



**BİRLEŞME VE ELE GEÇİRMELERDE
AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİ**

Hazırlayan
RÜYA ESER- Uzman

İÇİNDEKİLER

| | |
|---|-----------|
| I- GİRİŞ | 1 |
| II- ÜLKE DÜZENLEMELERİ | 1 |
| II-1. AVRUPA BİRLİĞİ | 2 |
| <i>II-1.1. Komisyonun 3. Şirketler Kanunu Direktifi</i> | <i>4</i> |
| <i>II-1.2. Komisyonun 13.Şirketler Kanunu Direktif Tasarısı</i> | <i>6</i> |
| II.2. İNGİLTERE | 8 |
| II.3. YUNANİSTAN | 10 |
| II-4. FİNLANDİYA..... | 11 |
| II-5. İTALYA..... | 14 |
| II.6. HOLLANDA | 15 |
| II-7. DANİMARKA..... | 16 |
| III- TÜRK MEVZUATI | 16 |
| IV- DEĞERLENDİRME..... | 18 |

I- GİRİŞ

Gerek Türk Hukukunda gerekse yabancı hukuk düzenlemelerinde birleşme ve ele geçirme konusunda tam bir kavram birliği olamamakla birlikte genel olarak birleşme(merger) ve ele geçirme (takeover) bir üst kavram olarak kullanılmaktadır. Ele geçirmede bir şirketin hisse senetleri diğer bir şirket tarafından ele geçirilirken, ele geçirilen şirket bağlı ortaklık olarak kalmakta, birleşmede ise bir şirket bir veya bir kaç şirketi aktif ve pasifi ile devir almakta veya iki veya daha fazla şirket bir araya gelerek tüzel kişiliklerini kaybederek yeni bir şirket kurulmaktadır. Ele geçirme için kullanılan en yaygın yöntem ortaklara çağrıda bulunularak (tender offer - takeover bid hisse senedi toplanmasıdır. Bunun dışında bir şirketin kontrolü hisse senetlerinin borsadan satın alınması veya şirketi kontrol altında bulunduranlarla yapılan özel anlaşmalarla olabilmektedir. Ayrıca birleşme ve devir almalar finansman kaynağına göre borçlanarak satın almalar(leveraged buy-out), teklif sahibinin yaklaşım tarzına göre hedef ortaklık yönetiminin onayı ile yapılan teklifler (friendly tender offer), hedef ortaklık yönetiminin onaylamadığı teklifler (hostile tender offer), satın alma işlemin şirketin mevcut yöneticileri tarafından gerçekleştirilmesi durumunda yönetim destekli satın almalar (management buy-out), şirket dışında bir grup yönetici tarafından gerçekleştirilirse management buy-in, şirket çalışanları tarafından alınırsa employee buy-out gibi çeşitli isimler almaktadır.

Bütün bu kavram, tanım ve yöntem farklılıklarına rağmen bu çalışmada birleşme ve ele geçirmeler ile ilgili Avrupa Birliği ve Birlik ülkelerinden bazılarının konuya ilişkin ulaşılabilen düzenlemelerine, temelde sermaye piyasası açısından değinilmeye çalışılmıştır.

II- ÜLKE DÜZENLEMELERİ

Genel olarak ülkelerde birleşmelerin gözetimi ve yetkili otoriteleri ülkeden ülkeye yaşadığı birleşme ve ele geçirme olayına ve birleşmelerin uluslararası olup olmadığına göre farklılık göstermektedir. Ancak temelde bütün ülkeler şirket birleşmelerini ve ele geçirmelerini kontrol etmek ve rekabeti korumak amacıyla düzenlemeler yapmışlardır.

Birleşme ve ele geçirmede düzenleyici kurum ve otoriteler olarak; tüketiciyi koruma, tekeli önleme, adil ticaretin yürütülmesi, fiyat kısıtlanmasına karşı koruma gibi ülkeden ülkeye değişik isimler altında olabilen anti-trust düzenleyici kurumlar, birleşmenin uluslararası olması durumunda merkez bankaları ve halka açık şirket birleşmelerinde birleşmeye taraf olan şirketlerden birinin borsaya kote olması halinde borsa gibi düzenleyici kurumlar ortaya çıkabilmektedir.

Borsaların birleşme ile ilgilenmesi, birleşme sonucu kurulan yeni şirketin borsaya kote edilmesinde, devir alan şirketin hisse senedi ihracı ile sermaye artırımında, birleşme sonucunda yeni hisse senedini verilmesi sırasında veya borsadaki hedef şirketin birleşme sonucu kotasyonunu kaybetmesi durumunda ortaya çıkmaktadır.

II-1. Avrupa Birliği

Avrupa Birliği düzenlemeleri de birleşme ve ele geçirmelere rekabetin kontrolü açısından yaklaşmaktadır. Temel olarak Roma anlaşmasının 85 ve 86. maddeleri Avrupa Birliği Komisyonu'na rekabetin sınırlandırılmasının önlenmesi ve sınır ötesi ticarete baskın pozisyonun yanlış kullanılması ile ilgilenmesi için geniş yetkiler sağlamaktadır. 4064/89 sayılı düzenleme ise konsantrasyonu, önemli olarak birleşme aktivitelerini içermektedir. Ayrıca Eylül 1990 da yeni bir birleşme düzenlemesi Community Mergers Regulation yürürlüğe girmiştir. Buna göre Komisyon sınır ötesi birleşmelerde, birleştirilmiş satışları dünya çapında 5 milyar ECU'dan fazla olan şirketlerin ve birlik seviyesinde satışları 250 milyon ECU'dan fazla olan şirketlerin birleşmelerini otomatik olarak gözden geçirebilecektir. Bu düzenleme komisyonun incelemesinin sanayi politikası yönünden değil rekabetin efektif olması yönünden olacağına açıklık getirmiştir. Yapılması düşünülen değişiklikle birleşme düzenlemesindeki inceleme eşiğinin dünya çapında 2 milyar ECU'ya, Birlik çapında ise 100 milyon ECU'ya düşürülmesi düşünülmektedir.

Avrupa Birliği'nde merger kontrol metotları ülkelerin ulusal kontrol sistemlerine göre farklılık ve çeşitlilik göstermektedir. Günümüzde 11 Birlik ülkesinde ulusal kontrol sistemi bulunmaktadır. Üç ülkede Fransa İspanya ve İngiltere'de birleşmelerin bildirim

zorunlu değildir. Lüksemburg, Finlandiya ve Danimarka'da her hangi bir merger düzenlemesi bulunmamaktadır. Hollanda'ya gelince 1996 yılında birleşme durumunda bildirim zorunlu olmasını getiren bir düzenleme yürürlüğe girmiştir. 11 ülke içinden 5 tanesi İrlanda, İspanya, Portekiz, Fransa ve İngiltere'de son karar idari veya bakanlığa ait organizasyon tarafından alınırken, 4 ülkede Belçika, Almanya, İtalya ve Yunanistan'da karar bağımsız bir rekabet otoritesi tarafından alınmakta ve 2 ülkede de İsveç ve Avusturya'da son karar yasal otorite tarafından alınmaktadır.

Avrupa Birliği'nde sermaye piyasası ve halka açık şirketlerin ortakları açısından birleşmelerle ilgili doğrudan üç düzenleme vardır. Bunlardan ilki yerli birleşmeler(merger) üzerine olan Avrupa Birliği'nin 3. şirketler kanunu direktifidir (Konsey direktifi 78/855 ekim 1978;OJ L295/36,20.10.78). Komisyonun 10. şirketler kanunu direktif tasarısı ise sınır ötesi mergerler üzerinedir (OJ C23/11,25.185). Tasarının amacı, iki veya daha fazla üye ülkedeki şirketler arasındaki birleşmeleri ortakların, çalışanların ve kredi verenlerin korunmasıyla ilgili kanunları çeşitli yönlerden uyumlaştırarak kolaylaştırmaktır. Komisyonun 13. şirketler kanunu direktif tasarısı ise çağrıda bulunularak hisse senedi toplanmasını (takeover bid) düzenlemektedir.16.2.89 tarihli ve COM(88)823 final-SYN 186 sayılı tasarı 10.9.90 tarihinde nihai tasarı olarak kabul edilmiştir

Bu düzenlemelere ilave olarak, Avrupa Birliği özel durumların halka açıklanması ile ilgili olarak 12.12.1988 tarih ve 88/627/EEC sayılı konsey direktifi ile kote alınmış şirketlerin çoğunluk paylarındaki değişme durumunda yayınlanacak bilgileri düzenlemiştir. Bu direktifin 4. maddesinde bir gerçek veya tüzel kişinin topluluk üye ülkelerinin birinde faaliyette bulunan borsalarda kote edilmiş bir şirketin hisse senedini elde etmesi veya elden çıkarması durumunda elinde bulunan oy hakları oranının %10, %20, 1/3,%50 ve 2/3 sınırlarına ulaşması veya geçmesi veya altına düşmesi halinde ilgili kişinin bu işlem sonrasında sahip olduğu oy haklarını şirkete ve aynı zamanda yetkili otoriteye yedi takvim günü içersinde bildirmesi gerektiği belirtilmiştir.

II-1.1. Komisyonun 3. Şirketler Kanunu Direktifi

Bu direktif üye ülkelerin birindeki kamuya açık limited şirketler (public limited companies-PLC) arasındaki iki veya daha çok şirketin varlıklarıyla kurulan yeni bir şirketin veya bir veya daha çok şirketin varlıklarının başka bir şirket tarafından satın alınması şeklindeki birleşmelerin kurallarını düzenlemektedir. Direktif İngiltere'de yoğun olan ele geçirme durumunu kapsamamaktadır.

Direktif elde etme yoluyla birleşmeyi bir veya daha çok şirketin tasfiye edilmeden sona ererek ve bütün varlık ve borçlarının diğer bir şirkete transfer edilerek alan şirketin hisse senetlerinin devrolan şirket veya şirketlerin ortakları ile değiştirilmesi, yeni şirket kurarak birleşme yapılmasını ise bir veya birden fazla şirketin tasfiye edilmeden aktif ve pasifi ile yeni şirkete devrolunması ve yeni kurulan şirketin hisseleri ile kendi ortaklarının hisselerinin belli bir orandan değiştirilmesi şeklinde tanımlamaktadır.

Birleşme ele geçirme veya yeni bir şirket oluşturulması sonucu olsa da direktif uygulanacak yöntem için temelde üç aşama belirlemiştir. Birinci aşama; birleşmenin taslak şartlarının hazırlanması ve taslağın minimum şartları içermesidir. İkinci aşama; her bir şirketin ortaklar genel kurulunda birleşme kararının onaylanması ve birleşme kararının yayınlanmasıdır. Üçüncü aşama; hem şirketler arasında hem de üçüncü kişilerle olan transferleri içermektedir.

Birleşmeyle devralan şirketin yönetim birimi yazılı olarak birleşmenin koşullarını hazırlamalıdır. Hazırlanan birleşme şartlarında en az aşağıdaki hususlar olmalıdır;

- Her bir birleşen şirketin unvanı, tipi ve kayıtlı olduğu yer
- Hisse senedi değişim oranı ve nakit ödenen tutar
- Devralan şirketin hisse senetlerinin tahsisi ile ilgili şartlar
- Hangi tarihten itibaren birleşen(yok olan) şirketin ortaklarının devralan şirketin karından hak kazanacağı ve bu hak kazanmada etkili olan özel şartlar
- Hangi tarihten itibaren birleşen (yok olan) şirketin muhasebe işlemlerinin devralan şirketin olacağı

- Hisse senedi dışında menkul kıymeti bulunanlara ve imtiyazlı hisse senedi olanlara şirket tarafından verilen haklar

- Taslağın kontrol eden bilirkişilere ve devralan şirketin yönetici gözetim ve kontrol birimlerine verilen özel avantajlar.

Birleşme taslak şartları Her bir birleşen şirket için birleşmeye karar vermek için saptanan genel kurul tarihinden en az bir ay önce 68/151/EEC sayılı direktifin 3 maddesine uygun olarak üye ülkelerin kanunlarında belirlenen yayın biçimine göre yayınlanmalıdır.

Birleşme en azından her bir birleşen şirketin genel kurulunda onaylanmalıdır. Üye ülkelerin kanunları bu kararın oy haklarının 2/3 çoğunluktan az olmamasını şart olmasını sağlamalıdır. Eğer birden fazla hisse türü varsa birleşme ile ilgili kararın en azından her bir sınıf hisse senedi sahibi tarafından ayrı oylanması söz konusudur.

Birleşen şirketler birleşme şartların içeren taslağı ve ortaklara sunulan raporu incelemek için en az bir bağımsız bilirkişiden hizmet almalıdır. Bilirkişi hukuksal veya yönetsel birim tarafından atanmış veya onaylanmış olmalıdır.

Bütün ortaklar en azından aşağıdaki dokümanları birleşmenin taslak şartlarının görüşüleceği genel kuruldan en az bir ay önce ticaret sicili de inceleyebilmelidir.

- birleşme taslağı şartları
- son üç yıl için birleşen şirketlerin yıllık raporu ve yıllık hesapları
- birleşen şirketlerin yönetim birimlerinin birleşme tasarısı için hazırladıkları rapor
- Bilirkişinin hazırladığı rapor

Direktif sınırlı şartlarda ortakları ve üçüncü şahısları korumak amacıyla birleşmenin iptalini de düzenlemiştir. Ayrıca çalışanların ve şirkete kredi verenlerin menfaati için bir kaç spesifik şarta yer vermiştir.

Bir veya birden çok şirket kendi ortaklık payının %90'nını veya daha fazlasını elinde tutan bir şirketle birleşirse ve %10'u temsil eden paylar da genel kurulda oy verme hakkına sahip hisse senetlerini elinde tutuyorsa, belli şartların olması halinde birleşen şirketin genel kurulu tarafından birleşmenin onayı şartı aranmayabilmektedir.

II-1.2. Komisyonun 13.Şirketler Kanunu Direktif Tasarısı

Tasarı, üye ülkelerden birisinin borsasında veya organize piyasasında işlem gören menkul kıymetler için yapılan teklifleri düzenlemektedir. Teklif menkul kıymetlerin tamamının veya bir kısmının nakit karşılığında satın alınması ya da bir başka menkul kıymet ile trampa edilmesi amacıyla yapılabilmektedir. Pay alım teklifleri üye ülkelerce oluşturulacak ve geniş yetkileri kullanabilecek bir idari kuruluşun gözetiminde yürütülecektir. Teklif dokümanında yer alması gerekli bilgiler Tasarının 10. maddesinde sayılmıştır. Buna göre;

- teklif sahibini, temsilcilerini ve hedef ortaklığı tanıttıcı bilgiler,
- teklif dokümanından sorumlu olan kişileri tanıttıcı bilgilerle, dokümandaki bilgilerin doğruluğuna ilişkin olarak bu kişilerin beyanları,
- satın alınmak istenen asgari ve azami menkul kıymet tutarları ve bu menkul kıymetlere ilişkin bilgiler,
- teklif sahibi ve onunla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu hedef ortaklık menkul kıymetleriyle, geçmiş 12 ay içerisinde bu menkul kıymetler üzerinde yaptıkları işlemlerin tarihi ve işlem fiyatları,
- hedef ortaklığın veya onunla birlikte hareket edenlerin sahip olduğu, teklif sahibi ortaklıkça ihraç edilmiş menkul kıymetlerle oy haklarının tutarları,
- teklif edilen bedele ilişkin açıklamalar,
- teklifin dayandığı, teklif sahibi ortaklığın dışında ve gözetim kuruluşunun yetkisinde olan hususlar,
- teklifin iptal edilebileceği veya geçerliliğini yitireceği haller,
- teklifin başlangıç ve bitiş süreleri,
- menkul kıymetlerin teslim ve bedelinin tahsil esasları,
- teklif sahibinin teklifi yapma amacı, hedef ortaklığın varlıklarını kullanmaya, işletme şeklinin devamına, merkez değişikliğine, yavru ortaklıkları da kapsayacak

biçimde öngörülen yapısal değişikliklere istihdam ve işletme politikasına ilişkin niyetler,

- hedef ortaklık yöneticilerine tanınan özel menfaatler,
 - hedef ortaklık paylarına ait oy haklarının kullanılmasıyla veya genel olarak teklifle ilgili olarak teklif sahibinin taraf olduğu ya da bilgisi dahilinde yapılan sözleşmeler,
- kamuya açıklanmalıdır.

Teklif süresi dört haftadan az on haftadan fazla olamaz. Belirlenen sürenin değiştirilmesi yetkili makamın iznine tabidir. Bu süre içerisinde aşağıdaki haller gerçekleştiği takdirde teklifin geri alınması mümkündür;

- Rakip teklif yapılması
- Bedel olarak yeni ihraç edilecek menkul kıymetler önerildiği takdirde bunların ihracı için teklif sahibi ortaklığın genel kurul kararının alınmamış olması
- Bedel olarak önerilen menkul kıymetleri borsa kotuna alınmamış ya da başvurunun reddedilmiş olması
- Menkul kıymetlerin devralınması için gerekli yasal ve idarî izinlerin alınmamış olması veya bu konulardaki talebin reddedilmiş olması
- Teklif dokümanında açıklanan şartın gerçekleşmemiş olması
- Taraflar dışındaki nedenlerden dolayı ve yetkili makamın izni ile teklifin uygulanmayacağına karar verilmesi

Ortakların sağlıklı karar vermelerini temin bakımından, hedef ortaklık yönetim kurulunun kendi görüşünü açıklaması zorunlu kılınmıştır. Buna göre yönetim kurulunun görüşü, dayanağını oluşturan bilgiler, yöneticilerin teklif sahibi ve teklifle olan menfaat bağları, her bir üyenin sahip oldukları paylar için teklifi kabul edip etmeyeceklerine ilişkin görüşleriyle birlikte kamuya duyurulmalıdır.

Zorunlu teklif kuralları, Tasarının 4. maddesinde düzenlenmiştir. Bir kişi ve onunla birlikte hareket edenler, daha önce sahip olduklarıyla beraber, hedef ortaklığın oy haklarının 1/3 ünü veya daha fazlasını ele geçirirlerse, kalan tüm paylar ve paya

dönüştürülebilir senetler için teklif yapmak zorundadırlar. Aşağıdaki oy hakları, teklif sahibinin oy hakkı olarak eklenmektedir;

- Bir başka kişinin veya kuruluşun namına ve fakat teklif sahibinin hesabına kullanılan oy hakları

- Teklif sahibi tarafından bir sözleşme uyarınca kontrol edilen oy hakları,

- Teklif sahibi ile birlikte hareket eden kişilere ait oy hakları

- Sahibi tarafından kullanılacağı açıklanan haller hariç olmak üzere, teklif sahibinde saklanan veya emaneten tutulan menkul kıymetlerden doğan oy hakları¹

II.2. İngiltere

İngiltere’de birleşme ile ilgili temel düzenlemeler tekelleşmeyi önlemek için yapılmıştır. İngiltere’de İngiliz şirketlerinin yoğunluğunu kontrol eden ve gözeten iki kurum vardır; “Monopolies and Merger Commission” ve “The Office of Fair Trading”(OFT). Bunlardan ilki tekelleşmeyi ve birleşmeleri izlemek ve düzenlemekle yetkili organ olarak 1965 yılında yürürlüğe giren Monopolies and Merger Act ile kurulmuştur. İkinci kurum ise 1973 yılında yürürlüğe giren ve şirket devralmalarında uygulanabilecek dürüst işlem hükümlerine yer veren Fair Trading Act ile kurulmuştur. Pratikte iki kurumda kamu çıkarına ters düşecek birleşme ve ele geçirmeleri engelleme yetkisine sahip Ticaret Bakanına bildirimde bulunmaktadır.

İngiltere’de herhangi bir birleşmeyi rekabet otoritelerine bildirme zorunluluğu yoktur. Fakat herhangi bir birleşme inceleme gerektiren nitelikte ise birleşme işleminin tamamlanmasından sonra 4 aya kadar incelenmek üzere Monopolies and Merger Commission’a müracaat edilebilmektedir. Hangi birleşmenin inceleme gerektiren nitelikte olduğu Fair Trading Act’da belirtilmiştir. Eğer OFT halka açık bir birleşme durumu ile bilgilendirilmişse, hemen borsanın haber düzenleyen bölümü yoluyla yorum istemek durumunda kalır ve üçüncü şahıslara yorum için 10 çalışma günü verilir.

¹ Ç. Manavgat, Aleni Pay Alım Teklifi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:64, sayfa 34-38

Halka açık bir şirketin birleşmesi ve ele geçirmesi ile ilgili düzenlemeler the City Code on Takeover and Mergers adı altında bir dizi davranış kuralı olarak yayınlanmıştır. 1968 de kurulmuş olan öz düzenleyici (self regulatory) kurum the Panel on Takeovers and Mergers ise City Code'un uygulamasından sorumludur. Bu kuruluş düzenleme yapma gücünü yasalardan almamakta, bu nedenle düzenlemelerin ihlali durumunda yasal yaptırım uygulama imkanı olmamaktadır. Fakat Panel kendi düzenlemelerinin ihlali durumunda konuyu kamu otoritelerine ve meslek örgütlerine rapor etmektedir.

Panel düzenlemeleri 10 adet genel prensip ve bu prensiplerden türetilmiş 38 adet kural ve eklerden oluşmaktadır. Code borsa kotunda olsun veya olmasın tüm halka açık şirketlere uygulanmaktadır. Hisse senedi satın alma teklifi isteğe bağlı teklif ve zorunlu teklif olarak ayrılmaktadır. İsteğe bağlı teklif sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin tamamını satın almak için yapılabileceği gibi sermayenin bir kısmını satın almak için de yapılabilecektir. Kısmi teklif yapmak için Panel'den izin alınması zorunludur. Zorunlu teklif ise Takeover Code'a göre bir kişinin şirketteki oy haklarının payı %30'a ulaşınca alıcı tam teklif(full bids) yapmak zorundadır. Ayrıca sermayenin %30 ve %50 sine sahip paylar birleştiği zaman bu grubun herhangi bir üyesi 1 yıl içinde şirketin hisse senetlerinin %2'sinden fazlasını satın aldığı taktirde ortaklara çağrı yapması gerekmektedir. Yapılan tüm çağrılar ortaklara 21 gün süreyle açık olmalıdır. Değişiklik söz konusu ise, değişikliğin bildirildiği tarihten itibaren 14 gün daha açık kalmalıdır.

1985 ve 1989 yıllarında önemli değişikliğe uğrayan şirketler kanunu (Companies Act), 1986 yılında yürürlüğe giren The Financial Services Act ve Londra Borsası kotasyon kurallarının yer aldığı ve 1985 de revize edilen yellow book birleşme ile ilgili hükümlerin yer aldığı diğer düzenlemelerdir.

Şirketler Kanunu'ndaki konuya ilişkin kamuya aydınlatma ile ilgili düzenlemeler içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili düzenlemeler ve bir şirketin toplam oy haklarının %90 veya daha fazlasının ele geçirilmesinde geriye kalan payları satın alma hakkı ve

yükümlülüğü getiren Kanunun 428-430 maddeleridir. Bu yükümlülük iki yönlüdür; sermayenin %10'undan azına sahip kişiler de sermayenin %90'ından fazlasına sahip olan kişiyi kendi paylarını teklif fiyatından veya mahkemece belirlenecek bir fiyattan satın almaya kanun uyarınca zorlayabilmektedir.

Kara Avrupa sisteminde de İngiliz biçimi ele geçirme (takeover) baskın olup Avrupa Komisyonu da İngiliz Takeover Code benzeri ele geçirme kuralları düzenlemiştir.

II.3. Yunanistan

Yunanistan'da çağrıda bulunularak alım teklifi (takeover bid) ile ilgili olan düzenlemede Avrupa Menkul Kıymet Borsaları Federasyonu'nun ön gördüğü kurallar uygulanmaktadır. Buna göre teklif borsa kanalıyla yapılmalı ve ilgili bilgiler Atina Borsası yönetim kuruluna teslim edilmelidir. Borsaya yapılacak bildirimlerde aşağıdaki bilgileri taşıyan teklif taslağının eklenmesi gerekmektedir.

- Elde etme (acquisition) ile menfaat kontrolü sağlanan şirketin adı
- Teklifi yapanın ismi, ikametgâhı ve işinin türü
- Taslak teklif dokümanından sorumlu olan kişilerin isimleri
- Teklifin yapıldığı senetlerin sınıfları
- Ödenecek en yüksek ve en düşük fiyat veya teklif yapanın ele geçirmek istediği azami senet sayısı
- Teklifin şartları
- Teklif yapanın veya teklif yapanla birlikte hareket eden başka bir şahsın veya şirketin hedef şirketteki sahip oldukları hisse senedi ve bu sahip olunan senetlerin elde etme fiyatları
- Hisse başına teklif fiyatı
- Hangi şartlarda teklifin geri çekilebileceği
- Teklif süresinin başlama ve sona erme tarihi
- Teklifin kabul edilmesi halinde izlenecek prosedür
- Teklif yapanın hedef şirketle ilgili niyeti ve işle ilgili gelecekteki planları

Nakit tekliflerde bu belgelere ilave olarak teklif yapanın teklifinin tamamının kabul edilmesi halinde yeterli kaynağının olduğunu gösteren banka teminat mektubu istenmektedir. Ayrıca Atina Borsası bunların sunulmasından kısa bir süre sonra ilave bilgiler isteyebilir. Teklifin kabul veya red kararı 10 günlük bir süreç içinde sonuçlandırılır. Eğer taslak teklif onaylanırsa, bunun günlük yayınlanan en az bir politik ve bir ekonomi gazetesinde yayınlanması gereklidir. Teklif dokümanının yayınlanmasından sonra 30-45 gün arasındaki kabul süresi başlar. Teklif bu süre içinde eğer teklifin şartları yerine getirilmemişse veya rakip bir teklif yapılmışsa geri çekilebilir. Eğer teklif bir bankanın kontrolünü ele geçirilmesini içeriyorsa, teklifin Yunan Merkez Bankası tarafından onaylanması gerekmektedir.

Yunanistan'da birleşme ve ele geçirmelerle ilgili kamuyu aydınlatıcı düzenlemeler ise şöyledir;

- Elde etme (acquisition), transfer, elden çıkarma gibi yasal nedeni ne olursa olsun borsada işlem gören şirketlerin hisse senetleri, sermayenin %10, %20, 1/3, %50 veya 2/3 ü oranında el değiştirmesi durumunda her iki tarafın Atina borsası yönetim kuruluna bildirimde bulunması zorunludur. Halk ise raporun alınmasından sonra 5 gün içinde bilgilendirilir. Bilgilendirme günlük yayınlanan bir politik ve bir ekonomi gazetesinde ve Atina borsasının günlük bülteninde yapılır. Büyük tutarlı hisse senedi edinimlerinde yayın maliyeti şirket ve kişi tarafından karşılanır. Atina borsası yönetim kurulu, yatırımcıyı yanlış yönlendirebileceği veya kamu yararına olmayan durumlarda bilgilerin basımına karşı karar alabilir.

-Ayrıca bütün kote şirketler bağlı ortaklıklarının veya iştiraklerinin diğer şirketlerde elde ettikleri hisse senetlerini bildirmek durumundadır.

II-4. Finlandiya

Birleşme ve ele geçirmeler ile kamuyu aydınlatma şartları çeşitli yönleriyle Menkul Kıymet İşlem Kanunu'nda (Securities Trading Act), Helsinki Menkul Kıymetler Borsası Etik Kurallarında ve the Act on Restrictive Trading Practices'de düzenlenmiştir.

Birleşmeler temel olarak Şirketler Kanununda 14. bölümde düzenlenmiştir. Bu bölüme göre; Birleşilen şirketin feshedilmeden aktif ve pasifi ile alan şirkete transfer edilerek birleşmesine karar verebilirler. Aynı zamanda iki veya daha fazla şirketin birleşerek yeni bir şirket kurarak bütün şirketlerin aktif ve pasifi yeni şirkete hisse değişimi yoluyla transfer edilebilir. Birleşmede alan şirket hisse senedi ihraç edebilir veya birleşilen şirketin ortakları için hisse senedine çevrilebilir tahvil çıkartabilir. Birleşme kararının onaylanması için birleşen (yok olan) şirketin yıllık genel kurulunda veya olağanüstü genel kurulda üçte iki çoğunluğun kabul etmesi gerekmektedir. Alan şirket için birleşme kararının onayı aksine hüküm yoksa basit çoğunlukla alınabilir.

Ortakların Korunması

Birleşen şirketin genel kurulunda birleşmeye karşı olan ortaklar şirketten hisselerini piyasa değerinden paraya çevrilmesini talep etme hakkına sahiptirler. Bu tip talepler toplantıdan sonra bir ay içinde yazılı olarak yapılırsa geçerli olmaktadır.

Kamuyu aydınlatma şartları

Borsaya kote olan şirketler, şirketin hisse senedinin değerini etkileyecek şeyleri Menkul Kıymet İşlem Kanunu ve Helsinki Borsası Etik Kurallarına göre açıklamak zorundadır. Bu genel şartlar ve ilave şartlar birleşmede kote olan şirkete ve aynı grup şirketine de uygulanmaktadır.

Eğer bir kote şirket diğer bir kote olan şirket ile birleşirse bu şirketler birleşme prospektüsü hazırlamak zorundadır. Prospektüs hisse senedi ihracındaki prospektüs ile aynı bilgileri taşımalıdır.

Ayrıca the Restrictive Trading Practices Act'a göre piyasada baskın durumdaki bir şirket rekabet otoritesine piyasadaki rekabeti etkileyebileceği düşüncesi ile bütün şirket kontrolünü sağlayan anlaşmaları açıklamak zorundadır.

Finlandiya'da şirketler kanunu tarafından şirket ele geçirmeleri direkt olarak düzenlenmemiştir. Fakat Şirketler Kanunu'nun bazı düzenlemeleri ve Menkul Kıymet

İşlem Kanunu ve Helsinki Borsası Etik Kuralları spesifik düzenlemeleri ve the Restrictive Practice Act rekabeti koruyucu düzenlemeleri bulunmaktadır.

Genellikle edinme (acquisition) şirket hisse senedinin alım ve satımı ile veya alternatif olarak hedef şirketin varlıklarının edinimi ile iki şekilde yapılmaktadır. Şirketler kanununa göre tek başına veya bağlı ortaklıklarla birlikte edinilen kısım hedef şirketin sermayenin %90'nını geçerse, kalan %10 hisse senedi eğer azınlık hisse senedi sahipleri tarafından talep edilmesi halinde zorunlu olarak alınmak zorundadır.

Ortakların korunması

Şirketler kanununa göre, kim hisse senetlerinin halka arzından sonra şirketin üçte ikisini edinirse, kalan hisse senetlerini cari piyasa değerinden (piyasa değeri geçen iki ayın ortalama kote fiyatı) alım teklifi yapmak zorundadır. Eğer şirket kendisi veya bağlı ortaklıkları ile birlikte başka bir şirketin 9/10 sermayesine sahip ise şirketler kanunu hisse senetlerinin zorunlu alım ve satımını emretmektedir.

Acquisition ile ilgili kamuyu aydınlatma şartları

Genel kural olarak Menkul Kıymetler İşlem Kanunu ve Helsinki Borsası Etik Kuralları altında şirketler ana şirket/bağlı şirket ilişkisinden oluşan başka bir şirketi elde tuttuğunu açıklamak zorundadır. Menkul Kıymetler İşlem Kanununa göre ortaklar kayıtlı bir şirketin oy gücünün 1/10, 1/5, 1/3, 1/2 veya 2/3 ünü geçtiği zaman ve aynı zamanda elinde bulundurduğu tutar bu limitlerin altına indiği zaman açıklama yapmak zorundadır. Helsinki Borsası Etik Kuralına göre, kote olan bir şirket kendisi tarafından veya aynı gruptaki başka bir şirket tarafından bir şirketin %50 sinden fazlasını edinmesi halinde, edinilen hedef şirketin önemli bir kote şirket kabul edilmesi durumunda açıklama yapılması zorunludur. Hedef şirketin eğer bilanço toplamı toplam kote şirketlerin konsolide bilançolarının %10'nunu geçiyorsa hedef şirket önemli olarak kabul edilmektedir. Başka bir deyişle eğer kote bir şirket veya aynı gruba ait başka bir şirket bir şirketi tamamıyla satın alır veya edinirse veya hisse senedinin feragatı ile kısmen sahip olursa bu tip işlemlerde ödenen tutarın kote olan

şirketlerin konsolide bilânçolarının % 10'unu geçmesi halinde açıklama yapılması gerekmektedir.

II-5. İtalya

İtalya'da çağrıda bulunularak teklif yapılması (tender offer) ile ilgili kural, Milano Borsası tarafından adapte edilen The Code of Conduct ve Consob kanununda bulunmaktadır. The Code of Conduct'a göre bir teklif hedef şirketin en az %10'una yapılmalıdır. Eğer teklifi yapan hali hazırda hedef şirketin %50 sine sahip ise teklif herhangi bir oranda yapılabilir. Teklifin süresi 25 günden az 45 günden çok olamamaktadır. Teklifi yapan Consob'a teklifin detaylarını içeren bir prospektüs sunar. Consob'un prospektüsü incelemesi, ilave bilgi talebinde bulunması veya prospektüsde gerekli değişiklikleri yapması için 20 günü vardır. Eğer teklif eden(offeror) gerekenleri tamamlayamazsa Consob'un işlemi durdurma yetkisi ve suçluyu uygulamanın cezalandırılması için savcıya bildirme yetkisi vardır.

Teklif yapan ve teklif yapılanın yükümlülükleri;

Eğer satın almaya ilişkin bir kamuya açık teklif yapılmışsa Consob'un bilgilendirildiği tarihten itibaren teklifi yapanın ve hedef şirketin belli yükümlülükleri söz konusu olmaktadır;

-Yıllık hesaplar (bilanço ve kar zarar hesapları), yasal bağımsız denetçi raporu ve yönetim raporu (directors report) ile birlikte bağlı şirketler listesi ve bunların hesapları Consob'a en az AGM'den 20 gün önceden verilmek zorundadır.

-Maddelerdeki her hangi bir değişiklik, borç senedi ihracı veya birleşme yönetim raporu ile birlikte bu konuda karar vermek için toplanan olağanüstü genel kurul toplantısından en az 40 gün önce Consob'a bildirilmek zorundadır.

-Toplantının bütün dakikaları konuya ilişkin kararlarla birlikte kararların geçmesinden sonra Consob'a 30 gün içinde verilmek zorundadır.

-Yarı yıl sonuçları ve ara kar dağıtım kararları da Consob'a yarı yılın bitiminden sonra 4 ay içinde verilmek zorundadır.

- Consob topladığı bilgileri kendisi yayınlatabilir veya şirket idarecilerinden yayınlanmasını isteyebilir.

II.6. Hollanda

Hollanda'da merger terimi hisse senedi elde edilmesi ve varlık elde edilmesi için kullanılmaktadır. Social and Economic Council(SER) tarafından birleşme kuralları Merger Code düzenlenmiştir. Code SER'nin atadığı The Merger Panel tarafından yönetilmektedir. Merger Code'un I. bölümü hisse senetlerini halka arz eden aşağıdaki özellikteki şirketlere uygulanmaktadır.

- Bir Hollanda firması Amsterdam Menkul Kıymetler Borsası'na veya ona paralel bir piyasada;
- veya düzenli olarak Hollanda tezgah üstü piyasasında işlem görüyorsa Merger Code uygulanmaktadır.

Eğer bir teklif, teklif eden tarafından Amsterdam Borasının fiyat listesinde veya basın yoluyla duyurulmuşsa halka teklif yapılmış demektir. Her iki durumda da hisse senedi değişim fiyatı belirtilmelidir. Merger Code'un 1. bölümü aynı zamanda Hollanda şirketi tarafından Amsterdam Borsasında kote olan yabancı şirket hisse senetleri için yapılan teklifleri de kapsamaktadır.

Merger Code'un amacı hedef şirket hisse senedi sahiplerine zamanında ve uygun bilgileri sağlamaktır. Bölüm 1 şunları kapsamaktadır;

- Kısmi teklif yapılmasına karşı yasaklama
- İçerden öğrenenlerin ticaretini önleyici düzenlemeler
- Teklif dokümanında olması gereken minimum şartlar
- Sunulan bilgilerle ilgili prosedür kuralları

Piyasanın hedef şirketin hisse senetlerinin fiyatını adil olarak yansıtması için Merger Code çeşitli durumlarda kamuya duyuru yapılmasını gerekli kılmıştır. Kamuya duyuru yapılmadan önce yapılacak bütün duyuruların bir kopyası Merger Panel'e, borsaya ve sendikaya verilmelidir. Ayrıca Hollanda'da Avrupa Birliği düzenlemelerindeki gibi teklif dökümanında yer alması gereken bilgiler düzenlenmiştir.

II-7. Danimarka

Borsaya kote bir şirket için yapılan satın alma teklifi Kopenhag Borsası'nın (Copenhagen Stock Exchange-CSE) etik kurallarına uymak zorundadır. Günlük gazetelerde yayınlanmak zorunda olan satın alma teklifinde aşağıdaki bilgiler bulunmalıdır.

- Yatırımcının kimliği
- Teklif edilen fiyat
- Teklifte beraber sunulan şartlar
- Ödeme zamanı ve şekli
- Kabul için makul bir süre (emredici bir minimum zaman limiti olmamakla beraber, 5 çalışma gününden az olması mümkün değildir)

Borsa etik kuralı, bir yatırımcının %10 sermayeye veya oy hakkına sahip olması halinde sahip olunan şirket tarafından hemen bildirim yapılmasını gerektirmektedir.

III- TÜRK MEVZUATI

Birleşme devir işlemleri temel olarak TTK da düzenlenmişse de halka açık şirketler için TTK da herhangi bir ilave düzenleme bulunmamaktadır. TTK'nın md. 146-151 hükümlerinde ticari ortaklıkların birleşmesi ele alınmaktadır. Anonim şirketlerin devralınmasına ilişkin düzenlemeler ise TTK md.451-452 de yer almaktadır.

Diğer ülke düzenlemelerinde birleşme ve ele geçirmeler ile ilgili olarak temelde rekabetin korunması yönünde rastlanan düzenlemelerin eksikliği ülkemizde, rekabetin korunması ile ilgili 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanunun çıkarılması ile giderilmiştir. Kanun rekabeti önleyici birleşme ve devralmaları yasaklamıştır.

Sermaye Piyasası Kanununun 16. maddesi 3. fıkrasında, Kurul'un Kanun kapsamındaki şirketlerin devir ve birleşmesinde bağımsız denetim raporu isteyebileceği belirtilmiştir. Ayrıca Kanunun 16/A maddesi pay sahiplerine çağrıda bulunarak

hisse sendi toplanması veya ortaklığın pay dağılımını önemli ölçüde değişmesi sonucu veren hisse senedi el değiştirmelerinde birleşme ve devirde kamuyu aydınlatmayı sağlamak açısından düzenleme yetkisi vermiştir.

Kurulun Seri IV, No:8 sayılı Tebliği'nin 3. bölümünde pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplanmasına ilişkin esaslar belirlenmiştir. Ayrıca tasarruf sahiplerini zamanında bilgilendirmek amacıyla Seri VIII, No:20 sayılı "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" düzenlenmiştir. Bu Tebliğ'de madde 3-A(a), madde 3-A(b), madde 3-F(a) kamunun aydınlatılması açısından ortaklık sermaye yapısındaki hangi değişikliklerin açıklanması gerektiği hususlarını içermektedir.

Seri X No:7 sayılı "Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkında Yönetmelik Hükümlerine Göre Özel Denetlemeye Tabi Ortaklıkların Belirlenmesi Hakkında Tebliği'nin madde 1-b'de özel denetime tabi şirketler arasında hisse senetleri halka az edilen veya edilmiş sayılan anonim ortaklıklardan bir başka anonim ortaklıkla birleşen veya diğer bir anonim ortaklığa devir veya katılmaya taraf olanlar sayılmıştır. Ayrıca Seri X No:9 sayılı Tebliği'nin 6. maddesine göre devir ile ilgili özel denetim sözleşmesi bunlara ilişkin kararların alınacağı genel kurul toplantı tarihinden en az iki ay önce yapılmış olması gerekmektedir.

Diğer ülke uygulamalarındaki gibi borsaya kote olan bir şirketin birleşme veya ele geçirilmesi ile ilgili olarak rastlanan borsa kuralları İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda mevcut olmayıp konuyla ilgili olarak Kurul'un yaptığı düzenlemeler baz alınmaktadır.

Kurul tarafından yapılan düzenlemeler ise genelde ele geçirme ve kamunun aydınlatılmasına yönelik olup, halka açık bir şirketin başka bir şirketle birleşmesi durumuyla ilgili düzenlemeler sadece Seri 1 No:22 sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin Bölünme ve birleşme başlıklı D bölümünde yer almaktadır. Fakat gerek TTK gerekse sermaye piyasası

mevzuatına göre yapılan birleşme ve devralmalarda borsada işlem gören şirketlerin senetlerinin yeni senetler ile değiştirilmesi sırasında borsa işlemlerinin geçici süreyle de olsa durdurulması gündeme gelmektedir. Bunun temel nedeni; Seri I No:22 sayılı Tebliğ'de Kurul kaydına almada sermaye artırımına ilişkin olağanüstü genel kurul kararının tescil ve ilan edildiği Ticaret Sicili Gazetesi istenmesi ve sonra sermaye artırım izni verilmesidir. Böylece birleşme ile ilgili sermaye artırımını genel kurulunun yapılmasından sonra birleşme gerçekleşmiş olmasına karşın, birleşme sonucu artırılması gereken sermaye izninin alınmamış ve artırımda verilmesi gereken hisse senetlerinin bastırılmamış olmasından dolayı borsada işlemlere ara verilmektedir. Bu nedenle borsada işlem gören şirketlerin birleşmelerinde şirket ortaklarının borsada olabilecek kesinti nedeniyle mağdur olmamaları için gerekli düzenlemenin yapılması gerekmektedir.

IV- DEĞERLENDİRME

Birleşme ve ele geçirme konusunda hemen hemen tüm ülkelerde az veya çok kapsamlı bir şekilde hukuki düzenlemede bulunulmuştur. Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde, sermaye piyasalarının temel esasları olan fırsat eşitliği ve kamuyu aydınlatma ilkeleri çerçevesinde şirket ele geçirmeleri ve birleşmeleri hukuki düzenlemelere konu olmaktadır. Birleşmelerde kamuyu aydınlatmada borsaların ve öz düzenleyici kurumların belirledikleri kurallar ön plana çıkmaktadır.

Avrupa Birliği düzenlemelerinde yer alan birleşmeler geniş anlamda rekabetin korunması yönündendir. Bunun dışındaki düzenlemeler şirketler kanununda yer almaktadır. Şirket birleşmeleri Avrupa Birliği tarafından 1978 yılında düzenlenmişken şirket kontrolünün ele geçirilmesi 1989 yılındaki tasarı ile gündeme gelmiştir. Bu konuda yoğun uygulama ve deneyime sahip olan İngiltere Avrupa Birliği düzenlemelerinde etkili olmuştur.

Avrupa Birliği'nin şirket birleşmelerini düzenlediği direktifte, Türk mevzuatına göre oldukça ayrıntılı düzenlemelere yer verilmiştir. Şirketlerin direktifte ayrıntılı formatı belirtilen bir birleşme taslağı hazırlamaları ve söz konusu taslağın bilirkişilerce

incelenmesinin zorunlu tutulması ve hazırlanan birleşme taslağının genel kuruldan 1 ay önce yayınlanma zorunluluğu konusu Türk mevzuatında düzenlenmemiştir.

Avrupa Birliği uygulamalarının Türkiye açısından örnek alınabilecek tarafları bulunmaktadır. Kurulumuz açısından birleşme ve ele geçirmelerle ilgili yapılacak düzenlemelerde temel amaç birleşen şirket ortaklarının haklarının korunması ve birleşmelerin onaylanmasından önce birleşme şartlarının tam ve doğru biçimde ortaklara sunulmasının sağlanmasıdır. Bu çerçevede, şirket birleşmelerinde Kurulumuz ile yeni kurulan Rekabet Kurulu arasında koordinasyon sağlanması, borsada işlem gören şirketlerin birleşme veya devralmalarında mevzuat nedeniyle borsa işlemlerinin kesintiye uğramasını önleyici düzenlemeler yapılması ve kamunun aydınlatılması amacıyla ayrıntılı birleşme taslağı hazırlanmasının sağlanması gerektiği düşünölmektedir.

Rüya ESER
Uzman