlenmiştir. Bununla birlikte, iktisabın zorunluluktan doğduğunun ve şirket için sakıncalı olmayacağını kabul edildiği hallerle ilgili olarak sınırlı sayıda istisna getirilmiştir.

¹¹⁹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bk. KENDİGELEN, Abuzer: "Genel Hükümler ve Anonim Ortaklığın Kuruluşu", Makalelerim, Beta Yayınları İstanbul 2001, sh. 303-306.

¹²⁰ MANAVGAT, Çağlar: age. sh. 217, 218.

Anonim şirketlerin kendi paylarını iktisap etme yasağının amacının, şirketin malvarlığını korumak ve söz konusu halde ortaya çıkabilecek riskleri ve buna bağlı olarak da şirketin pay sahiplerinin ve alacaklılarının uğrayabileceği zararları önlemek olduğu kabul edilmektedir.¹²¹ Bu yasakla, şirketlerin kendi paylarını kullanarak çeşitli borsa oyunlarına girmesini önlemek, zarara sebep olma riskinin bazı hissedarlardan alınıp şirkete yüklenmesine izin vermemek, yani eşit işlem ilkesine aykırı davranışları bertaraf etmek ve risksiz hakimiyet sağlamanın önüne geçmek amaçlanmıştır.¹²²

VI.1.2. Sermaye Piyasası Mevzuatında

VI.1.2.1. Sermaye Piyasası Kanunu'nda

SPKn'nun, kanun metninde yer alan bazı kavramların tanımını içeren 3. maddesinin (c) bendinde ihraç, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı olarak tanımlanmıştır. Aynı hükme göre halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için halka çağrıda bulunulması, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesi, hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesi, halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımını dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade etmektedir. Ayrıca, aynı maddenin (g) bendine göre, halka açık anonim şirket, hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan ortaklık anlamına gelmektedir.

SPKn'nun md.4 hükmü, halka açık anonim şirketler için, ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının SPKr'na kaydettirme yükümlülüğü getirmektedir. Devam eden maddelerde özetle, SPKr'na başvuru ve inceleme, halka arzın şekli, halka satış ve sonuçlar hakkında bilgi verilmesi hükme bağlanmıştır.

GP işlemi ile ilgili olabilecek bir başka hüküm SPKn'nun 11. maddesidir. SPKn'nun 11. maddesinin I. fıkrasında, pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim şirketlerin hisse senetlerinin halka arz olunmuş sayılacağı ve bu şirketlerin halka açık anonim şirket hükümlerine tabi olacağı düzenlenmiştir.

Anılan maddenin II. fıkrasında, Kurul kaydına girmeye ilişkin olarak, sermaye piyasası araçlarının herhangi bir şekilde halka satıldığını veya halka açık anonim şirket statüsünün kazanıldığını öğrenen ihraççılar için, öğrenme tarihinden itibaren 30 günlük süre içinde durumu SPKr'na bildirme yükümlülüğü getirilmiştir.

Aynı maddenin IV. fıkrası uyarınca, SPKn kapsamına giren ihraççılardan anonim şirket niteliğinde olmayanlar, bir sermaye piyasası aracını halka arz etmeyenler, aktif toplamı, brüt satış hasılatı, ihraç veya halka arz tutarı SPKr'nun belirleyeceği miktardan az olanlar veya diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç veya halka arz edenler, SPKn'na tabi olmalarından kaynaklanan yükümlülüklerden kısmen veya tamamen muaf tutulabilirler. Ayrıca, muafiyet şartlarının, ihraççıların SPKr

¹²¹ ÇELİKTEN, Dilek: “Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisabı”, SPK Araştırma Raporu, Ankara 1999, sh. 3.

¹²² POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU: “Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku”, 8. B., Beta Yayınları İstanbul 2000, sh. 453.

kaydından çıkma veya çıkarılma esasları ile halka arz işlemlerinden kısmen muafiyet şartlarının tebliğlerle belirleneceği hükme bağlanmıştır.

Halka açık bir anonim şirketin halka kapalı bir şirket haline dönüşmesinde kullanılabilir yöntemlerden aleni pay alım teklifi ve birleşme, halka açık anonim şirketlerin sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplama işlemleri ve birleşme işlemi ile ilgili düzenleme yapma hususunda SPKr'na yetki tanıyan SPKn'nun 16/A maddesi kapsamında ele alınmaktadır. Ayrıca, SPKn'nun md.22/i hükmünde, Kurul'a, halka açık anonim şirketlerde yönetim kontrolünün el değiştirmesine yol açacak oranda pay iktisap edenlerin diğer payları satın alma yükümlülüğüne ve azınlık hissedarlarının da kontrolü ele geçiren kişi veya gruba paylarını satma hakkına ilişkin düzenleme yapma yetkisi verilmiştir. Bu hükümlerde esasa ilişkin düzenleme bulunmamaktadır.

VI.1.2.2. SPKr Tebliğlerinde ve Diğer İlgili Mevzuatta

SPKr'nun, SPKn'nun 16/A maddesi ile tanınan yetkisini kullanarak yaptığı düzenlemelerden biri, Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ'dir. Bu Tebliğ ile, pay sahibi sayısının 250'yi aşması nedeniyle hisse senetleri halka arz olunmuş sayılan anonim şirketlerin SPKr kaydına alınmasında, anonim şirketlerin kuruluş aşamasında veya faaliyetleri sırasında mevcut ya da artırılan sermayelerini temsil eden hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması, halka arzı ile satışında ve halka açık şirketlerle ilgili birleşme ve bölünmelerde izlenmesi gereken esaslar düzenlenmiştir.

Seri:I, No:26 sayılı Tebliğ'in Seri:I, No:29 sayılı Tebliğ ile değişik 2. maddesi uyarınca, Tebliğ'in belirtilen kapsamında olmak üzere şirketlerin sayılan işlemler nedeniyle ihraç veya halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması için SPKr'na başvurması zorunludur. Tedrici usulde ortaklık kurulması, taraflardan birinin halka açık olması halinde birleşme nedeniyle hisse senedi ihracı ve ortak sayısının 250'yi aşması nedeniyle hisse senetleri halka arz olunmuş sayılan şirketlerin SPKr kaydına alınması maddede sayılan işlemler arasındadır. Ayrıca, aynı Tebliğ'in Seri:I, No:29 sayılı Tebliğ ile değişik 32. maddesinde, SPKn'nun md.11/I hükmü tekrarlanmış, hisse senetleri halka arz olunmuş sayılan şirketlerin ve diğer ilgililerin SPKr'na konuyla ilgili bildirim yükümlülükleri düzenlenmiştir.

SPKr'nun denetimine tabi olan anonim şirketlerin SPKn'nun 11. maddesi çerçevesindeki bildirim yükümlülüğünü düzenleyen Seri:VIII, No:27 sayılı Tebliğ'in md.3 hükmünde bu şirketler için, kayda alınmak üzere SPKn'nun md.11/II hükmünde aranan süre zarfında SPKr'na başvurma zorunluluğu getirilmiştir.

Bununla birlikte, halka açık anonim şirketlerin Kurul kaydından çıkarılmasına ilişkin Seri:IV, No:9 sayılı Tebliğ'in 5. maddesinin I ve II. fıkrasında belirtilen koşulların gerçekleşmesi halinde, anonim şirketlerin SPKr kaydından çıkabilecekleri düzenlenmiştir. Bu hükme göre; i) geçmiş iki yıllık süre içerisinde ortak sayısının 200'ün altına düştüğünün SPKr'nca belirlenen esaslara göre mahkeme kararıyla tespit ettirilmesi ile ii) SPKr'na başvuru tarihinden itibaren SPKr'nca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış geçmiş iki yıllık mali tablolarda devamlı olarak aktif

toplamının 134 milyar TL'nin¹²³ altında kaldığının SPKı'nca belirlenen esaslara göre tespit ettirilmesi şartlarından birinin gerçekleşmesi halinde halka açık anonim şirketler Kurul kaydından çıkabilmektedir. Anılan hükümden anlaşılacağı üzere, Tebliğ'deki şartların sağlanması durumunda şirketin kayıttan çıkarılması, şirketçe bu yönde bir talepte bulunulmasına bağlı olup; SPKı'nun sayılan şartları taşıyan şirketleri re'sen kayıttan çıkarması hususu düzenlenmemiştir.

Öte yandan, aynı Tebliğ'in md.5/III hükmünde, şirketlerin ortak sayılarının 250'yi veya aktif toplamının 134 milyar TL'yi aşması hallerinde, bu durumun öğrenildiği tarihten itibaren 30 gün içinde SPKı'na bildirimde bulunma yükümlülüğü getirilmektedir.

Diğer taraftan, anılan Tebliğ'in md.5/IV hükmünde, SPKı kaydından çıkmada istisnai bir hüküm getirilmiştir. Bu hükme göre, halka açık anonim şirketlerin bilanço aktif toplamının en az %15'inin tahsisi suretiyle veya tüzel kişilikleri sona erdirilerek kurulan yeni ortaklık veya ortaklıklar SPKı kaydına alındıkları tarihten itibaren 3 yıl süre ile bu Tebliğ'in ortak sayısı veya aktif toplamı koşullarından yararlanmak suretiyle kayıttan çıkamazlar. Bu düzenlemeyle, yeni şirketler kurulup, ortak sayısı ve aktif toplamı koşullarından yararlanılarak, halka kapalı şirketlerin yaratılması ile halka açık şirket hissedarlarının zarara uğratılmasının engellenmesi amaçlanmaktadır.

Aleni pay alım tekliflerine ilişkin düzenlemeler, SPKı'nun, SPKn'nun 16/A maddesi ile verilen yetkinin kullanılması suretiyle yaptığı düzenlemelerden biri olan Seri:IV, No:8 sayılı Tebliğ ile getirilmiştir. Bu Tebliğ'in konuya ilişkin maddeleri, temel olarak, kamuyu aydınlatmaya, yöntemlere ve sınırlı biçimde esasa ilişkindir.

Kotasyon Yönetmeliği'nin 16. maddesi, borsa kotunda bulunan menkul kıymetlerin İMKB Yönetim Kurulu kararı ile re'sen kottan çıkarılmasına ilişkin şartları ve bunu gerektiren durumları belirlemektedir. Anılan Yönetmeliğin md.17 hükmünde ise, şirketin kendi talebi ile menkul kıymetlerinin borsa kotundan çıkarılması hükme bağlanmıştır.

VI.2. Going Private İşleminin Türk Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi

Çalışma kapsamında ABD sermaye piyasasındaki gelişimi ve uygulaması incelenen GP işleminin Türk hukuku bakımından değerlendirilmesine ilişkin açıklamalara değinilmeden önce, ABD ile Türk sermaye piyasası arasındaki temel bir farklılıktan bahsetmek yerinde olacaktır. ABD sermaye piyasasında halka açık anonim şirket kavramı, hisse senetlerini halka arz etmiş olan ve hisse senetleri ilgili borsada işlem gören anonim şirketi ifade etmektedir. Halbuki, bilindiği üzere Türk sermaye piyasasında halka açık anonim şirket kavramı ile hisse senetleri borsada işlem gören anonim şirket kavramı birbiriyle tam olarak örtüşmemekte, mevzuat hükümleri çerçevesinde hisse senetlerini halka arz ederek ya da hisse senetleri halka

¹²³ Halka açık anonim şirketlerin aktif toplamına ilişkin olarak belirtilen söz konusu rakam, Seri:IV, No:9 sayılı Tebliğ'de yer alan tutarın, her yıl Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen katsayı oranında yeniden değerlemeye tabi tutulması sonucunda ulaşılan ve 2003 yılı için uygulanacak olan tutarı göstermektedir. bk. SPKı'nun 2002/55 sayılı Haftalık Bülteni.

arz edilmiş sayılarak halka açık anonim şirket haline gelen şirketler için borsaya girme zorunluluğu bulunmamakta ve bu nedenlerle uygulamada halka açık şirketler bakımından borsa içi-borsa dışı şirket ayrımı ortaya çıkmaktadır. Buna benzer bir durum, aksi halde de söz konusu olmaktadır. Şöyle ki, hisse senetleri borsada işlem gören bir halka açık şirket borsa kotundan çıktığında, kottan çıkmanın doğası gereği halka kapalı bir şirket haline dönüşmemekte, SPK'na kayıtlı bir şirket olarak halka açık olma özelliğini muhafaza etmektedir. ABD'de ve genel olarak yurtdışı uygulamasında ise, şirketin borsa kotundan çıkması halinde, halka açık olma vasfı da sona ermektedir. Dolayısıyla, Türk sermaye piyasası mevzuatı gereğince, halka kapalı bir şirket haline dönüşmek temel olarak SPK kaydından çıkmak suretiyle olmaktadır ve SPK kaydında olmak ile SEC kaydında olmak anılan nedenlerle farklı anlamlara gelmekte olup, farklı sonuçlar doğurmaktadır.

Geçmiş yıllarda aleni pay alım tekliflerinin tecrübe edildiği¹²⁴, son yıllarda ise birleşme ve satın alma işlemlerinin sıklıkla görülmeye başlandığı ve söz konusu işlemlerin 2003 yılında da devam etmesinin beklendiği¹²⁵ Türk sermaye piyasasında, halka kapalı şirketlerin hisse senedi arzları ve halka açık birer şirket haline gelmeleri 1990 yılından sonra yoğun olarak artmıştır¹²⁶.

Türk sermaye piyasasındaki genel duruma bakıldığında, hisse senetlerinin halka arzı nedeniyle SPK kaydında bulunan halka açık anonim şirket sayısının, ortak sayısı nedeniyle hisse senetleri halka arz edilmiş sayılan ve halka açık bir anonim şirket olarak SPK kaydına alınan şirketlere oranla daha az olduğu görülmektedir. SPK kaydında toplam 640 adet faal halka açık şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin 301 adedi borsa şirketi olup, 339 adedi borsa dışı şirkettir. Borsa dışı halka açık şirketlerin tamamına yakını ise, ortak sayısı kriteri nedeniyle SPK kaydında bulunmaktadır. 2002 yılının başından bugüne değin 28 adet halka açık şirkete, kayıttan çıkma başvuruları neticesinde kayıttan çıkma yazısı verilmiş ve bu şirketler SPK kaydından çıkmıştır.¹²⁷ Bununla beraber, SPK kaydında bulunan halka açık anonim şirketlerin ortaklık yapılarının, halka açıklık kavramını gerçek anlamda karşılamadığı düşünülmektedir. Bu şirketlerin çoğunluğu aile şirketi niteliğinde olup, halka açıklık oranları gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarına kıyasla çok düşüktür. Halka açılma genellikle yönetimi halka bırakma şeklinde anlaşıldığından, şirketlerin halka açıklık oranının düşük olduğu gözlenmektedir. Ancak gerçekte halka açılma, şirketin yönetiminin yanında, sermayesine, karına ve denetimine halkın etkin olarak katılması anlamına gelmektedir. 1989 tarihli bir araştırmada SPK kaydındaki şirketlerin %23'ünde, şirket sermayesinin %70'inin genellikle tek bir ortağın olduğu sonucuna varılmıştır¹²⁸. Buna benzer bir yapının bugün de geçerli olduğunu söylemek mümkündür. Ayrıca, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketler ile borsa dışı şirket olmakla birlikte SPK kaydında olan şirketlerin, genellikle borsa kotundan ya

¹²⁴ MANAVGAT, Çağlar: age. sh. 216.

¹²⁵ SÖZER, İnan A.: "2002 'Satın Alma' Yılı Oldu, 2003'e Umutla Bakılıyor", Activeline, Şubat 2003.

¹²⁶ KOÇ, İ. Özlem: sh. 1.

¹²⁷ Verilen rakamlar 25.6.2003 tarihi itibarıyla geçerlidir.

¹²⁸ KADRİZE, Rüya: "Şirketlerin Halka Açılmasını Sağlamaya Yönelik Teşvik Tedbirleri", SPK Araştırma Raporu, Ankara 1989, sh. 22.

da SPKı kaydından çıkma konularına yaklaşımlarının, bu hususları bir itibar kaynağı ve tanıtım aracı olarak görme ve gerçekte mali veya ortaklık yapıları bu konularına uygun olmamakla birlikte bu özelliklerini koruma yönünde olduğu gözlenmektedir.

SPKı kaydında bulunan halka açık anonim şirketlere ilişkin olarak yukarıda genel bir çerçevesi çizilmeye çalışılan Türk sermaye piyasası bakımından, SPKı kaydındaki halka açık anonim şirketlerin, özellikle ABD’de son yıllarda yeniden gündeme gelen GP işlemine başvuran şirketlerinkine benzer nedenlerle ve ortak sayısını azaltmak suretiyle halka kapalı hale dönüşmek ve bu amaçla Kurul kaydından çıkmak isteyebileceği ya da diğer alıcı gruplarının şirketle birlikte veya şirketten bağımsız şekilde yapacağı aleni pay alım teklifi ile şirketin hisselerini satın alarak şirketi halka kapalı hale dönüştürmeyecekleri düşünölebilmektedir. Ancak GP işleminin, Türk sermaye piyasası mevzuatının ilgili hükümlerine ilişkin olabilecek yönlerine ve uygulanabilirliği hususuna değinmekte yarar bulunmaktadır.

Öncelikle belirtmek gerekir ki, GP işleminde kullanılan yöntemlerden biri olan, şirket tarafından kendi hisse senetlerinin hissedarlardan geri satın alınması dikkate alındığında, TTK md.329 hükmündeki anonim şirketlerin kendi hisselerini temellük ve rehin olarak kabul edemeyeceğine ilişkin iktisap yasağı nedeniyle, halka açık anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini iktisap etmek ve takiben SPKı kaydından çıkmak suretiyle halka kapalı hale dönüşmeyecekleri açıktır. Anılan konuya ilişkin olarak TTK’daki yasağın kaldırılması halinde, Kurul kaydından çıkmak isteyen şirketlerin, bu yöntemden yararlanarak ortak sayılarını azaltmalarına ve halka kapalı şirket haline gelmelerine kolaylık tanınmış olacaktır. Bununla birlikte, TTK’da yapılması gereken bir değişikliğe alternatif olarak, SPKn’nda yapılacak değişiklikle, TTK md.329 hükmü uyarınca istisnai haller dışında yasaklanmış olan şirketlerin kendi hisse senetlerini satın alması ve temellük etmesine ilişkin olarak, SPKı kaydındaki halka açık anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini geri satın alabilmesi bakımından, SPKı’na SPKn’nun 22. maddesine hüküm eklenmek suretiyle yetki verilmesi ve bu yetki çerçevesinde konu hakkında şirket çalışanlarına hisse senedi satışı da içerecek şekilde düzenleme yapılması yararlı olacaktır.

GP işleminde bir başka alıcı grup ise, şirket yöneticileri, şirket dışından bir yönetici grubu ya da bağımsız bir şirkettir. Türk sermaye piyasasındaki halka açık anonim şirketlerin özellikleri dikkate alındığında şirket yöneticileri halihazırda şirketin sahibi de olduğundan, şirket hisselerinin satın alım işlemlerinin düzenlemeye bağlanması gerekliliği daha açık görölmektedir. Ayrıca, diğer alıcılar bakımından, halka açık şirketlerin bu yapısı olumsuzluk yaratacak ve bu alıcılar yönetimine katılamayacakları bir şirketin hisselerine sahip olmak istemeyebilecektir. şirket hisselerinin halktan toplanmasında söz konusu olacak satın alım sürecine, şirket yöneticilerinden birinin ya da destekledikleri kişinin katılması ve fakat şirketten bağımsız bir tarafın katılmaması, rekabetçi ortamın sağlanması, adil fiyat ile adil işlemin tesisi ve dolayısıyla hissedarların, özellikle azınlığın korunması açısından önemlidir. Bu alıcı gruplarının da, yapılacak düzenlemeler ile sürece dahil olmalarını sağlayacak tedbirler getirilerek, işleme katılmaya teşvik edilmeleri faydalı olacaktır.

GP işleminin gerçekleştirilmesinde en çok aleni pay alım teklifi ve birleşme yöntemleri kullanılmaktadır. Türk sermaye piyasası mevzuatında aleni pay alım teklifine ilişkin yasaklayıcı bir hüküm bulunmamaktadır. Ancak, birleşme işleminin, şirketin halka kapalı hale dönüşmesinde kullanılması mümkün gözükmemektedir.

Uygulamada gerçekleştirilen birleşme işlemlerinin amaçları arasında ölçek ekonomilerinden yararlanmak, faaliyet alanlarını geliştirmek, etkin olmayan yönetimin değiştirilmesi, ar-ge maliyetlerinin azaltılması, değerli sınai haklara sahip olmak sayılabilir¹²⁹. Bunlara ek olarak, bir şirketin paylarının bir başka şirket tarafından devralınarak yönetim kontrolünün ele geçirilme tehlikesine karşı bir tedbir olarak diğer bir şirketle birleşilmesi de mümkündür.¹³⁰ Ancak, yukarıda yer verilen ilgili Tebliğ hükmü nedeniyle, GP işleminde olduğu gibi, halka açık bir şirketin, halka kapalı bir şirketle birleşme suretiyle halka kapalı hale dönüşmesi olanağı bulunmamaktadır. Uygulamada da bu yönde hareket edilmekte, halka kapalı bir şirketin halka açık bir şirkete devralması yoluyla gerçekleştirilen bir birleşme işleminde, devralan halka kapalı şirket, birleşme nedeniyle yapılan sermaye artırımında ihraç edilen ve devralınan halka açık şirketin hissedarlarına dağıtılan hisse senetlerinin SPKı kaydına alınması suretiyle halka açık bir şirket haline gelmektedir.

GP işleminin finansmanı hususunda ise, bankalardan sağlanacak kredilerin yanında, ara finansman sağlayacak olan girişim sermayesi kuruluşları, GP işleminde taraf olabilecekler, şirketlere finansman ve danışmanlık hizmeti vererek işleme katılabileceklerdir. İlgili mevzuat hükümleri buna elverişlidir. Ancak, piyasadaki finans kuruluşlarının bu konuda gelişmemiş olduğu ya da kaynaklarının kısıtlı olduğu ifade edilmektedir.

Mevcut mevzuat hükümlerine halka açık şirketler açısından baktığımızda, Seri:IV, No:9 sayılı Tebliğ'in 5. maddesi, şirketlere SPKı kaydından çıkma yönünde bir imkan vermekle birlikte, söz konusu hükmün bazı hallerde ihtiyacı karşılamadığı görülmektedir. Örneğin, ortak sayısı 200'ün altına düşen ve hisse senetleri nama yazılı olan bir şirket, SPKı kaydından çıkmak istese bile, ortak sayısını anılan hükümde belirtilen şekilde ve mahkeme kararı ile tespit ettirmede zorlanacak ve ikinci koşul olan aktif toplamı kriterini sağlamaması halinde kayıta kalmaya devam edebilecektir. Bu itibarla, mevcut düzenlemedeki, ortak sayısı şartına ek başka kriterler konulması yararlı olacaktır.

Ayrıca, anılan Tebliğ'in md.5/III hükmünün yeniden düzenlenmesi yerinde olacaktır. Bu hüküm nedeniyle, ortak sayısı kriterinden SPKı kaydından çıkarılmış olan şirketin, aktif toplamı 134 milyar TL'nin üzerinde ise kayıttan çıkarılmasından itibaren 30 gün içinde SPKı'na bildirimde bulunması gerekecektir. Bu çerçevede, 5. maddenin III. fıkrasının, I ve II. fıkra hükmüne uygun ve bu hükümlerle paralel olacak şekilde değiştirilmesi yararlı olacaktır.

¹²⁹ SÖNMEZ, Yusuf Ziyaeddin: "Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesinden Doğan Sorunlar", SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2000, sh. 4.

¹³⁰ MANAVGAT, Çağlar: age. sh. 198, 199.

Bununla birlikte, SPKı kaydıdaki anonim Őirketlere, anılan Teblię hűkmi ile belli Őartları saęlamaları koŐuluyla ortak sayılarının 200'űn altına inmesi halinde kayıttan ıkma hususunda bir imkan tanınmıŐ olmakla birlikte, Őirketin nasıl bir sűreçten geçerek halka kapalı bir Őirket haline geldięi ve hissedarların haklarının bu sűreçte korunup korunmadıęı hususlarına açıklık kazandırılması amacıyla, konunun ınemi nedeniyle ayrıntılı ızel dűzenlemeye ihtiyaç bulunduęu dűŐűnűlmektedir. Halka aık anonim Őirketlerce konuyla ilgili olarak SPKı'na yapılan kayıttan ıkma baŐvurularının deęerlendirilmesi esnasında, her ne kadar geriye dűnűk olarak Őirketin ortaklık ve sermaye yapısındaki deęiŐikliklere iliŐkin incelemeler yapılıyor ise de, genellikle bu incelemeler baŐvuran Őirketin ilgili iŐlemlerine iliŐkin olarak tuttuęu kayıtlar ve dűzenlenen belgeler űzerinden yapılmak durumunda kalındıęından, daha ınce gerçekteŐirilen mevzuata aykırı bir uygulamanın veya hissedarların ıkıkarlarını zedeleyen iŐlemlerin tespiti her zaman műmkűn olamamakta ya da gűçleŐmektedir. SPKn'nun 11. maddesinin IV. fıkrası hűkműnűn SPKı'na konuya iliŐkin dűzenleme yapma yetkisi verdięi dűŐűnűlmektedir.

Uygulamada Őirketin ortaklık yapısını deęiŐtiren ve hissedar sayısının 200'űn altına dűŐmesi ile sonuçlanan, genellikle eŐ zamanlı olmayan ve sermaye artırımları sırasında gerçekteŐirilen hisse satın alımlarının Őirket kontrolűnűn belli kiŐilerde toplanmasına neden olduęu gűrűlebilmektedir. SPKı'nun Seri:IV, No:8 sayılı Teblięi ile, Őirketlerin sermaye ve yűnetiminde kontrolű saęlamak amacıyla hissedarlara ıkıęrıda bulunarak hisse senedi toplama giriŐimine ve belli hallerde ıkıęrıda bulunma zorunluluęuna iliŐkin ilke ve esaslar getirilmiŐtir. SPKı kaydından ıkımaya iliŐkin olarak, Őirketin ortak sayısının 200'űn altına dűŐmesi sonucunu doęuran ınemli oranlardaki hisse kazanımlarının zamanında tespit edilmesi hususu, bu satın alımlar nedeniyle anılan Teblię gereęi doęabilecek bir ıkıęrı yűkűmlűlűęűnűn en kısa sűrede tespit edilebilmesi ve takiben gereęinin yerine getirilebilmesi aıŐısından da ınemlidir.

Tűrk sermaye piyasasının yapısı, piyasadaki halka aık anonim Őirketlerin ızellikleri ile borsa kotunda ve SPKı kaydında olmaya iliŐkin yaklaŐımları, sermaye piyasası mevzuatındaki halka aık olma, ihraç ve halka arz tanımları ve mevzuat uyarınca her tűrlű ihracın, dolayısıyla menkul kıymet satıŐının Kurul kaydına alınması gereęi gűz ınűne alındıęında, halka aık anonim Őirket sayılma hususunda ortak sayısının 250'yi aŐması koŐuluna ek birtakım kriterlerin getirilmesi ve SPKı kaydına alınma yűkűmlűlűęűnden muafiyet hallerinin dűzenlenmesi uygun olacaktır. Bu konuya iliŐkin olarak, halka aık anonim Őirket hűkűmlerine tabi olma bakımından, SPKn'nun 11. maddesinin I. fıkrasına, ortak sayısı kriterinin yanında, Őirketteki ortaklık yapısını da dikkate alan ve Őirket hisselerinin borsada veya teŐkilatlanmıŐ bir piyasada iŐlem gűrmesi koŐulunu getiren bir hűkműn eklenmesinin yerinde olacaęı dűŐűnűlmektedir. Ayrıca, SPKn'nun md.11/IV hűkmi ile yetki verilmiŐ olmakla birlikte, kayda alma yűkűmlűlűęű ile ilgili aık ve kapsamlı muafiyet hűkűmlerine herhangi bir dűzenlemede yer verilmemiŐtir. Anılan hűkűmde verilen yetkiye dayanılarak ıkıkarılan Seri:IV, No:9 sayılı Teblię ile muafiyet dűzenlemelerine yer verilmekle beraber, bu dűzenlemeler baęımsız denetim, kar daęıtımı ve ilan muafiyeti ile sınırlı tutulmuŐ kayda alma yűkűmlűlűęűnden

muafiyete ilişkin hükümlere yer verilmemiştir. ABD’de Securities Act of 1933 düzenlemelerine göre ise örneğin, küçük şirketlerce SEC düzenlemelerine uygun olarak yapılan menkul kıymet ihraçlarında ve sadece menkul kıymet ihraç eden şirketin örgütlendiği ve faaliyetlerini sürdürdüğü eyalette yerleşik olan kişilere yönelik ihraçlarda ya da SEC düzenlemelerine uygun olarak yapılan ve belirli miktarı aşmayan menkul kıymet satışlarında muafiyet tanınmaktadır.

Diğer taraftan, SPKn’na tabi halka açık anonim şirketler, ABD sermaye piyasasındaki şirketler kadar yoğun olmamakla birlikte, mali tablo ve rapor düzenleme, mali tablo ve raporları SPKr’na gönderme, ilan etme ve bağımsız denetimden geçirme yükümlülüğü, temettü dağıtım yükümlülüğü ve özel durumların kamuya açıklanması yükümlülüğü gibi birtakım yükümlülükler altındadır. Çoğunlukla ortak sayısı kriteri nedeniyle SPKr kaydında bulunan ve halka açıklık oranları çok düşük olan ya da söz konusu kriteri de artık taşımayan küçük şirketlerin genel olarak anılan yükümlülüklerini yerine getirmediği görülmektedir. Bu şirketler, anılan yükümlülüklerinin hatırlatılması üzerine, son zamanlarda kayıttan çıkma ve dolayısıyla halka kapalı hale dönüşme yönünde başvuruda bulunmaya başlamışlardır. Ancak daha büyük bir bölümü, daha önce değinildiği gibi, SPKr kaydından çıkmayı istememekte ve halka açık şirketlere ilişkin çalışmalarda iş yüküne neden olarak, verimliliği azaltmaktadır. Açıklanan sebeplerle, ilgili Tebliğ hükmü gereği kayıttan çıkmak için SPKr’na başvurulmasının ihtiyari oluşu karşısında, belli şartların oluşması halinde SPKr kaydında bulunan şirketleri re’sen kayıttan çıkarma yetkisinin tanınması uygun olacaktır. Ayrıca, bu yönde getirilecek bir düzenlemeyle, SPKn ve ilgili Tebliğlerde SPKr’na verilen kayda alma yetkisi ile Kotasyon Yönetmeliği’ndeki İMKB Yönetim Kurulu’na belli koşullarda verilen kottan çıkarma yetkisine ilişkin hükümlerle uyumun sağlanacağı ve düzenlemeler arasında paralelliğin temin edileceği düşünülmektedir.

Sonuç itibarıyla, halka açık anonim şirketlerin ortak sayısını azaltma yoluyla halka kapanmalarını ifade eden GP işlemine ilişkin olarak, hisselerin zamana yayılmış bir şekilde ve parça parça belli ellerde toplandığının görüldüğü sermaye piyasasının yapısına ve özelliklerine uygun gerekli düzenlemelerin getirilerek, SPKr’nun denetimine tabi bu şirketlerin gerçekleştirdikleri tüm işlemlerde olduğu gibi, konuya ilişkin olarak gerçekleştirilen işlemlerin de önceden belirlenmiş kurallar çerçevesinde ve SPKr’nun gözetiminde yapılmasını sağlamak amacıyla, ilgili düzenlemelerde bunu temin edici ve yöntem belirleyici hükümler getirilmesinin yararlı olacağı düşünülmektedir.

SONUÇ

İşletmelerin faaliyetlerini sürdürdükleri ulusal ve uluslararası çevrede yaşanan ekonomik, sosyal, yasal değişim, rekabet koşullarının keskinleşmesi, işletmelerin planlama ve strateji belirleme faaliyetlerinin sürekli olarak değerlendirilmesini ve değiştirilmesini gerekli kılmaktadır. Avrupa’da ve Amerika’da, 1970’lerden itibaren başlayan yeniden yapılanma sürecinde şirketler, birleşme, devralma, borçlanarak satın alma ve ortak sayısını azaltarak halka kapanma gibi yöntemler kullanarak büyüme, küçülme ya da el değiştirme yoluna gitmektedir.

Çalışmanın konusunu oluşturan going private işlemi de, şirket faaliyetlerini daha verimli ve karlı hale getirmek, şirket değerini artırmak, hissedarlar ve yöneticilerin kazançlarını dengeleyebilmek için kullanılan yeniden yapılanma stratejilerinden küçülmeyi hedefleyen stratejilerden biridir.

Son yıllarda, halka açık şirketlerin hisselerinin çoğunluğunu elinde tutan hakim ortak ya da ortaklar ile şirket yöneticileri arasında, şirketlerin halka kapalı hale gelmesine ilişkin işlemlerde bir artış görülmektedir. GP işlemlerinde görülen bu canlanmanın iki temel sebebinin olduğu görülmektedir. Birincisi; hisse senetleri piyasasının durgunluğu ve bu durumun devam edeceğine inanılmasıdır. Hisse senetleri piyasasındaki düşüş eğilimi ile bağlantılı olarak şirketlerin değeri düşmüş ve halka açık bir şirket olmanın avantajları azalmıştır. İkinci temel neden ise, Sarbanes-Oxley Yasası’nın yürürlüğe koyduğu hukuki çerçeve ve ilgili SEC ve borsa kurallarının, halka açık bir şirket olarak kalmayı giderek daha zahmetli, masraflı ve riskli hale getirmesidir.

GP işleminin taraflarını, halka kapanacak olan şirketin hissedarları ile alıcı konumunda bulunabilen, şirket yöneticileri, çalışanları, buy-out şirketleri, girişim sermayesi kuruluşları, özel yatırım şirketleri, şirket dışından bir yönetici grubu ya da bağımsız bir şirket oluşturmaktadır.

Uygulamada halka kapalı hale gelmek için bu yöntemlerden birkaçının kullanılması gerekebilmekle birlikte, GP işleminde kullanılan başlıca yöntemlerin aleni pay alım teklifi, birleşme ve tersine hisse bölünmesi olduğu görülmektedir.

Türk sermaye piyasası açısından halka kapalı hale dönüşmeye ilişkin işlemlerin ABD sermaye piyasası mevzuatında olduğu gibi belirli kurallara ve ilkelere bağlanması ve hangi işlemlerin, belirlenen ortak sayısının altına düşülmesiyle sonuçlanacağına tespitinin gerekli olmadığı ve konuya ilişkin SPKn ve ilgili SPKr Tebliğlerinde yer alan düzenlemelerin piyasanın güncel koşulları ve yapısı nedeniyle yeterli olup, ihtiyacı karşıladığı ileri sürülebilir. Ancak, SPKr’nun halka açık anonim şirketlerin yükümlülüklerine ilişkin olarak yapacağı yeni düzenlemeler ve son olarak getirilen ek yükümlülükler nedeniyle şirketlerin söz konusu taleple SPKr’na yaptıkları başvuruların artması ihtimali gerçekleştiğinde, doğabilecek sorunlara da çözüm getirebilmek üzere, konuya ilişkin düzenleme yapılması gerekeceği düşünülmektedir. Uygulamanın yerleşmesi ve etkilerinin gözlenebilmesi için, SPKr’nun yeni düzenlemeler getirme konusunda SPKn ile yetkili kılındığı ve konunun önemi nedeniyle mevcut mevzuat hükümlerine nazaran daha ayrıntılı

şekilde düzenlenip, şirketlerin halka kapanma süreçlerinin, işlemde kullanılabilir yöntemlerin ve uyulacak ilkelerin açıkça belirlenmesinde yarar bulunduğu düşünülmektedir. Kaldı ki, mevcut düzenlemelerin de her koşulda amaca hizmet edemediği görülebilmektedir.

Bu çerçevede, SPKı kaydındaki halka açık şirketlerin SPKn ile kendilerine tanınan başvuru hakkını etkin kullanmasına, halka kapanmak amacıyla olan şirketlere bu amaçlarına ulaşmak için gerçekleştirdikleri işlemlerde kolaylık tanınmasına, SPKı'na gerektiğinde kaydında bulunan şirketleri re'sen kayıttan çıkarma yetkisi verilmesine, mevzuat hükümleri arasında birliğin sağlanmasının yanında, uygulamada gerçekleştirilmekte olan ve ortak sayısının 200'ün altına inmesine neden olabilen ortaklık yapısındaki bazı önemli değişikliklerden zamanında haberdar olmak ve yatırımcıları koruyucu hükümler getirmek bakımından da anılan işleme ilişkin düzenlemelerin yapılmasının isabetli olacağını söylemek mümkündür.

KAYNAKÇA

Accountancy

2000 “More Smaller Companies Are Going Private”, December 2000, p. 62.

BARRETT, Stephen

1999 “Making Sense of Minority Buyout”, Corporate Finance, no. 173.

BELL, Jonathan

2002 “Going Private: How VCs Can Get in the Game”, Venture Capital Journal, vol. 42, issue 10.

ÇELİKTEN, Dilek

1999 “Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisabı”, SPK Araştırma Raporu, Ankara.

DIGMAN, Lery

2002 “Going Private in a Troubled Market”, <http://news.com.com/2100-1017-955981.html>

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R.

1991 “The Economic Structure of Corporate Law”, London.

GANNON, Christopher R.

1981 “An Evaluation of the SEC’s New Going Private Rule”, The Journal of Corporation Law, Fall81, vol. 7.

GIBSON, DUNN&CRUTCHER LLP.

2001 “The Investment Banker’s Role in Going-Private Transactions:..”

HAHOLU, Bülent Murat

2000 “Anonim Ortaklıkların Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alması (Stock Repurchase)”, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara.

HAZEN, Thomas Lee

1995 “The Law of Securities Regulation”, Third Edition, vol. 2.

HOUSTON, Douglas; HOWE, Jonh S.

1987 “The Ethics of Going Private”, Journal of Business Ethics, 6.

HYDEN, Cary G.; JOHNSON, Ashley A.

2002 “Anatomy of a Going Private Transaction: Guidelines That Every Board Should Consider When Faced with a Going Private Transaction”, Orange Country Business Journal, vol. 25, issue 50.

İMKB Yayınları

2002 “Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu”, 16. B., İstanbul.

JOHN, LeClaire; DENNIS, Kevin

1999 “Going Private-Private Equity Investors Discover Public Market Orphans”, Venture Capital Journal, Nov99, vol. 39, issue 11.

JOHNSON III, Joseph L.; WEIDHAAS, Andrew J.

2001 “The Going-Private Transaction”, New York Law Journal.

KAHN, Jeremy

2000 “Not Feeling the Love, Companies Go Private”, Fortune, vol. 141, issue 5.

KADRİZADE, Rüya

1989 “Şirketlerin Halka Açılmasını Sağlamaya Yönelik Teşvik Tedbirleri”, SPK Araştırma Raporu, Ankara.

KARA, Hatice

1990 “Şirket El Değiştirmeleri”, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara.

KENDİGELEN, Abuzer

2001 “Genel Hükümler ve Anonim Ortaklığın Kuruluşu”, Makalelerim, Beta Yayınları İstanbul.

KOÇ, İ. Özlem

1998 “Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama”, SPK Yayınları No:118, Ankara.

KOÇ, Kemalettin

2002 “Şirketlerin Muhasebe ve Denetim Skandallarına Karşı Amerika’da Alınan Önlemler”, Dünya Gazetesi, 27.12.2002, <http://www.spk.gov.tr/basin>

KÜÇÜKSÖZEN, Cemal

1999 “Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi”, SPK Yayınları No: 131 Ankara.

LEVITIN, Michael J.; SNIDER, Steven S.

2002 “Going Private”, Hale and Dorr LLP, November 2002,
<http://www.articles.corporate.findlaw.com/articles/00144/008504.html>

MANAVGAT, Çağlar

1997 “Aleni Pay Alım Teklifi (Tender Offer-Takeover Bid)”, SPK Yayınları
No: 64 Ankara.

MATHIAS, Dermot

1990 “From Public to Private”, Accountancy, vol. 106, issue 1166.

MOORE, Charles L.

1976 “Going Private: Techniques and Problems of Eliminating the Public
Shareholder”, The Journal of Corporation Law, vol. 31, issue 3.

Nixon Peabody LLP.

2003 “Outlook for 2003 Includes an Increase in Going Private Transactions:
2002 Provides Legal Guidance for Acquirors”, M&A Advisor, vol. 1, no.1.

ÖZDOĞAN, Ayşegül

2002 “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Pay Sahibinin Ortaklıktan Ayrılma
Hakkı”, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara.

POROY/TEKİNALP/ÇAMOĞLU

2000 “Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku”, 8. B., Beta Yayınları İstanbul.

RABE, James G.; WHITEHEAD, Terry G.

2001 “Fairness Opinions for Going Private Transactions”, Insights
Quarterly Journal. <http://www.williaminsights.com/01/goingprivate.html>.

SÖNMEZ, Yusuf Ziyaeddin

2000 “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Birleşmesinden Doğan Sorunlar”,
SPK Yeterlik Etüdü, Ankara.

SÖZER, İnan A.

2003 “2002 ‘Satın Alma’ Yılı Oldu, 2003’e Umutla Bakılıyor”, Activeline,
Şubat 2003.

TAULLI, Tom

2001 “IPO’s Out, Going Private In”, <http://news.com.com/2010-1078-281562.html>

The Economist

1989 “Companies Go Private;...” (editorial), 26.8.1989, vol. 312, no. 7617.

WHITESTONE, Randy

2002 “More Takeovers, Business Going Private seen in 2003”,
<http://the.honoluluadvertiser.com/article/2002/Dec/22/bz/bz11a.html>

VEDDER, PRICE, KAUFMAN&KAMMHOIZ

2000 “The Going Private Solution”, <http://legal.pro2net.com/x17564.xml>

YILGÖR, Ayşe Gül

2002 “İşletmelerde Yeniden Yapılandırma Stratejileri ve Türkiye’de Sanayi Sektörünü Yeniden Yapılandırma Gereksinimi”, www.econturk.org/Turkiye-2002.html

ZEYBEK, Yasemin

1996 “Borçlanarak Gerçekleştirilen Şirket Satınalmaları”, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara.

<http://www.sec.gov/answers/gopriv.htm>

<http://www.fleetcapital.com/resources/capeyes/a02-01-51.html>

<http://www.imkb.gov.tr>

<http://www.investorwords.com/cgi-bin/getword.cgi?2192>

<http://www.jsonline.com/by/news/oct00/torico129102800.asp>

http://www.hwallp.com/art_goingprivate.htm

http://www.cfl.com/3_07_content.html

<http://www.misco.com>

<http://www.pweb.com/releases/2002/4/prweb36957.php>

<http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule13e-3.html>