



EMO'DAN TELEKOM'DA HALKA ARZA DAVA

Elektrik Mühendisleri Odası (EMO), Türk Telekomünikasyon A.Ş.'deki Hazine'ye ait yüzde 15'lik hissenin yüzde 60'lık bölümü yurtdışına olmak üzere yapılan halka arz işleminde hisse değerinin düşük tutulması, değer tespitinde kamu yararına aykırı uygulamalar gibi nedenlerle satış işlemine karşı yargıya başvurdu. Danıştay'a 24 Haziran 2008 tarihinde yapılan başvuruda, "satışa ilişkin ön talep ve kesin talep duyurularının, bu duyuruların dayanağı olan idari işlemlerin, halka arz fiyat aralığını belirleyen Bakanlar Kurulu kararı ile Değer Tespit Komisyonu kararının" iptali ve yürütmesinin durdurulması istendi.

Dilekçede "Dava konusu özelleştirme işleminde belirlenen fiyat aralığı, mevzuatta belirlenen usule, günün ekonomik koşullarına aykırı olduğu gibi, Türk Telekom'un gerçek değerini yansıtmaktan da uzak kalmıştır" denildi. Halka arzda kullanılacak fiyat aralığının Bakanlar Kurulu'nun 21 Nisan 2008 tarihli kararı ve Değer Tespit Komisyonu'nun 23 Nisan 2008 tarihli kararıyla belirlendiği dilekçede, Türk Telekom'un özelleştirilmesine ilişkin hükümlerin yer aldığı 406 sayılı Telgraf ve Telefon Kanunu'nda değer tespit sonuçları hakkında "nihai karar verici" olarak Bakanlar Kurulu gösterilmişken,

Bakanlar Kurulu kararından iki gün sonra Değer Tespit Komisyonu kararı verildiğine dikkat çekildi. Bu durum dilekçede, "Bakanlar Kurulu'nun hukuka aykırı bir yetki devriyle değer tespiti yoluna gidilmiş olma ihtimali bulunduğu gibi, nihai kararın yetkili Bakanlar Kurulu kararı ile verilmediği de açıktır. Bu nedenle, değer tespiti işlemi yetki açısından hukuka aykırılık taşımaktadır" şeklinde değerlendirildi.

Tek Yöntemle Değer Tespitine İtiraz

Halka arzı ilişkin izahnameye göre hisse değerinin belirlenmesi için benzer şirketlerle karşılaştırmalı analiz çerçevesinde Şirket Değeri (ŞD)/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) 2008 çarpanının esas alındığı kaydedildi. 406 sayılı yasaya göre şirket değerinin değer tespit komisyonlarınca "uluslararası finans

ve sermaye piyasalarında kabul görmüş değerlendirme yöntemleri" ile belirlenmesinin öngörüldüğü, yine Özelleştirme Yasası'nda da 15 yöntem sıralandığı ve en az 2 yöntemin birlikte kullanılmasının öngörüldüğü anlatıldı. Tek bir yöntemle değer tespiti yapılmış olmasının sakıncaları dilekçede şöyle ortaya konuldu:

"Satılan hisselerin kamuya ait olması ve ülkemizin en önemli ve büyük halka arz işleminin gerçekleştirilmesi ve Türk Telekom'un ilk defa halka arz edilmesi gibi nedenlerle, Türk Telekom'un değerinin birçok yöntem kullanılarak ortaya çıkartılması ve kamu yararı açısından en uygun fiyatın belirlenmesi zorunluluğu bulunmaktadır. Oysa tek bir tahmini çarpan üzerinden değer belirlenmiştir. 4046 sayılı Yasa'da yöntemlerden 'en az ikisini uygulamak' zorunlu tutulmuş, 406 sayılı Yasa'da ise 'değerlendirme yöntemleri kullanmak'tan söz edilmiştir. Bu durumda, ülkemizin en önemli halka arzı olarak sunulan bir özelleştirme işleminde, gerçek değer bulunması ve çeşitli yöntemlerle ortaya çıkan değerlerin denetlenebilmesi için pek çok değerlendirme yöntemi kullanılması gerekirken, tek bir tahmini çarpan yöntemiyle değer tespit edilmiş olması, yasaya ve kamu yararına aykırılık taşımaktadır."



Yanlış Veri Kullanılmış

Kullanılan değer tespit yönteminin göreceli bir değerlendirmeyi içerdiği belirtilen dilekçede, kıyaslama açısından tercih edilen şirketlerin doğru tespit edilip edilmemesi yanında, tercih edilen şirketlerin ŞD/FAVÖK 08 çarpanlarının doğruluğu konusunda da çeşitli şüpheler bulunduğu kaydedildi. İzahnamedeki bilgilere göre değer tespitinde dikkate alınan ve 4.8 ile en düşük çarpanı oluşturan Telenor ASA'nın gerçek değerinin 6.8 olduğu, satışa aracılık eden kurumlardan biri olan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin de bu değeri kullandığına dikkat çekildi. Bu durumda Telekom'un değer tespitinde dikkate alınan en yüksek çarpanın da 5.4'ten 6.8'e çıktığı, bunun da şirket değerinin üst sınırını 18.4 milyar dolardan 23.12 milyar dolara yükselttiği ve hisse başına fiyat aralığında tavanın 4.70 YTL değil 6.16 YTL olacağı bildirildi.

Belgelerde Değer Karmaşası

Tek bir değerlendirme yönteminin kullanılmış olmasının yarattığı sakıncalar yanında seçilen şirketlere ilişkin değerlerin de hatalı olduğu ifade edilen dilekçede, İş Yatırım Menkul Değerler'in Telekom'un değerini yatırımcılara 19.3 milyon dolar ile 20.5 milyon dolar aralığında sunduğu belirtildi. İş Yatırım'ın yüzde 20 iskonto sonrası ise Telekom değerini 15.4 milyon dolar-16.4 milyon dolar aralığında gösterirken, satış için belirlenen piyasa değerinin 10.6 milyon YTL olduğu bilgisine de yer verdiğine dikkat çekildi.

SPK'nın Uluslararası Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliğ'de yer alan değerlemeye ilişkin kriterlere dikkat çekilen dilekçede, şöyle denildi:

"Dava konusu halka arz işlemine ait izahname incelendiğinde, Türk Telekom'un piyasa değerinin bulunması için seçilen şirketler ve yapılan karşılaştırmanın makul olup olmadığı konusunda bilgi verecek

derinlemesine ve tarafsız bir araştırma yapıldığına dair veri olmadığı gibi, şirketler arasında nitel ve nicel farklılıklar ile benzerliklerin karşılaştırmalı analizine ilişkin bilgi de bulunmamaktadır. İş Yatırım Menkul Değerler'in broşüründe yer alan bilgilerin doğru olması halinde, İzahname'de yer verilen bilgilerin yanlış olması, tersi halinde ise İş Yatırım Menkul Değerler tarafından yatırımcıların yanıltılmış ve Türk Telekom'un değerinin olduğundan fazla gösterilmiş olması durumu söz konusu olacaktır. Bu durum dahi başlı başına yatırımcıları yanıltıcı nitelikte işlem olması nedeniyle, dava konusu işlemi de hukuken sakatlamaktadır."



Şirketin değerinin belirlenmesinde benzer şirketlere göre yapılan değer tespitinden Avea hisselerinin alımı nedeniyle yapılan borçlanma da dahil olmak üzere Türk Telekom'un uzun vadeli borçlarının da çıkarıldığına işaret edildi. Telekom'un kamuya ait yüzde 15 oranındaki hissesinin satışı öncesinde şirketin borçlandırıldığı, geçici ve istisnai bir durum olan bu borçlanmanın da şirket değerinden düşüldüğü ifade edilen dilekçede, şöyle denildi:

"Türk Telekom'un kamuya ait hisselerinin satışı öncesinde borçlandırılmasının kamu yararına aykırı olması yanında, geçici ve istisnai bir borcun Şirket'in değerini düşürücü bir etken olarak

kullanılması ve bu dönemde Dünya piyasalarında yaşanan durgunluğa rağmen T. Telekom'un performansında herhangi bir olumsuzluğun bulunmamasına rağmen Şirket'in değerinin düşürülmesi de kamu yararına aykırılık taşımaktadır.

Satış Fiyatı Düşük Tutuldu

Türk Telekom'un yüzde 15 oranındaki hisselerinin halka arzı için belirlenen fiyat, ulusal ve uluslararası piyasalarda son derece düşük olarak yorumlanmıştır. Yapılan yorumlarda, Türkiye'nin içinde bulunduğu cari açık sorunu nedeniyle Telekom özelleştirmesini yaptığı ve değerinin gelişmekte olan ülkelerdeki benzer şirketlerden yüzde 52 seviyelerinde düşük tutulduğu belirtilmektedir. Nitekim arz edilen paylar yüksek katımlı bir taleple karşılaşmıştır. Diğer yandan T. Telekom'un halka arz edildiği yabancı piyasalarda satılan halka arzın yüzde 60'lık bölümünü oluşturan hisselerin kimlere satıldığı ve bu alıcılara avantaj sağlama amacının taşınıp taşınmadığı gibi sorular da kamuoyunda kuşkuya neden olmuştur.

Tek bir değerlendirme yönteminin kullanılması ve üstelik bu yöntemin uygulanması sırasında kullanılan kat sayıların ve Türk Telekom'un tahmini FAVÖK değerinin düşük tutulması, kamunun yüzde 15'lik hissesinin piyasa fiyatlarının çok altına el değiştirmesine neden olmuştur."

Bakanlar Kurulu'ndan 2 Ayrı Fiyat

TBMM'de kabul edilen 2008 yılı bütçesinde Telekom'un yüzde 15'lik hissesinin satışından 3.9 milyar YTL gelir öngörüldüğü, ancak aynı dönemde alınan Bakanlar Kurulu kararıyla belirlenen hisse fiyatıyla elde edilen gelirin 2.4 milyar YTL'de kaldığı, dolayısıyla Bakanlar Kurulu'nun iki ayrı değerlendirilmesinde iki ayrı fiyat biçildiğine dikkat çekildi.

"T. Telekom gibi son derece karlı ve ülkemiz insanının birikimleriyle oluşturulmuş bir değerdir ve bu değer halka yaygınlaştırılması amaçlanıyorsa, bunun küçük yatırımcılar başta olmak üzere yerli yatırımcılara öncelik tanınarak gerçekleştirilmesi kamu yararının gereğidir" denilen dilekçede, yurtdışı yatırımcılardan bu kesime ayrılan hisselerin 4.7 katı, yurtdışı yatırımcılardan ise 4.3 katı talep geldiği anımsatıldı. Dilekçede, yapılan satış işlemiyle ilgili şu bilgilere yer verildi:

Yabancıya Satış Eleştirisi

"Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın açıklamasından anlaşılacağı gibi kesin talep döneminde yurtiçi yatırımcılardan 4.6 milyar YTL'lik talep gelmesine rağmen bu talep büyük oranda karşılanmamıştır. 2.4 milyar YTL olan toplam sağlanan gelirin, yurtdışındaki yatırımcılar tarafından rahatlıkla kar-

şılanabileceği görülmektedir. Yapılan işlem ile bu hisselerin 1.15 milyar ABD dolarlık kısmının, yurtdışında yerleşik kurumsal yatırımcılara verdiği, yurtdışındaki alım gücü yüksek taleplerinin yalnızca yüzde 6 oranında karşılandığı anlaşılmaktadır. Bu denli yüksek talebe rağmen, gerçekleşen satış fiyatı, hisse fiyatının üst birimi olan 4.70 YTL değil, 4.60 YTL şeklinde oluşmuştur."

Değerde Yetki Karmaşası

Dilekçede, değer tespiti ve satış zamanlaması ile ilgili olarak kamu yararına aykırılıklar şöyle anlatıldı:

"Halka arz işleminde büyük oranda yurtdışında bulunan yatırımcıların hedeflendiği, söz konusu işlem ile AKP Hükümeti'nin "nakit sıkıçlığına" cari açık konusunu da gözeterek çözüm arayışına girdiği söylenebilir. Türk Telekom'un halka arzı için seçilen zamanlama, dünya

piyasalarında nakit sıkıntısının yoğun olarak hissedildiği bir döneme denk gelmiştir. Bu dönemde işlemin gerçekleşebilmesi için fiyat aralıklarının bilinçli bir biçimde, Şirket'in değerini yansıtmayacak oranda düşük belirlendiği görülmektedir. Uluslararası piyasadan gelen taleplerin önemli oranda karşılanmasının tercih edilmesi, işlemin 'cari açık' kapatmak için acil olarak yapıldığına yönelik yorumları kuvvetlendirmektedir. Hisselerin satışına ilişkin alınan Bakanlar Kurulu Kararı'nda 31.12.2008 tarihine kadar süre içerisinde en uygun zamanın seçilmesi İhale Komisyonu'na bırakılmış, İhale Komisyonu yılın ilk aylarında satış gerçekleştirilmiş ve piyasaların durgun olduğu gerekçesiyle bilinçli olarak düşük bir fiyat belirlenmesi yoluna gidilmiştir. Bu durum da, yapılan satış işlemi yasayla belirlenmiş amaçlara ve kamu yararına aykırı kılınmıştır." ◀

