

# HALKA AÇIK ŞİRKETLERİ SORUŞTURMAK



Faik Metin Tiryaki  
Rekabet Kurumu Başkan Yardımcısı

Payların halka arzı ve borsada işlem görmeye başlamasından sonra, finansal tabloların kamuya açıklanması ve özel durum açıklamalarıyla, yatırımcılar anonim ortaklığın durumu hakkında sürekli bilgilendirilmektedir

**H**alka arz, sermaye piyasası araçlarının alınması için kamuya yapılan çağrının ardından yapılan satışı ifade eder. Payların - eski tabiriyle hisse senedinin - halka arzı ise bir anonim ortaklığın sermaye artışı yoluyla çıkaracağı payların ya da mevcut sermayedarlerin sahip olduğu payların halka - yatırımcıya - satışidir. Halka arz ve halka satılma kavramları, özü itibarıyla şahsen bilinmeyen, kimliği belli olmayan kişileri ifade etmektedir. Bu bakımdan alıcı ve satıcıların birbirlerini tanıdığı yani kimliği belli kişiler arasında gerçekleşen birleşme, devralma ve ortak girişimlerin çoğunluğu - Special Purpose Acquisition Company (SPAC) aracılığıyla yapılanları ayırmak şartıyla - bir halka arz olarak kabul edilmez.

Halka arz, şirketler bakımından önemli bir aşama olmakla beraber, halka arz yoluyla payları satın alan yatırımcıların sahip oldukları bu payları istedikleri zaman satıp tekrar alabilmelerine imkân sağlamak üzere payların borsada işlem görmesi de elzendir. Bu süreç de borsa kotuna alınma olarak ifade edilmektedir.

Ülkemizde halka arz ve borsa kotuna alınma, Sermaye Piyasası Mevzuatında ve Borsa İstanbul A.Ş.'nin alt düzenlemelerinde detaylı biçimde düzenlenmiştir.

Söz konusu düzenlemelerin temeli yatırımcıların "tam ve doğru biçimde bilgilendirilmesi" esasına



dayanmaktadır. Örnek vermek gerekirse, iflas riski taşıyan bir anonim ortaklığın 6 ay içinde iflas etme riskinin yatırımcılara açık bir biçimde anlatılması suretiyle halka açılmasında teorik olarak sakınca bulunmamaktadır. Yatırım yapıp yapmama kararı, tam ve doğru bilgilendirilen yatırımcıya aittir.

Payların halka arzı ve borsada işlem görme sürecinde, yatırımcının bilgilendirilmesi amacıyla, uluslararası düzenleme ve standartlar da dikkate alınarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenen şekilde izahname ve tasarruf sahiplerine satış duyurusu hazırlanır. Bu belgeler anonim ortaklık ve halka arz işlemine aracılık eden aracı kurum tarafından imzalanarak kamuya açıklanır. Diğer bir deyişle, "ey yatırımcılar şirketin durumu bu, karı/zararı belli, gel bak incele işine gelirse satın al" denilmektedir.

Payların halka arzı ve borsada işlem görmeye başlamasından sonra ise, finansal tabloların kamuya açıklanması ve özel durum açıklamalarıyla, yatırımcılar anonim ortaklığın durumu hakkında sürekli bilgilendirilmektedir.

Burada bir parantez açmamız gerekiyor: Sermaye Piyasası Kanunu'nun 106 ncı maddesinin birinci fıkrası uyarınca; doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye

piyasası araçları için alım ya da satım emri vermek veya verdiği emri değiştirmek veya iptal etmek ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin etmek bir suçtur. Benzer şekilde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından; yatırımcıların, ihraççıların ve ilgili tarafların zamanında, tam ve doğru bilgilendirilerek sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin sağlanmasına ilişkin usul ve esasları düzenlemek üzere II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği çıkarılmıştır.

Ara bir sonuç olarak, halka arz sonrasında yatırımcıların alım satım kararlarını etkileyebilecek gelişmeler sürekli kamuya açıklanır. Bu yatırımcıların "tam ve doğru bilgilendirilmesi" ilkesinin de doğal bir sonucu olup ihlali ciddi müeyyidelere bağlanmıştır.

Rekabet Kurulunun, 4054 sayılı Rekabet Korunması Hakkındaki Kanun (4054 sayılı Kanun) kapsamında gerçekleştirdiği incelemeler ve soruşturmalar da yatırımcı kararlarını etkileyebilecek nitelikte olup, kamuya açıklanması gerekmektedir. Rekabet Kurumu tarafından soruşturma açma/kapamaya ilişkiler bilgileri kamuya paylaşılmakta, 4054 sayılı Kanunun bir gereği olarak kararlar kamuya açıklanmaktadır.

KAP'taki (Kamuya Açıklama Platformu) kamuya açık bilgilerden yararlanarak halka açık ve borsada işlem gören anonim ortaklıkların rekabet ihlallerine ve/veya ihlal iddialarına ilişkin olarak yapılan temel açıklamalar şunlardır:

- Finansal rapor dipnotlarında ve/veya faaliyet raporlarında açılan veya devam eden soruşturmalar hakkında bilgi verilmesi.
- Rekabet ihlali isnadıyla ilgili soruşturma açılması kararının bildirilmesi ve soruşturma sonucunda alınan kararın özel durum açıklamasıyla kamuya açıklanması.
- Soruşturma dışında Rekabet Kurulu tarafından verilen idari para cezalarının özel durum açıklamasıyla bildirilmesi.
- Birleşme/devralma başvuruları, bu başvurulara izin verilmesi ve nihai incelemeye alınma kararlarının özel durum açıklamasıyla bildirilmesi.

Öte yandan, soruşturma açılıp açılmamasına karar vermeye yardımcı olması amacıyla Rekabet Kurulu tarafından açılan ve hazırlık işlemi niteliğindeki "ön araştırmalar" ile niteliği itibarıyla gizli olması gereken "yerinde incelemelere" ilişkin olarak KAP'ta bir bildirim yer almamaktadır.

Esasen, sonuçları itibarıyla ağır bir idari para cezasına maruz kalma - yerine göre davranışsal ve yapısal tedbirlerle şirketin faaliyet ve iş modelinin değişebilme ihtimali - dikkate alındığında "yerinde inceleme yapılması" ve "Önaraştırma" kapsamında denetime tabi tutulma da yatırımcı kararlarını etkileyecek niteliktedir.

**Peki, halka açık ve borsada işlem gören bir**



## **anonim ortaklık tam olarak ne olacağı belli olmayan bir durumu yatırımcılarına açıklamalı mıdır?**

Sorunun cevabını sermaye piyasası mevzuatı içinde bulabiliriz. II-15.1 sayılı Özel Durumlar Tebliği çerçevesinde; sorumluluğu kendisine ait olmak üzere ihraççılar (halka açık anonim ortaklık), içsel bilginin açıklanmasını meşru çıkarlarının zarar görmesini önlemek amacıyla – sebepleri ortadan kalkınca gerekçeleri ile kamuya açıklamak şartıyla- erteleme yetkisine sahiptir. Meşru çıkarın ne olduğuyla ilgili bir kılavuz veya kamuya açık örnek karar bulunmamakla beraber; ihale sürecinde bulunulması, devralma anlaşmasının gizliliğini korumak literatürde örnek olarak verilmiştir.

Örnekler içine Rekabet Kurumu tarafından “yerinde inceleme yapılması” ve “ön araştırma yapılmasının” da, eğer mevzuattaki diğer şartlar da varsa, eklenebilmesi mümkündür.

## **Peki, Rekabet Kurumu'nun yürüttüğü soruşturmanın halka açık şirketlerin pay değerlerine etkisi var mı?**

Avrupa Komisyonunun yürüttüğü rekabet soruşturmaları ve cezalarının sermaye piyasası araçlarının etkisine yönelik çalışmada rekabet otoritesinin “yerinde inceleme yapması” pay değerinde %2,89 ve ihlal kararıyla verilen para cezasının ise %3,57 oranında azalışa neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. (Aguzzoni/Langus/Motta)

Ülkemizde, rekabet ihlallerinin yatırımcı kararlarını ne şekilde etkilediğine dair 3 adet çalışmada elde edilen sonuçlar ise aşağıda yer almaktadır.

● Borsa İstanbul'da payları işlem gören 9 banka hakkında rekabet soruşturması açılmasının pay değerinde %2,6 ve ihlal kararıyla verilen para cezasının ise %0,8 oranında azalışa neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. (Özbuğday)

● Borsa İstanbul'da payları işlem gören anonim ortaklıklara rekabet hukuku kapsamında ceza verilmesinin pay değerinde %1,87 oranında negatif birikimli anormal getiri tespit edilmiştir. (Bülbül)

● Borsa İstanbul'da payları işlem gören 4 perakendeci anonim ortaklık hakkında yapılan rekabet ihlali tespiti ve cezanın ise pay değeri üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. (Sakarya/Çalış)

Rekabet Kurumunun açtığı soruşturmanın, rakamlara ve endekslere yansımadağı sonucuna ulaşmakla beraber; yatırımcıların temel analiz yerine teknik analize öncelik verdiklerinden dolayı mı? yoksa “tam ve doğru” bilgilendirilmedikleri için mi? yoksa son seçenek olarak açılan soruşturmanın ve verilen cezaların şirket performansına etkisi olmadığını düşündüklerinden mi? pay değerine etkilenmediği sorusu açıkta kalmaktadır.