

Bu bölümde yer alan açıklamalarımız, Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.'nin ("**Şişecam**"), Anadolu Cam Sanayii A.Ş. ("**Anadolu Cam**"), Denizli Cam Sanayii ve Ticaret A.Ş. ("**Denizli Cam**"), Paşabahçe Cam Sanayii ve Ticaret A.Ş. ("**Paşabahçe**"), Soda Sanayii A.Ş. ("**Soda Sanayii**") ve Trakya Cam Sanayii A.Ş.'yi ("**Trakya Cam**") devralmak suretiyle birleşmesi işlemine ilişkin genel bilgilendirme niteliğindedir ve sorulan konunun anlaşılmasında ve değerlendirilmesinde yardımcı olmak amaçlanmıştır.

Açıklamalarımız, sorulan soruda verilen bilgilere ve açıklama tarihinde yürürlükte olan mevzuata (II-23.1 Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği) dayanmaktadır. Bu nedenle, konu ile ilgili mevzuatta veya uygulamada bir değişiklik olması durumunda veya olay/işlem özelinde detaylı bilgi sunulması halinde geçersiz hâle gelebilir veya değişebilir. Bu metinde yer alan açıklamalarımızın sorulara ilişkin ön bilgi vermek üzere sağlandığı göz önüne alındığında, yanıtlarımızın hiçbiri kapsamlı, eksiksiz, kesin veya ayrıntılı değildir ve daha fazla bilgi alındıktan sonra ortaya çıkabilecek ek hususlar olabilir. Metin kapsamında yer verilen bilgiler hukuken bağlayıcı değildir ve belli bir işlemin veya düzenlemenin muhtemel ticari veya teknik sonuçlarına dair herhangi yönlendirme veya bir değerlendirme yapılmamıştır. Bu çerçevede herhangi bir tavsiye içermemektedir ve hukuki görüş niteliğinde değildir.

Şişecam işbu metinde yer alan açıklamalar nedeniyle sorumlu değildir. Şişecam ilgili açıklamaların tarihi itibarıyla yürürlükte bulunmayan ve/veya öngörülemez mevzuat değişiklikleri nedeniyle oluşabilecek uygulama ve görüş farklılıklarından sorumlu tutulamaz. Metinde yer alan bilgi ve açıklamalara dayanılarak yapılacak herhangi bir işlemde Şişecam'a sorumluluk iddiasında bulunulamaz. İlgililerin, herhangi bir konuda uygulama yapmadan önce konunun uzmanlarından profesyonel yardım ve hukuki görüş alması tavsiye edilir.

#### **1- Ayrılma hakkı nedir?**

**Ortaklıkların önemli nitelikli işlem gerçekleştirmeleri halinde pay sahiplerinin işlemin açıklanmasından önceki maddi menfaatlerini muhafaza etmelerini sağlayacak şekilde paylarını ortaklığa geri satarak, ortaklıktan ayrılmalarına imkân tanıyan kanundan doğan seçimlik bir haktır.**

Ayrılma Hakkı 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 24üncü maddesinde düzenlenmektedir. Madde metni aşağıdaki gibidir:

*“(1) 23 üncü maddede belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy veren ve bu muhalefeti tutanağa geçirten pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahiptir. Kurul, halka açık ortaklığın niteliğine göre, ayrılma hakkını, ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihte sahip olunan paylar için kullanılabilmesine ilişkin esasları belirlemeye yetkilidir. Halka açık ortaklık bu payları pay sahibinin talebi üzerine, Kurulca belirlenecek esaslara göre adil bir bedel üzerinden satın almakla yükümlüdür. Kurul, ayrılma talebine konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin usul ve esasları düzenleyebilir.*

*(2) Pay sahibinin 23 üncü maddede belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılmasına veya oy kullanmasına haksız bir biçimde izin verilmemesi, çağrının usulüne göre yapılmaması veya gündemin gereği gibi ilan edilmemesi hâllerinde, genel kurul kararlarına*

*muhaliif kalma ve muhalefet şerhini tutanağa kaydettirme şartı aranmaksızın birinci fıkrâ hükümü uygulanır.*

*(3) Ayrılma hakkının doğmadığı hâller ile ortaklığa bu hakkın kullandırılması yükümlülüğünden muafiyet verilmesine, bu hakkın kullanılmasına ve adil bedelin hesaplanmasına ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından belirlenir. Kurul ayrılma hakkının kullanılmasına ilişkin bu hususlarda ortaklıkların niteliğine göre farklı usul ve esaslar belirleyebilir.”*

Sermaye Piyasası Kanununun 23üncü maddesi önemli nitelikteki kararları düzenlemekte ve halka açık ortaklıkların dâhil oldukları birleşme işlemlerini önemli nitelikli işlemlerden saymaktadır. Bu çerçevede birleşme işlemleri sonucunda Kanunda ve ilgili SPK düzenlemelerinde yer alan şartlara uyan pay sahipleri ayrılma hakkından yararlanabilirler. Dolayısıyla Şişecam’ın, yürürlükte bulunan II-23.1 sayılı Önemli Nitelikli İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği’nin (“**Önemli Nitelikli İşlemler Tebliği**”)Anadolu Cam, Denizli Cam, Paşabahçe, Soda Sanayii ve Trakya Cam ile birleşmesi işleminde halka açık ortaklıkların pay sahiplerinin ayrılma hakkı bulunmaktadır. (Bu konuda aşağıdaki 10 sorunun cevabının da incelenmesi gerekmektedir).

7222 Sayılı Kanun ile 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 23üncü maddesi yukarıdaki şekilde değiştirilmiş ve bu çerçevede Önemli Nitelikli İşlemler Tebliğinin tadil edilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu’nun internet sayfasında 16 Mart 2020 tarihinde yayınlanan II-23.3 sayılı Önemli Nitelikli İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliğ Taslağı (“**Tebliğ Taslağı**”) kamuoyunun görüşlerine açılmıştır. Hâlihazırda anılan Tebliğ Taslağı yürürlüğe girmemiş olup; mevcut Önemli Nitelikli İşlemler Tebliği geçerliliğini korumaktadır. Bu kapsamda, Şişecam tarafından mevcut kanuni düzenleme ile hâlihazırda yürürlükte olan Önemli Nitelikli İşlemler Tebliği hükümleri dikkate alınarak SPK’ya başvuru yapılmıştır.

## **2- Ayrılma Hakkını Kullanmak Zorunlu mudur?**

*Hayır, ayrılma hakkı seçimlik bir haktır. Pay sahipleri ayrılma haklarını kullanarak paylarını halka açık ortaklığa satmak istemezlerse değişim oranları çerçevesinde hesaplanacak olan paylarını alarak devralan ortaklık olan Şişecam’da pay sahibi olmaya devam edebilirler. Pay sahibine zorla ayrılma hakkının kullandırılması gibi bir durum söz konusu değildir.*

## **3- Şişecam Birleşme İşlemine ilişkin ayrılma hakkı kullanım fiyatları nedir?**

*Şişecam’ın birleşmesi çerçevesinde ödenecek ayrılma hakkı kullanım fiyatları (temettü ödemesi öncesi ve sonrası ayrı bir şekilde gösterildiği şekli ile) aşağıdaki gibidir:*

Ortaklık	Ayrılma Hakkı Kullanım Fiyatı	2019 Temettü Ödemesi	Temettü Ödemesi Sonrasında Net Ayrılma Hakkı Kullanım Fiyatı
Şişecam	5,268	0,142	5,126
Trakya Cam	3,474	0,104	3,370
Anadolu Cam	4,455	0,133	4,322
Paşabahçe	4,296	0,000	4,296
Denizli Cam	8,852	0,000	8,852
Soda Sanayii	6,389	0,245	6,144

Birleşmeye taraf devrolunan şirket konumundaki Paşabahçe halka kapalı olduğundan Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili halka açık şirketlere uygulanan mevzuat hükümleri uyarınca ayrılma hakkı öngörülemez.

#### **4- Uzman Kuruluş Rapor Özetini Nasıl İnceleyebilirim?**

**Uzman Kuruluş Rapor Özetine [Uzman Kuruluş Raporu](#) linkinden ulaşabilirsiniz.**

#### **5- Ayrılma hakkı kullanım fiyatı nasıl hesaplanıyor?**

***Birleşme işlemine ilişkin dokümanlarda belirtildiği üzere ayrılma hakkı kullanım fiyatı işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması olarak hesaplanmıştır.***

Sermaye Piyasası Kanununda 7222 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik öncesinde Sermaye Piyasası Kanunu'nun 24ncü maddesi ayrılma hakkı kullanım fiyatının "işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından" oluşacağını düzenlemekteydi. Bu düzenleme yürürlükteyken çıkarılan ve hala yürürlükte olan Önemli Nitelikte İşlemler Tebliğinin 10uncu maddesi de aynı şekilde otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasının ayrılma hakkı kullanım fiyatı olacağını belirlemektedir. Şu anda yürürlükte olan mevzuat çerevesinde başka herhangi bir hesaplama yöntemi ve imkanı bulunmadığından anılan yöntem kullanılarak SPK'ya başvuru yapılmıştır.

#### **6- Temettü'ye göre ayrılma hakkı kullanım fiyatı düzeltilmesi neden uygulanacak?**

***Ayrılma hakkı kullanım fiyatının belirlenmesini düzenleyen Tebliğin ilgili maddesinde ayrılma hakkı kullanım fiyatının işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından oluşacağı belirtilmektedir. Düzenlemede yer alan "düzeltilmiş" ibaresi temettü ödemeleri sonrasında yapılacak düzeltmeye işaret ettiğinden, temettü ödemesi öncesinde belirlenen ayrılma hakkı kullanım fiyatından (temettü ödenene kadar ayrılma hakkının kullanılmamış olması şartıyla) ödenen temettünün düşülerek, fiyatın düzeltilmesi gerekmektedir.***

#### **7- Belirlenen Değişim Oranları Nedir?**

***Değişme oranları, birleşme işlemi sonrasında devrolan şirketlerin (Anadolu Cam, Denizli Cam, Paşabahçe, Soda Sanayii ve Trakya Cam), ayrılma hakkını kullanmayan pay sahiplerine verilecek devralan şirket (Şişecam) paylarının hesaplanmasında kullanılan oranlardır. Uzman Kuruluş Raporu uyarınca değişim oranları Şişecam için 1,00000; Anadolu Cam için 0,88239; Denizli Cam için 0,33089; Paşabahçe için 0,53423; Soda Sanayii için 1,15997; Trakya Cam için 0,67615 olarak belirlenmiştir.***

#### **8- Değişim Oranları Nasıl Belirleniyor?**

***SPK'nın Birleşme Bölünme Tebliği (II-23.2)'nin "Uzman Kuruluş Görüşü" başlıklı 7. maddesi hükümlerine uygun olarak, Uzman Kuruluş Görüşü'nün hazırlanmasında Taraf Şirketler'in nitelikleri dikkate alınarak Gelir Yaklaşımı ("GY"), Piyasa Yaklaşımı ("PY"), Net Varlık Yaklaşımı ("NVY") ve Borsa Değeri ("BD") olmak üzere 4 yöntem sırasıyla %30, %30, %20 ve %20 ağırlıkla kullanılmıştır***

Gelir Yaklaşımı ("GY"): Bu yöntemde Birleşecek Şirketler'in değeri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının net bugünkü değerlerine indirgenmesiyle elde edilmektedir. Gelir yaklaşımı kapsamında Birleşecek Şirketler yönetimleri tarafından sağlanan iş planları ve iş planı dönemi sonrasına ait nakit akımı tahminleri dikkate alınmıştır. İNA çalışması kapsamında Birleşecek Şirketler'in gelir/giderini, ödeyeceği vergiyi, yatırımlarını ve işletme sermayesi ihtiyacını öngören bir indirgenmiş

nakit akımları modeli hazırlanmıştır. İNA hesaplamasında Birleşecek Şirketler yönetimlerinin sağladığı bilgiler esas alınmıştır. Birleşecek Şirketler'in gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının söz konusu şirketlerin risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır. Gelir yaklaşımı kapsamında çalışmada dikkate alınmış bütün şirketler için solo hisse değerleri tahmin edildikten sonra her bir Birleşecek Şirket'in toplam değerinin hesaplaması aşamasında "Parçaların Toplamı" yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemde her bir Birleşecek Şirket'in kendisi, bağlı ortaklıkları ve iştirakleri için tahmin edilen hisse değerleri Birleşecek Şirket'in söz konusu şirketlerdeki sahiplik oranı ile çarpılmış, Birleşecek Şirket'in kendi değeri ile bağlı ortaklık ve iştiraklerinde sahip olduğu payların değeri toplanarak toplam hisse değerine ulaşılmıştır. Birleşecek Şirketler'in nakit yaratma potansiyellerine ilişkin beklentileri daha iyi yansıtırıyor olması, aynı zamanda COVID-19 etkilerini dikkate alması ve ayrıca devreye girecek yeni yatırım projelerini içermesi sebebi ile Uzman Kuruluş tarafından Gelir Yaklaşımı'na %30 ağırlık verilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı ("PY"): Piyasa Yaklaşımı kapsamında uygulanabilen karşılaştırılabilir şirket ("KŞ") ve işlemler ("Kİ") yöntemlerine göre; Birleşecek Şirketler ile benzer operasyonlara sahip şirketlerin değerlendirme çarpanları dikkate alınarak toplam hisse değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve daha önce satın alma işlemine konu olmuş şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük engel, birebir karşılaştırılabilir şirket ve işlemlerin bulunmasında yaşanan zorluklardır. Karşılaştırılabilir Şirketler analizinde Birleşecek Şirketler'le benzer operasyon, karlılık ve borçluluk oranlarına sahip ve Birleşecek Şirketler'in faaliyet gösterdiği iş kolları ve coğrafyalarda rekabet içinde olduğu anlaşılan karşılaştırılabilir halka açık şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerlendirme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK oranı" belirlenmiştir. ŞD/FAVÖK oranı ilgili şirketlerden elde edilen 2015-2019 dönemlerini kapsayan 5 yıllık ortalama piyasa değerleri ile yıl sonu net borçluluk tutarları ve diğer anlamlı veriler kullanılarak hesaplanmıştır. 5 yılı kapsayan bir dönem için yıllık bazda hesaplanan ve ortalama olarak dikkate alınan bu oranın sektörün genel çarpanını temsil ettiği düşünülmektedir. Hesaplanan çarpan Birleşecek Şirketler'in 2019-2022 dönemlerini kapsayan 4 yıllık ortalama FAVÖK tutarına (enflasyon düzeltilmesi ile 2019 yılı fiyatlarına getirilmiş) uygulanarak şirket değeri tahmin edilmiştir. Çarpanın uygulanacağı FAVÖK'ün belirlenmesinde kullanılan bu yöntem ile beraber COVID-19 salgınının kısa vadede olabilecek etkisi FAVÖK bazına dahil edilmiş ve bu sayede Piyasa Yaklaşımı çalışması kapsamında da bu güncel gelişmenin değer üzerindeki etkisi dikkate alınabilmiştir. Karşılaştırılabilir İşlemler yöntemi ise; yeterli sayıda ve detayları tam olarak kamuya açıklanmış işlem bulunamaması, bulunan işlemlerin bir kısmının azınlık payı hisse satın alımı ile ilgili olması ve değerlendirme tarihinden geriye dönük son 5 yılda gerçekleşmiş işlemlere odaklanılması sonucu işlem sayısının sınırlı kalması nedenleriyle uygulanamamıştır. ŞİŞECAM için Piyasa Yaklaşımı uygulanırken karşılaştırılabilir şirketler bulmaya yönelik ayrı bir analiz çalışması yapılmamış, ŞİŞECAM dışında kalan ve direkt olarak ŞİŞECAM'ın iştirak ettiği diğer Birleşecek Şirketler'in Piyasa Yaklaşımı sonuçları ŞİŞECAM'ın sahiplik oranı dahilinde dikkate alınarak ŞİŞECAM'ın toplam hisse değeri tahmin edilmiştir. ŞİŞECAM'ın direkt iştirak ettiği ve Birleşecek Şirketler dışında kalan Diğer Şirketler için ise Piyasa Yaklaşımı kapsamında Gelir Yaklaşımı ya da Net Varlık Yaklaşımı uygulanarak elde edilmiş değer tahminleri dikkate alınmıştır. Diğer Şirketler, dar kapsamlı ve topluluk ihtiyaçlarına özel faaliyetlerle iştigal etmelerinden ötürü bu şirketlerin değerlendirme çalışmasında Piyasa Yaklaşımı'nın uygulanmasının doğru olmayacağı düşünülmüştür. Birleşecek Şirketler ile operasyonel ve finansal olarak benzer yapıda ve doğrudan rakip konumunda olan birçok şirket halka açıktır. Bu şirketlerin çarpanları anlamlı bir sektör çarpanı olarak değerlendirilerek, Uzman Kuruluş tarafından Piyasa Yaklaşımı'na da Gelir Yaklaşımı'ndaki gibi, %30 ağırlık verilmiştir.

Net Varlık Yaklaşımı ("NVY"): Net Varlık Yaklaşımı'nda bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara veya işletmeyi bugünkü konumuna getirmek için yapılacak harcama tutarına (itfa edilmiş yenileme değeri) eşit olacağı varsayımı temel alınmaktadır. Bu kapsamda, 31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla SİSECAM, ANADOLU CAM, DENİZLİ CAM, SODA SANAYİİ ve TRAKYA CAM için SPK'nın; PAŞABAHÇE için ise KGK'nın belirlemiş olduğu düzenlemelerde referans verilen TMS/TFRS finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarda yer alan konsolide özkaynak tutarları dikkate alınarak net varlık değerleri tahmin edilmiştir. Bu kapsamda bilançoda görülen özkaynak tutarlarına ödenecek/toplanacak temettüler için düzeltmeler yapılmış, ayrıca bazı varlık ve yükümlülüklerle ilişkin de düzeltmeler yapılmıştır. Birleşecek Şirketler'in sermaye yoğun faaliyetler yürütmesi nedeniyle Net Varlık Yaklaşımı yönteminin dikkate alınması gerekmektedir. Öte yandan, sermaye yatırımlarının getirisinin gelecekte oluşması sebebiyle Net Varlık Yaklaşımı'na, Uzman Kuruluş tarafından %20 ağırlık verilmiştir.

Borsa Değeri ("BD"): Birleşmeye konu olan şirketlerin halka açık olması ve aktif bir piyasadan elde edilen fiyat bilgisinin değere yönelik anlamlı bir gösterge olarak değerlendirilmesi nedeniyle; birleşmeye konu olan şirketlerden halka açık olanlar için Borsa Değeri değerlendirilmesinde dikkate alınmıştır. Borsa Değeri kapsamında değer hesaplanırken, Birleşecek Şirketler'in günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatı, ŞİSECAM yönetiminin birleşme çalışmasını Kamuyu Aydınlatma Platformu'na (KAP) açıkladığı tarih olan 30.01.2020 ve 31.01.2019 arası geriye dönük 1 yıllık dönem dikkate alınarak hesaplanmıştır. PAŞABAHÇE'nin hisselerinin borsada işlem görmemesi sebebiyle Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı sonuçları dikkate alınarak tahmini borsa değeri hesaplanırken; diğer Birleşecek Şirketler'in Borsa Değerleri ile Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşım kapsamında çıkan değerlendirme sonuçlarının ortalamasından hesaplanan oran dikkate alınmıştır. Bu oran PAŞABAHÇE için Gelir ve Piyasa Yaklaşımları'ndan bulunan değerlerin aritmetik ortalaması ile çarpılarak PAŞABAHÇE için tahmini Borsa Değeri hesaplanmıştır. Hesaplamanın detayları raporun PAŞABAHÇE bölümünde verilmektedir. Birleşecek Şirketler'in PAŞABAHÇE hariç halka açık olması, BIST-30/BIST-50 endeksleri içerisinde yer almalarını, likidite-işlem hacimlerini ve yatırımcı profillerini de dikkate aldığımızda Borsa Değeri'nin de birleşmede kullanılmasına karar verilmiştir. Öte yandan, geçmiş fiyat performanslarının güncel gelişmeleri içermemesinden dolayı Borsa Değeri'ne, Uzman Kuruluş tarafından %20 ağırlık verilmiştir.

#### **9- Değişim oranı ayrılma hakkı kullanım fiyatı arasındaki fark nedir?**

*Değişim oranı birleşmeye taraf ortaklıkların birbirine nispeten paylarının değerini hesaplamak ve böylece hangi oranda devralan ortaklık Şişecam payına dönüşeceklerini hesaplamak suretiyle ortaklıkta pay sahibi olmaya devam edecekler için kullanılacak bir orandır. Dolayısıyla değişim oranı, birleşmeye taraf olan şirketlerin ortaklarının, sahip oldukları bir paya karşılık olarak birleşme sonucunda Şişecam'da sahip olacakları pay miktarını gösteren nispi oranı ifade eder. Ayrılma hakkı ise ortaklıkların önemli nitelikli işlem gerçekleştirmeleri halinde pay sahiplerinin işlemin açıklanmasından önceki maddi menfaatlerini muhafaza etmelerini sağlayacak şekilde paylarını ortaklığa geri satarak, ortaklıktan ayrılma haklarına imkân tanıyan kanundan kaynaklanan seçimlik bir haktır.*

#### **10- PwC'nin yaptığı değerlendirme raporunda bulunan pay değerleri neden ayrılma hakkı kullanım fiyatı olarak kullanılmadı?**

*Mevzuatta yer alan ayrılma hakkı kullanım fiyatı belirleme esasları, ortaklığa başka bir fiyat belirleme konusunda esneklik tanımamaktadır. Ayrılma hakkı kullanım fiyatı olarak sadece şu anda mevzuatta bulunan formülün uygulanması mümkündür.*

PwC'nin hazırladığı Uzman Kuruluş Raporunda yer alan ve her bir ortaklık için ayrı ayrı belirlenen pay bedelleri değişim oranlarının belirlenmesi için hesaplanmıştır. Bu değerlerin ayrılma hakkı kullanım fiyatı olarak belirlenmesi mevzuata aykırı olup, bu konuda ortaklığın veya PwC'nin herhangi bir takdir hakkı bulunmamaktadır. Ayrılma hakkının kanuna uygun bir şekilde hesaplanması zorunluluğu, ayrılma hakkını kullanacak pay sahipleri kadar, ayrılma hakkını kullanmayarak ortaklıkta pay sahibi olmaya devam edecek pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması açısından da önem teşkil etmektedir. Bu yaklaşım ile ayrılma hakkının kanunen belirlenen sınırın üstünde veya altında belirlenmesi sadece hukuka aykırı bir işlem olmayacak, aynı zamanda yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu doğurabilecektir. Ayrılma hakkı kullanım fiyatı, Sermaye Piyasası Kanunu'nun kabul edildiği 2012 yılından bu yana bütün birleşme işlemlerinde (en son çimento şirketleri birleşmesi dâhil olmak üzere), işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması olarak belirlenmiştir.

#### **11- Ayrılma hakkını kullanmak için ne yapılması lazım**

***Ayrılma hakkının kullanılması için (i) birleşme işleminin onaylanacağı olağanüstü genel kurula katılmak, (ii) birleşme işlemine ilişkin oylamada ret oyu vermek, (iii) ret oyu verdikten sonra muhalefetini tutanağa şerh etmek, (iv) belirlenecek süre içerisinde atanmış bulunan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye ("İş Yatırım") başvurup, ayrılma hakkı talep formunu imzalamak ve (v) hisseleri İş Yatırım'ın belirleyeceği hesaba virmanlamak gerekmektedir. Sayılan bütün işlemlerin gerçekleştirilmesi Sermaye Piyasası Kanununun belirlediği koşullar olup, tamamının yerine getirilmesi gerekmektedir.***

Ayrılma hakkı kullanmak isteyen pay sahipleri, bu hakkı sahip oldukları payların tamamı için kullanmak zorundadır.

#### **12- Ayrılma hakkını kullanmamız gereken (birleşme işleminin onaylanacağı) olağanüstü genel kurul ne zaman toplanacaktır?**

***Henüz kesin bir tarih bulunmamakla birlikte, en geç 24 Ağustos 2020 ile başlayan hafta toplanması beklenmektedir. Genel kurul tarihine ilişkin bilgilendirme, ilgili mevzuata uygun olarak, gerek KAP üzerinden gerekse Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde yapılacak ilanlar ile duyurulacaktır.***

Birleşme işleminin onaylanacağı olağanüstü genel kurulun tarihi daha belirlenmemiştir. SPK başta olmak üzere kamu kurumlarından alınması gereken izinlerin alınmasını takiben ilgili yönetim kurulları genel kurulun toplantıya çağırılıp çağırılmaması hususunda müzakere edecekler ve eğer genel kurulların çağırılmasına karar verilirse, keyfiyet KAP'ta yayınlanacak bir duyuru ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu hükümleri uyarınca Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde yayımlanacak ilanları ile yatırımcılar ile paylaşılacaktır.

Sermaye Piyasası Kurulunun II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 6ncı maddesi hükümleri uyarınca yılsonu finansalları kullanılarak en geç Ağustos ayının sonunda birleşme genel kurulunun yapılması mümkün olabilecektir. Sermaye Piyasası Kurulunun Duyuru Metnini incelemek için ne kadar bir süreye ihtiyaç duyacağı bilinmemekle birlikte, işlemin büyüklüğü ve birleşmeye taraf ortaklık sayısının yüksek olması nedeniyle mümkün olan bütün zamanı incelemeler için kullanacakları değerlendirilmektedir. Bu yaklaşım ile Birleşme ve Bölünme Tebliğinde yer alan zaman kısıtlamasına uyacak bir şekilde olağanüstü genel kurulların en geç 24 Ağustos 2020 ile başlayan hafta içinde gerçekleştirilmesi beklenmektedir.

### **13- Ayrılma hakkını kullanmak için genel kurula fiziki katılım zorunlu mu?**

***Hayır, genel kurul toplantısına elektronik katılım veya vekâletname verilmesi suretiyle katılım da mümkün olabilecektir. Ayrılma hakkı kullanımı için birleşme işleminin onaya sunulacağı genel kurulda fiziki ve/veya elektronik ortamda muhalefet şerhi verilmesi mümkündür.***

Genel Kurul'a fiziki olarak, elektronik ortamda veya vekil aracılığı ile katılmayan pay sahiplerinin ayrılma hakkından yararlanmaları Kanun çerçevesinde mümkün değildir. Bu yönde ortaklığa yapacakları diğer (mektup, ihtarname, telefon görüşmesi, vs.) irade beyanlarının herhangi bir hukuki sonucu doğmayacak ve anılan pay sahipleri ayrılma haklarını kullanamayacaklardır.

### **14- Ayrılma hakkından hangi pay sahipleri yararlanabilecek?**

***Sermaye Piyasası Kanununun 24üncü maddesinde Resmi Gazetede 25 Şubat 2020 tarihinde yayınlanan 7222 sayılı kanun ile yapılan değişiklikle ayrılma hakkı "işlemin kamuya açıklandığı tarihte sahip olunan paylar için kullanılabilir." denilmektedir. Ancak bu kanun değişikliğinden önce duyurulan önemli nitelikteki işlemler ile ilgili ayrılma hakkı kullanımında uygulamanın nasıl olacağı henüz net değildir.***

Tebliğ Taslağı'na ilişkin açıklamalar için lütfen yukarıda 1 nolu sorunun cevabını da inceleyiniz. Bu çerçevede Tebliğ Taslağı uyarınca dikkat çekilmesi gereken husus Geçici Madde 1 uyarınca Tebliğin yayımından önce kamuya açıklanan işlemler için mevcut Önemli Nitelikli İşlemler Tebliğinin uygulanacak olmasıdır. Bunun yanında hak kullanabileceklerin bu işlemler için de Kanunun getirdiği kısıtlamalara tabi olduğu ve ancak 25 Şubat 2020 tarihi itibarıyla elinde ortaklık payı olanların ayrılma hakkından yararlanabileceği hükme bağlanmıştır. Bu yönde SPK'nın 2020/17 sayı ve 12 Mart 2020 tarihli Bülteninde yayınlanan [Anel Elektrik](#) kararının tartışmalara ışık tutabileceği inancındayız.

### **15- Ayrılma hakkıyla ilgili bir limit bulunmakta mıdır?**

***Ayrılma hakkı ile ilgili bir sınırlama getirilmesi ve bu sınırın aşılması durumunda birleşme işleminin geri çekilmesinin teklif edilmesi mümkündür. Bu noktada takdir yetkisi ortaklıkların yetkili kurullarındadır. Bugün itibarı ile bu konuda alınmış bir karar bulunmamaktadır. Böyle bir karar alınması durumunda, bu üst sınır birleşme işleminin görüşüleceği genel kurul toplantı gündeminde yer alacak ve pay sahiplerinin bilgisine sunulacaktır. Anılan üst sınırların genel kurul toplantı gündeminde yer almasından önce, birleşmeye taraf şirketlerin yönetim kurullarınca bir karar alınması halinde KAP'ta açıklama yapılarak kamuoyu derhal bilgilendirilecektir.***

Birleşme işlemine ilişkin genel kurul gündemlerinde, yönetim kurulları tarafından belirlenen üst sınır aşıldığı takdirde, birleşme işleminden vazgeçilebileceği hususu, birleşmenin onaya sunulmasına ilişkin genel kurul gündem maddesinden hemen sonra gelmek üzere ayrı bir gündem maddesi ile belirtilecek ve pay sahiplerinin bilgi ve onayına sunulacaktır.

### **16- Hisse fiyatı ne olursa olsun açıklanan ayrılma hakkı kullanım fiyatından yatırımcılar faydalanabilecekler mi?**

***Evet, ayrılma hakkının kullanılacağı tarihteki borsa satış fiyatı ne olursa olsun, ayrılma hakkı sahibi olan pay sahipleri ilgili paylarına ilişkin olarak belirlenen ayrılma hakkı kullanım fiyatı üzerinden paylarını ilgili ortaklığa satabileceklerdir.***

### **17- Ayrılma hakkı kullanımlarının tamamlanmasından sonra süreç nasıl olacak? Sermaye artırım ve birleşme işleminin tamamlanması için gereken süre nedir?**

***Türk Ticaret Kanunu hükümleri uyarınca, birleşmenin geçerlilik kazandığı tarih, ilgili işlemin ticaret sicil müdürlükleri tarafından tescil edileceği tarih olacaktır. Bu doğrultuda, ayrılma hakkının***

***kullanılmasının tamamlanmasının ardından birleşme işleminin onaylandığı olağanüstü genel kurul kararları ile sermaye artırımının tescili talebi ile ilgili ticaret sicil müdürlükleri nezdinde tescil talebi ile başvuru yapılacaktır. Bu kapsamda, birleşme işleminin sona ereceği/hukuken geçerlilik kazanacağı tescilin Eylül 2020 içinde bir tarih olacağı tahmin edilmektedir.***

**18- Şişecam iştiraklerinin paylarını almaya devam edecek mi?**

***Şişecam'ın iştiraklerinden yapmakta olduğu pay alımlarına birleşme işlemine kadar devam edilmesi değerlendirilmemektedir.***

Birleşme işlemi öncesinde Şişecam'ın iştiraklerinden (yani Anadolu Cam, Denizli Cam, Soda Sanayii ve Trakya Cam) pay alımlarına devam etmesi, değişim oranlarını değiştirecektir. Bu durumda ise birleşme işlemine ilişkin bütün dokümanların değiştirilmesi, Uzman Kuruluş Raporunun değişim oranlarını belirleyen bölümünün yeniden düzenlenmesi gerekmektedir. Konuyla ilgili SPK ile yapılan yazışmada da bu duruma SPK tarafından dikkat çekilmiş ve başvuru sonrasında pay alımlarının devam etmemesinin uygun olacağı ifade edilmiştir. Bu kapsamda, konuya ilişkin olarak ŞİŞECAM tarafından SPK'nın görüşüne ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak hareket edilecektir.

**19- İş bankası geri alım yapmaya devam edecek mi?**

***İş Bankası'nın Şişecam veya bağlı ortaklıklarının paylarını almasını engelleyen bir durum bulunmamaktadır.***

**20- Devralma tamamlandıktan sonra borsada hisse fiyatı nasıl açılacak?**

***Borsada işlem gören bir şirketin diğer borsada işlem gören şirketleri devralması durumu geçerli olduğu için referans fiyat açıklanacak ve serbest marj uygulanacaktır. Devralma sonucunda referans fiyat, birbirlerine olan iştirak payları hariç, devralan şirket ile devrolan şirketlerin paylarının son kapanış fiyatlarına göre hesaplanan piyasa değerleri toplamının, devralan şirketin devralma işlemi sonrasındaki sermayesini temsil eden pay sayısına bölünmesi suretiyle hesaplanır.***

**21- Birleşme ne zaman tamamlanacak?**

***Birleşme işleminin 2019 yılı mali tabloları temel alınarak gerçekleştirileceği hedeflendiği için en geç Ağustos 2020 sonunda birleşme genel kurullarının yapılmış olması gerekmektedir. Bu tarihten sonra belirlenecek süreler içinde ayrılma hakkı kullanılacak ve nihayetinde işlem Ticaret Sicilde tescili ile sonuçlandırılacaktır. Birleşme işleminin sona ereceği/hukuken geçerlilik kazanacağı tescil tarihinin Eylül 2020 içinde bir tarih olacağı tahmin edilmektedir.***

**22- Birleşmeye ilişkin olağanüstü genel kurul toplantısı Ağustos 2020 sonuna kadar tamamlanamazsa işlem iptal edilecek mi? 30 Haziran 2020 mali tabloları ile birleşme söz konusu olabilir mi?**

***Birleşme işlemi yetkili kurumların ve organların onaylarına tabidir. Anılan onaylar alınamaz veya zamanında alınamaz ise birleşme işlemi gerçekleştirilemez. İşlemin Ağustos 2020 sonunda sonuçlandırılmaması veya sonuçlandırılmayacağına anlaşılması durumunda konu o günkü mevcut şartlar çerçevesinde yetkili organlar tarafından değerlendirilerek izlenecek yol belirlenecektir. Bugünden, alınması muhtemel kararlar üzerinde yorum veya tahmin yapılması mümkün değildir.***

**23- Soda Sanayii A.Ş.'nin ABD'de bulunan Pacific Soda yatırımı nasıl değerlendirildi?**

***Değerleme tarihi itibarıyla yatırımın henüz faaliyete geçmemiş olmasından dolayı faaliyet karı veya nakit akımı oluşmamaktadır. Dolayısıyla; Pacific Soda'nın değerlendirilmesinde en anlamlı***



***yöntem olarak Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tatbik edilmiştir. İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi neticesinde projenin toplam net bugünkü değeri tahmin edilmiştir. Projenin toplam net bugünkü değeri hesaplanırken proje için öngörülen toplam yatırım harcamalarının ilgili yıllardaki nakit çıkışları dahil edilmiştir. Dolayısıyla, projenin toplam net bugünkü değeri ilgili yatırım harcamaları yapıldıktan sonra kalan değerdir.***

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kapsamında dikkate alınan iş planı tahmini rezerv ömrü ile paralel olarak oluşturulmuştur. Projenin toplam net bugünkü değerinin pozitif çıkması proje iç verimlilik oranının (Project IRR) net bugünkü değer hesaplamasında dikkate alınan iskonto oranından (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) önemli ölçüde yukarıda olduğunun göstergesidir ve proje karlılığı/getirisi ile doğru orantılıdır. Proje mevcut safhası itibariyle birçok risk unsuru barındırmaktadır. Bu anlamda özellikle nakit akışlarının başlamasına önemli bir süre olan (Pacific Soda yatırımı gibi) projelerin değerlemeleri, hali hazırda nakit yaratan şirketlerin değerlemelerine göre doğal olarak düşük çıkmaktadır. İlerleyen yıllarda bu risk unsurlarının ortadan kalkıyor olması ve nakit sermaye yatırımlarına bağlı olarak projenin toplam net bugünkü değeri çok daha yüksek bir rakamı ifade edebilir.

#### **24- COVID-19 etkisi geçici bir etki midir? Değerlemeye dâhil edilmesinin sebebi nedir?**

***Dünya Sağlık Örgütü (WHO) tarafından pandemi olarak sınıflanan COVID-19 tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Yaşanan gelişmeler sonucunda tüm küresel piyasalarda makroekonomik tahminler revize edilmiştir. Bu doğrultuda değerlendirme kuruluşu; COVID-19'un başta inşaat, otomotiv ve turizm sektörleri için olası etkilerini incelemiş ve bu sektörlere girdi sağlayan şirketlerin değerlemelerini buna yönelik revize etmiştir. Birleşmeye taraf şirketler açısından da iş planlarında COVID-19 kaynaklı etkinin esas olarak satışlar, üretim hacmi ve yatırım harcamaları olmak üzere üç ana kalemden görülmeye değerlendirilmiştir. Mevcut durumda COVID-19 salgınının etkilerini tam olarak öngörebilmek mümkün değildir. Salgın ile ilgili dünya genelinde yaşanabilecek yeni gelişmeler ve birleşmeye taraf şirketlerin alabileceği yeni kararlar sonrasında farklı etkiler oluşabilir.***

COVID-19 pandemisinin etkisini her yöntemde uygulamak mümkün değildir. Bu çerçevede sadece Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımında dikkate alınmış ve etkisi bu iki yöntem ile sınırlı kalmıştır. Ayrıca COVID-19 etkisi birleşecek tüm şirketler için kendi operasyonel ve piyasa dinamikleri kapsamında ve global beklentiler paralelinde değerlendirilmesine yansıtılmıştır. Genel itibariyle 2020 yılında hacimlerde ve birim fiyatlarda bir miktar düşüşler tahmin edilmekle birlikte 2021 den itibaren toparlanmanın başlaması öngörülmüştür. Anadolu Cam için ise operasyonlarının doğası itibariyle 2020 yılında olumsuz bir etki dikkate alınmadı. Son olarak sonsuza kadar bu etki devam edecek gibi bir varsayım ile değil, sadece projeksiyon döneminin belirli bir döneminde dikkate alınarak değerlendirme çalışmalarına yansıtıldı.

#### **25- Birleşmeye konu olan şirketlerinize ait hisselerden alım yaptığım vakit hepsi, birleşmenin tamamlanmasını takiben SISE olarak elimde olmuş olacak, değil mi?**

***Evet. Birleşme işleminin onaya sunulacağı genel kurul toplantısında birleşmeyi reddetmeyip aynı zamanda muhalefet şerhini tutanağa işletmeyen pay sahiplerinin sahip olduğu tüm paylar , veya muhalefet şerhi tutanağa işletilmiş olsa dahi ayrılma hakkı kullanılmayan tüm paylar birleşme işlemi neticesinde ve tescil tarihi itibariyle Şişecam hissesine dönüşecektir.***

#### **26- Hisse değişiminin olması için Genel Kurul'a katılmak zorunda mıyım, yoksa elimde tuttuğum grup hissesi otomatik olarak SISE hissesine dönüşecek mi?**

***Pay değişiminin gerçekleşmesi MKK üzerinden otomatik olarak gerçekleşecek olup, pay sahiplerinin başkaca bir işlem yapmaları gerekliliği bulunmamaktadır.***

Bu kapsamda, birleşme işleminin onaya sunulacağı genel kurul toplantısına katılmamayı tercih eden hissedarların sahip oldukları iştiraklere ait tüm hisseler de birleşme neticesinde Şişecam payına dönüşecektir.

**27- Birleşme olduktan sonra yeni Şişecam hissesi mi çıkarılacak?**

***Evet, devrolunan şirketlerin (Anadolu Cam, Denizli Cam, Soda Sanayii ve Trakya Cam) pay sahiplerinden ayrılma hakkını kullanmayanların payları otomatik olarak Şişecam payına dönüşecek ve MKK nezdinde bu miktara tekabül eden yeni Şişecam payı ihraç edilerek ilgili pay sahiplerine dağıtılacaktır.***

**28- Elimdeki Şişecam hissesi kotta kalacak mı?**

***Evet, pay sahiplerinin elindeki mevcut Şişecam hisseleri kotta kalmaya devam edecektir.***

**29- Birleşme oranları sonucunda hesaplanan SİSE payları küsuratlı çıkıyor. Bu küsuratlar silinecek mi?**

***SPK tarafından onaylanan değişim oranları üzerinden yapılacak hesap neticesinde küsuratlı (lot altı) hisse sahibi olunacaktır.***