

Uzmanlık Tezleri Serisi No: 166

REKABET KURUMU

KURUMSAL YATIRIMCILARIN
YATAY HİSSEDARLIKLARININ
REKABET HUKUKU KAPSAMINDA
DEĞERLENDİRİLMESİ

ESRA KÜÇÜKİKİZ

**KURUMSAL YATIRIMCILARIN
YATAY HİSSEDARLIKLARININ
REKABET HUKUKU KAPSAMINDA
DEĞERLENDİRİLMESİ**

ESRA KÜÇÜKİKİZ

Ağustos 2020

©Bu eserin tüm telif hakları
Rekabet Kurumuna aittir. 2020

Baskı, Ağustos 2020
Rekabet Kurumu-ANKARA

Bu kitapta öne sürülen fikirler eserin yazarına aittir;
Rekabet Kurumunun görüşlerini yansıtmaz.

Bu tez, Rekabet Kurumu Başkan Yardımcısı Abdulgani GÜNGÖRDÜ,
Rekabet Kurumu Başkan Yardımcısı Kürşat ÜNLÜSOY, V. Denetim
ve Uygulama Dairesi Başkanı Remzi Özge ARITÜRK, Prof. Dr.
Mahmut YAVAŞI ve Doç. Dr. Fatih Cemil ÖZBUĞDAY'dan oluşan Tez
Değerlendirme Heyeti tarafından 30 Eylül 2019 tarihinde yürütülen Tez
Savunma Toplantısı sonucunda yeterli ve başarılı kabul edilmiştir.

Tez yazarı Esra KÜÇÜKİKİZ, 24.01.2020 tarihinde yapılan Yeterlik
Sınavında başarılı olmuş ve Başkanlık Makamının 06.02.2020 tarih ve
2252 sayılı onayı ile Rekabet Uzmanı olarak atanmıştır.

YAYIN NO

349

Bana her daim destek olan eşime...

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	v
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1	
KURUMSAL YATIRIMCI, AZINLIK HİSSESİ VE YATAY HİSSEDARLIĞA İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE ve YATAY HİSSEDARLIĞIN REKABET ÜZERİNE ETKİLERİ	
1.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	4
1.1.1. Kurumsal Yatırımcı Kavramı	4
1.1.2. Azınlık Hissesi Kavramı.....	6
1.1.3. Yatay Hissedarlık Kavramı.....	7
1.2. YATAY HİSSEDARLIĞIN ORTAYA ÇIKIŞI ve YATAY HİSSEDARLIK YAPISI GÖSTEREN PİYASA ÖRNEKLERİ	8
1.3. YATAY HİSSEDARLIĞIN FİRMANIN AMAÇ FONKSİYONUNDA MEYDANA GETİREBİLECEĞİ DEĞİŞİKLİKLER	10
1.4. YATAY HİSSEDARLIĞIN YARATABİLECEĞİ ANTİREKABETÇİ ETKİLER ve YATAY HİSSEDARLIĞIN PAZAR YOĞUNLAŞMASINA ETKİSİNİ ÖLÇME YÖNTEMİ.....	13
1.4.1. Antirekabetçi Etkiler.....	13
1.4.1.1. Tek Taraflı Etkiler	13
1.4.1.2. Koordinasyon Doğurucu Etkiler	15
1.4.2. Yatay Hissedarlığın Pazar Yoğunlaşmasına Etkisini Ölçme Yöntemi: Uyarlanmış HHI (Modified HHI-MHHI).....	17
1.5. YATAY HİSSEDARLIĞIN REKABET ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNE YÖNELİK AMPİRİK ÇALIŞMALAR.....	20
1.6. YATAY HİSSEDARLIK ve ETKİNLİK.....	22

BÖLÜM 2

KURUMSAL YATIRIMCI-KURUMSAL YÖNETİM İLİŞKİSİ ve KURUMSAL YATIRIMCILARIN TEŞEBBÜS DAVRANIŞLARINI ETKİLEYEBİLMESİNE YÖNELİK KANALLAR

2.1. GENEL OLARAK KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KURUMSAL YATIRIMCI-KURUMSAL YÖNETİM İLİŞKİSİ.....	25
2.2. KURUMSAL YATIRIMCILARIN TEŞEBBÜS DAVRANIŞLARINI ETKİLEME YOLLARINA İLİŞKİN SAVLAR	27
2.2.1. Doğrudan Etkileme Yolları.....	27
2.2.1.1. Oylama	27
2.2.1.2. Diyaloglar	28
2.2.2. Dolaylı Etkileme Yolları.....	31
2.2.2.1. Hisseleri Satma Tehdidi.....	31
2.2.2.2. Yöneticilerin Ücretlendirilmesine İlişkin Politikalar	32
2.2.2.3. Kurumsal Yatırımcının Pasif Olması.....	33

BÖLÜM 3

ABD ve AB'DE YATAY HİSSEDARLIĞA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

3.1. ABD	37
3.1.1. ABD Hukukunda Azınlık Hisselerine Genel Bakış.....	37
3.1.1.1. Azınlık Hisse Devirlerinin Bildirimine İlişkin Kurallar.....	37
3.1.1.2. Azınlık Hisselerinin İncelenmesine İlişkin Yasal Çerçeve.....	40
3.1.2. ABD'de Yatay Hissedarlığa Yönelik Yaklaşımlar	42
3.1.2.1. Clayton Yasası Çerçevesinde Yaklaşımlar.....	42
3.1.2.2. Kurumsal Yatırımcıların Hissedarlıklarının İncelenmesine Yönelik Yaklaşımlar	42
3.1.2.3. Yeni Bir Düzenlemeye veya Güvenli Liman Oluşturulmasına Yönelik Yaklaşımlar	43

3.1.3. Rekabet Otoritelerinin Yaklaşımı	44
3.2. AB	45
3.2.1. AB Hukukunda Azınlık Hisselerine Genel Bakış.....	45
3.2.2. AB’de Yatay Hissedarlığa Yaklaşımlar.....	46
3.2.2.1. Tüzük Çerçevesinde Yatay Hissedarlık	46
3.2.2.1.1. Dow/DuPont Kararı.....	46
3.2.2.1.2. Bayer/Monsanto Kararı	49
3.2.2.1.3. Dow/DuPont ve Bayer/Monsanto Kararlarının Karşılaştırılması ve Değerlendirilmesi.....	51
3.2.2.2. ABİDA’nın 101. ve 102. Maddesi Çerçevesinde Yatay HissedarlığaYönelik Görüşler.....	52
3.3. ABD ve AB’deki Tartışmalar Işığında Yatay Hissedarlığın Değerlendirilmesi	53

BÖLÜM 4

YATAY HİSSEDARLIĞIN TÜRK REKABET HUKUKUNA YANSIMALARI

4.1. TÜRK REKABET HUKUKUNDA AZINLIK HİSSELERİNE GENEL BAKIŞ	56
4.2. TÜRKİYE’DE HALKA AÇIK ŞİRKETLERİN HİSSEDARLIK YAPILARI ve KURUMSAL YATIRIMCILARIN PORTFÖY BÜYÜKLÜKLERİ.....	58
4.3. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM.....	63
4.4. DEĞERLENDİRME ve ÖNERİLER	64
SONUÇ	67
ABSTRACT	71
KAYNAKÇA	73
EK-1: KURUMSAL YATIRIMCI TÜRLERİ	84

EK-2: MHHI HESAPLAMASINA BİR ÖRNEK	86
---	----

TABLO DİZİNİ

Tablo 1: ABD Bankacılık Sektörü Hissedarlık Yapısı	7
--	---

GRAFİK DİZİNİ

Grafik 1: Gelişmiş Ülkelerde Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklükleri (Milyon Avro)	59
---	----

Grafik 2: Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklükleri (Milyon Avro).....	60
---	----

Grafik 3: Emeklilik Fonlarının Portföy Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı	62
--	----

KISALTMALAR

2010/4 sayılı Tebliğ	: 2010/4 sayılı Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ
4054 sayılı Kanun	: 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun
AB	: Avrupa Birliği
ABAD	: Avrupa Birliği Adalet Divanı
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABİDA	: Avrupa Birliğinin İşleyişine Dair Antlaşma
A.g.k	: Adı geçen kaynak/karar
AR-GE	: Araştırma-Geliştirme
BES	: Bireysel Emeklilik Sistemi
Beyaz Kitap	: Daha Etkin AB Birleşme Kontrolüne Doğru Beyaz Kitap
Birleşme	: Birleşme, Devralma ve Ortak Girişimler
BİST	: Borsa İstanbul
KY Endeksi	: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi
BK	: Birleşik Krallık
Bkz.	: Bakınız
CADE	: Brezilya Rekabet Otoritesi (Administrative Council for Economic Defense)
DOJ	: ABD Adalet Bakanlığı (Department of Justice)
Dn.	: Dipnot
EFAMA	: Avrupa Fon ve Varlık Yönetimi Birliği (European Fund and Asset Management Association)
FTC	: Federal Ticaret Komisyonu (Federal Trade Commission)
HHI	: Herfindahl-Hirschman Endeksi
HSR	: Hart-Scott-Rodino Yasası
Kurul	: Rekabet Kurulu
Kurum	: Rekabet Kurumu
Komisyon	: Avrupa Birliği Komisyonu
KY Tebliği	: Kurumsal Yönetim Tebliği
MHHI	: Uyarlanmış HHI (Modified HHI)
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü

	(Organisation for Economic Co-Operation and Development)
Para.	: Paragraf
Parlamento	: Avrupa Parlamentosu
SEC	: ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities Exchange Commission)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
s.	: Sayfa
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSPB	: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
Tüzük	: 139/2004 sayılı Yoğunlaşmaların Kontrolü Hakkında Konsey Tüzüğü
vd.	: ve diđerleri
Vol.	: Volume (Cilt)

GİRİŞ

Tasarruf sahiplerinin birikimlerini finansal piyasalara yönlendiren uzmanlaşmış finansal kurumlar olarak tanımlanabilecek kurumsal yatırımcılar¹ küresel ekonominin en önemli aktörlerindedir. Son yıllarda bireylerin ve kurumların yatırım yapma şekillerini önemli ölçüde değiştirerek (OECD 2017, 5) tasarruflarını yatırım konusunda bilgi birikimine ve donanıma sahip kurumsal yatırımcılara yönlendirmesi bu kuruluşların portföylerinin devasa büyüklüklere ulaşmasına neden olmuştur. Öyle ki küresel ölçekte yönetim altında bulunan varlıklar 2004 yılında 37 trilyon Amerika Birleşik Devletleri (ABD) Doları iken 2016'da 85 trilyon ABD Dolarına ulaşmış olup bu tutarın 2025 yılında 145 trilyon ABD Dolarına tırmanacağı öngörülmektedir (PricewaterhouseCoopers 2017a, 4 ve 7).

Kurumsal yatırımcılar çeşitli kaynaklardan topladıkları fonların getirisini belirli bir risk karşılığında maksimize etmek amacıyla finans dünyasının temel prensibi olan “*tüm yumurtaları aynı sepete koymama*” yaklaşımı çerçevesinde hareket etmekte, bir başka deyişle portföy çeşitlendirmesi yapmaktadır. Kurumsal yatırımcılar halka açık şirketler üzerinde portföy çeşitlendirmesi yapmaları durumunda ise teşebbüsler üzerinde düşük oranlarda hisse sahibi olup azınlık hissedarı konumuna gelmektedir. Gerek ekonomi gerek rekabet politikalarında bu hissedarlıkların stratejik etki yaratmayan portföy yatırımları olarak görülmesi (Monopolkommission 2016, 3) son dönemlere kadar sorgulanmalarının önüne geçmiştir.

Bununla birlikte, özellikle son beş yıllık dönemde ABD'de yapılan araştırmalar kurumsal yatırımcıların oligopolistik sektörlerde rakip teşebbüsler

¹ Kurumsal yatırımcı kavramı şemsiye terim olarak yatırım amaçlı fon toplayan birçok farklı tipte kurumu içermektedir (OECD 2017, 10). Çalışmada, kurumsal yatırımcı türlerine toplulaştırılmış şekilde EK-1'de yer verilmektedir.

üzerinde portföy çeşitlendirmesinin rekabetçi endişeler yaratabileceği fikrini ortaya koymuş ve oldukça tartışmalı bir konunun doğmasına yol açmıştır. Literatüre “*bir yatırımcının aynı anda birçok rakip teşebbüste kontrol sağlamayan azınlık hissedarlığının olması*” (OECD 2017, 9; OECD US 2017, 2) olarak giren yatay hissedarlık² (*horizontal shareholding*) kaynaklı rekabetçi endişeler ABD’deki bazı yazarlar tarafından “*gişe rekorları kıran gelişme*” (Elhauge 2016, 1267) olarak nitelendirilmiştir. İlk olarak ABD’de tartışılmaya başlanan bu konu Avrupa Birliği’nde (AB) de azımsanmayacak ölçüde ilgi çekmiş ve AB Komisyonunun (Komisyon) gündemini meşgul eden konular arasında yerini almıştır. Öte yandan konunun rekabet hukuku kapsamında incelenmesinin uzun bir geçmişe dayanmaması bu alandaki tartışmalar üzerinde henüz bir fikir birliğine varılamamasına neden olmuştur.

Yatay hissedarlığa ilişkin zarar teorisinin (*theory of harm*) arka planını portföy çeşitlendirmesinin teşebbüs davranışları üzerinde yaratabileceği etkiler ve rakipler arası azınlık hissedarlıklarının antirekabetçi etkilerini ortaya koyan iktisadi teori oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra, kurumsal yatırımcıların portföylerindeki teşebbüsler üzerinde azınlık hissedarı olması antirekabetçi etkilerin ortaya çıkabilmesi noktasında hangi kanalların etkili olabileceği sorularını da gündeme getirmiştir. Bu noktada ise sermaye piyasaları açısından oldukça önem arz eden ve teşebbüs yönetiminin belirli kurallar dahilinde yürütülmesini hedefleyen kurumsal yönetim faaliyetleri devreye girmektedir. Dolayısıyla yatay hissedarlığın rekabet hukukundaki yeri portföy çeşitlendirmesinin firmanın amaç fonksiyonu üzerindeki etkileri, rakipler arası azınlık hissedarlığına ilişkin iktisadi teori ve kurumsal yönetimin kesişim kümesinden oluşmakta, bu nedenle çok boyutlu ve oldukça karmaşık bir duruma işaret etmektedir.

² “*Horizontal shareholding*” kavramı için “yatay hissedarlık”, “yatay ortaklık” karşılıkları kullanılmaktadır. Literatürde “*horizontal shareholding*” kavramı yerine “ortak hissedarlık”, “ortak sahiplik” anlamlarına gelen “*common shareholding*”, “*common ownership*” terimleri de kullanılmaktadır. Ancak Elhauge (2017a, 3; 2018, 4) ortak hissedarlığın kelime anlamının rakip olmayan teşebbüslerde hissedar olma durumunu da içerebileceğinden yatay hissedarlık (*horizontal shareholding*) kavramını kullanma yoluna gitmiştir. Bu nedenle de “yatay hissedarlık” teriminin çalışmanın konusunu en iyi yansıtan karşılık olduğu düşünülmüştür. Ayrıca, literatürde yatay hissedarlık ile aynı anlama gelecek şekilde kurumsal çapraz hissedarlık (*institutional cross-ownership*) (He ve Huang 2017), kurumsal yatay hissedarlık (*institutional horizontal shareholding*) (Gerakos ve Xie 2019) ve örtüşen hissedarlık (*overlapping ownership*) (Lopez ve Vives 2017) şeklinde terimler de kullanılmaktadır. Çalışmada yatay hissedarlık terimi tüm bu kavramları içerecek şekilde kullanılmıştır.

Bu çalışmanın amacı, yatay hissedarlığa ilişkin zarar teorilerini sistematik şekilde ele almak, halihazırda ABD ve AB’de konuya ilişkin yaklaşımlara otoritelerin azınlık hissedarlıklarına yönelik uygulamaları ile bir bütün içerisinde yer vermek ve yatay hissedarlığın Türkiye’ye olası yansımalarını ortaya koymaktır. Yatay hissedarlığa ilişkin mevcut literatürün halka açık şirketler üzerine yoğunlaşmasından ötürü çalışma kapsamında da hissedarlık yapısı dağınık bir görünüm sergileyen ve herhangi bir gerçek/tüzel kişi kontrolünde bulunmayan halka açık şirketlere odaklanılmıştır.

Bu kapsamda çalışmanın birinci bölümünde kurumsal yatırımcı, azınlık hissesi ve yatay hissedarlığa ilişkin kavramsal çerçeveye değinilecek; ardından yatay hissedarlığın firmanın amaç fonksiyonu üzerinde meydana getirebileceği değişikliklere, antirekabetçi etkilerine, pazar yoğunlaşmasına etkisini ölçme yöntemine ve etkinlik üzerindeki etkilerine ilişkin çalışmalara yer verilecektir.

İkinci bölümde öncelikle kurumsal yönetim-kurumsal yatırımcı ilişkisine değinilecek, devamında kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetim faaliyetleriyle teşebbüs davranışlarını nasıl etkileyebileceklerine yönelik savlara yer verilecektir.

Üçüncü bölümde ABD ve AB’de halihazırda rekabet hukuku için yeni bir kavram olan yatay hissedarlığa yönelik yaklaşımlar ele alınacaktır. Bölümde, söz konusu yaklaşımların daha anlaşılabilir olması adına rekabet otoritelerinin rakipler arası azınlık hissedarlığına yönelik içtihadına ilişkin genel bir çerçeve sunulacaktır.

Dördüncü bölümde öncelikle Türk rekabet hukukunda azınlık hisselerine yönelik uygulamalara genel olarak değinilecek, ardından yatay hissedarlığın Türk rekabet hukukuna olası yansımalarının ortaya koyulabilmesi amacıyla Türkiye’de halka açık şirketlerin hissedarlık yapıları, kurumsal yatırımcıların portföy büyüklükleri ve kurumsal yönetim faaliyetleri analiz edilerek değerlendirme ve önerilerde bulunulacaktır.

BÖLÜM 1

KURUMSAL YATIRIMCI, AZINLIK HİSSESİ VE YATAY HİSSEDARLIĞA İLİŞKİN KAVRAMSAL ÇERÇEVE ve YATAY HİSSEDARLIĞIN REKABET ÜZERİNE ETKİLERİ

1.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1.1. Kurumsal Yatırımcı Kavramı

Fon fazlası olanlar ve fon talep edenleri buluşturan finansal piyasalarda, fon fazlası olan taraflar birikimlerini ekonominin mevcut koşullarını dikkate alarak değerlendirmek isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır. Bireysel yatırımcılar sahip oldukları gelirlerinin tümünü tüketime harcamayıp bir bölümünü tasarruf amacıyla ayıran hanehalkı, işletmeler ve devlettir (Sancakdar 2006, 13). Kurumsal yatırımcılar ise bireysel yatırımcıların tasarruflarını kabul edilebilir risk düzeyi, maksimum getiri ve uygun vade gibi amaçlar ile kolektif biçimde yöneten uzmanlaşmış finansal kurumlar olarak tanımlanmaktadır (Algüner 2005, 5; Dezelan 2001, 41 ve 43; Davis ve Steil 2001, 12). Tanımdan anlaşıldığı üzere, kurumsal yatırımcılar yönettikleri fonların sahibi olmayıp (Seldslachts vd. 2017, 303) “aracı yatırımcı” niteliğindedir (Çelik ve Isaksson 2013, 7; Dezelan 2001, 43). Kurumsal yatırımcılar genellikle bir sınıf olarak ele alınsa da yatırım şekilleri, stratejileri, yatırım uzunlukları, büyüklükleri ve yatırımcı tabanı açısından heterojen bir grup yapısını barındırmaktadır (OECD 2011, 21).

Kurumsal yatırımcılar bu çeşitliliklerine rağmen izledikleri aktif veya pasif yatırım stratejisine bağlı olarak sınıflandırılabilir. Aktif yatırım

stratejisinde, portföy yöneticileri daha önceden belirlenmiş bir ölçütün üzerinde performans gösterme hedefi ile portföyün hangi varlıklardan oluşacağına karar vermektedir (Anadu vd. 2018, 1). Pasif yatırım stratejisi ise portföyün belirli bir endeksin değerini takip etmesi üzerine kuruludur³ (Sushko ve Turner 2018, 113). Dolayısıyla pasif yatırım stratejisi izleyen portföy yöneticileri portföyün oluşturulması noktasında aktif yatırım stratejisi izleyenlere nazaran daha az araştırma ve analiz maliyetine katlanmakta, bu sayede yönetim giderleri daha düşük olmaktadır (OECD 2017, 13).

Kurumsal yatırımcılar bünyelerindeki parasal hacmin yüksek olması (Seldeslachts vd. 2017, 303) ve makul bir risk-getiri oranının sağlanabilmesi amacıyla birçok teşebbüs üzerinde portföy çeşitlendirmesi⁴ yapmaktadır. Aktif yatırım stratejisinde portföy çeşitlendirmesinin bazen sektör odaklı olması⁵, pasif yatırım stratejisinde takip edilen endeksin rakip teşebbüsleri içerebilmesinden ötürü⁶ kurumsal yatırımcılar birçok rakip teşebbüs üzerinde aynı anda düşük hissedarlık oranlarıyla pay sahibi olabilmektedir. Bu durum da kurumsal yatırımcıları sektörde faaliyet gösteren rakip teşebbüsler üzerinde azınlık hissedarı yaparak rakipler arasında “*dolaylı bağ*”⁷ oluşturmaktadır (Seldeslachts vd. 2017, 303; Monopolkommission 2018, 6).

³ Örneğin 500 büyük ABD şirketini kapsayan S&P 500 endeksinin performansı takip edilmek istendiğinde, portföy S&P 500'deki şirketlere yatırım yaparak oluşturulmaktadır. Dolayısıyla pasif yatırım stratejisinde hangi hisse senetlerinin portföye dahil olacağı takip edilecek endekse bağlı olarak şekillenmekte olup amaç endeksin getirisini taklit etmektir (Schwalbe 2018, 597).

⁴ Portföy çeşitlendirmesi 1952 yılında Harry MARKOWITZ tarafından ortaya koyulmuştur. MARKOWITZ'in çalışması finans literatüründe “*Modern Portföy Teorisi*” olarak adlandırılmaktadır. Çalışma için bkz. Markowitz (1952).

⁵ Yatırımcı finansal kazanç açısından sektörün bir bütün olarak fırsat yarattığını düşünüyorsa rakip teşebbüslerde pozisyon almak rasyonel bir yatırım stratejisi olabilmektedir (Ennis 2012, 3).

⁶ Pasif yatırım stratejisinde de sektör spesifik endeksler bulunabilmektedir. Örneğin ABD Küresel Havayolları Borsa Yatırım Fonu (US Global Jets ETF) endeksi sadece havayollarını içermektedir. (Schmalz 2017, 10).

⁷ Rakipler arasındaki azınlık hissedarlık bağları doğrudan veya dolaylı olarak ortaya çıkabilmektedir. Doğrudan bağlar, bir teşebbüsün rakibi üzerinde azınlık hissedarı olması veya iki rakip teşebbüsün karşılıklı olarak birbirinde azınlık hissedarı olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Doğrudan bağlar “çapraz hissedarlık” (cross-ownership) olarak da adlandırılabilir. Dolaylı bağ ise rakiplerin üçüncü bir taraf aracılığıyla birbirlerine bağlanması sonucu oluşmaktadır. (Şekilsel anlatım için bkz. OECD 2017, 9; Monopolkommission 2018, 8).

1.1.2. Azınlık Hissesi Kavramı

Azınlık hissedarlığı genel olarak bir hissedarın hedef teşebbüsün sermayeye bağlı oy haklarının %50'sinden daha azına sahip olduğu durumu ifade etmektedir (Fotis ve Zevgolis 2016, 22; OECD 2008, 20). Ancak bu tanım hissedarın hedef teşebbüs üzerinde “kontrol” veya “etki”⁸ sağlayan haklara sahip olup olmadığını açıklamadığından (OECD 2008, 20) rekabet hukuku literatürü azınlık hisselerini “kontrol sağlayan” ve “kontrol sağlamayan” azınlık hisseleri olarak ayırmaktadır (OECD 2017, 6). Bu doğrultuda, azınlık hissedarlıklarını sağladıkları haklara bağlı olarak üç kategoride sınıflandırmak mümkündür (Ünal 2008,5; Pini 2012, 575).

- **Aktif Azınlık Hisseleri:** Hedef teşebbüs üzerinde belirleyici etki uygulama imkânı veren azınlık hisseleridir.
- **Yarı Aktif Azınlık Hisseleri:** Hedef teşebbüs üzerinde kontrol sağlama hakkı vermemekle birlikte belirli bir etki uygulama imkânı veren azınlık hisseleridir.⁹
- **Pasif Azınlık Hisseleri:** Hedef teşebbüs üzerinde kontrol veya herhangi bir etki uygulama imkânı vermeyen azınlık hisseleridir. Dolayısıyla pasif azınlık hisselerine sadece finansal haklar özgülenmekte ve hedef teşebbüsün politikalarının doğrudan etkilenmesi engellenmektedir.

Kurumsal yatırımcıların portföylerindeki teşebbüsler üzerindeki hissedarlıkları genellikle %10'un altında olmakta (Monopolkommission 2018, 4; 6, dn.166, 38) ve bu hissedarlıklar rekabet hukukunun yoğunlaştığı kontrol veya etki sağlayan haklara dönüşmemektedir.¹⁰ Bu bağlamda, çalışma pasif azınlık hisseleri kapsamında ele alınmakta ve diğer türler kapsam dışında bırakılmaktadır.

⁸ “Etki” kavramı kontrole sahip olmaya yeterli olmayan ancak hedef teşebbüsün yönetim kuruluna üye atama, bazı kararlarını veto edebilme veya gizli bilgilerine erişebilme gibi yetkilerle ortaya çıkabilen ve “belirli bir etki” uygulama imkânı veren azınlık hisseleri olarak yorumlanmaktadır (Ünal 2008, 5; Pini 2012, 575).

⁹ Bkz. dn.8

¹⁰ Kurumsal yatırımcıların kontrol veya etki sağlayan haklara sahip olmamasına rağmen portföylerindeki teşebbüslerin davranışlarını etkileyebilme yolları Bölüm 2’de ele alınmaktadır.

1.1.3. Yatay Hissedarlık Kavramı

Yatay hissedarlık kurumsal yatırımcıların portföy çeşitlendirmesinin rakip teşebbüsler üzerine yoğunlaşması sonucu ortaya çıkan bir kavramdır. Terimsel olarak bir yatırımcının aynı anda birçok rakip teşebbüste kontrol sağlamayan azınlık hissedarlığının olması (OECD 2017, 9; OECD US 2017, 2) durumunu ifade etmektedir. Rekabeti kısıtlayıcı etkileri oligopolistik sektörler özelinde incelenen yatay hissedarlığın piyasalardaki görünümü çok karmaşık bir hal alabilmektedir. Bu bağlamda, daha net anlaşılması adına aşağıdaki tabloda yatay hissedarlığa örnek teşkil eden ve çalışmanın ilerleyen bölümlerinde değinilecek ampirik çalışmalardan birine konu olan ABD bankacılık sektöründeki teşebbüslerin hissedarlık yapılarına yer verilmektedir.

Tablo 1: ABD Bankacılık Sektörü Hissedarlık Yapısı¹¹

Banka Adı	Pay	Banka Adı	Pay	Banka Adı	Pay
JPMorgan Chase	%	Bank of America	%	Citigroup	%
Vanguard*	6,28	Berkshire Hathaway*	6,90	Blackrock*	6,43
Blackrock*	6,28	Vanguard*	5,94	Vanguard*	5,96
State Street *	4,12	Blackrock*	5,94	State Street*	4,04
Capital Research	3,68	State Street*	4,01	Fidelity*	3,00
Fidelity*	2,10	Fidelity*	2,37	Invesco	1,67
Banka Adı	Pay	Banka Adı	Pay	Banka Adı	Pay
Wells Fargo	%	PNC Financial	%	U.S. Bancorp	%
Berkshire Hathaway*	10,46	Wellington*	8,34	Blackrock*	6,51
Vanguard*	5,67	Vanguard*	6,30	Berkshire Hathaway*	5,94
Blackrock*	5,42	Blackrock*	5,03	Vanguard*	5,59
State Street*	3,68	State Street*	4,33	Fidelity*	4,12
Wellington*	2,55	Barrow Hanley	3,71	State Street*	3,84
Kaynak: Azar vd. (2018b, 1515)					
<i>*Yatay hissedar konumunda olan kurumsal yatırımcıları temsil etmektedir.</i>					

¹¹ Tabloda teşebbüslerin en büyük hissedarlarına yer verilmektedir.

Tablodan anlaşıldığı üzere, yatay hissedar konumunda olan kurumsal yatırımcılar oligopolistik bir sektörde birçok rakip teşebbüste kümülatif olarak %15-%25 aralığında veya daha fazla oranda hisseyi elinde bulundurabilmektedir (Campbell 2018, 2). Ancak kurumsal yatırımcılar bu düşük hissedarlık oranlarına rağmen hissedarlık yapısı oldukça dağınık olan teşebbüslerin en büyük hissedarları (*blockholder*) konumunda olmaktadır (Campbell 2018, 2; Monopolkommission 2016, 5). Bu nedenle, yoğunlaşmış bir pazar yapısında birçok firmanın veya tüm firmaların en büyük hissedarlarının aynı olduğu bir yapı ortaya çıkmaktadır (Fadiga 2019, 157).

1.2. YATAY HİSSEDARLIĞIN ORTAYA ÇIKIŞI ve YATAY HİSSEDARLIK YAPISI GÖSTEREN PİYASA ÖRNEKLERİ

Yatay hissedarlığın çıkış noktasını ABD'deki halka açık teşebbüslerin hissedarlık yapıları üzerindeki incelemeler oluşturmakla birlikte yatay hissedarlığın uluslararası ve hızla yükselen bir olgu olduğunu (Schmalz 2018, 416) belirtmek gerekmektedir. Nitekim konunun 2017'de OECD yuvarlak masa toplantılarında tartışılması sonrasında yapılan araştırmalar yatay hissedarlığın ABD piyasalarıyla sınırlı olmadığını ortaya koymuştur.

ABD'de kurumsal yatırımcılar halka açık şirketlerin %70-80'ini elinde bulundurmaktadır (Azar vd. 2018b, 1514). 2008 finansal krizi sonrasında kurumsal yatırımcıların aktif yatırım stratejisinden pasif yatırım stratejisine kayan yatırım tercihleri ve pasif yatırım stratejisine ilişkin yatırım araçlarının “üç büyük” (*big three*) olarak adlandırılan ABD merkezli Blackrock, Vanguard ve State Street adlı portföy yönetim şirketleri tarafından yoğunlukla tercih edilmesi (Fichtner vd. 2017, 298 ve 299) yatay hissedarlığın çıkış noktasını oluşturmaktadır. Zira bahsi geçen üç büyük kurumsal yatırımcı ABD'deki halka açık şirketlerin en az %40'ının en büyük hissedarları konumundadır (Fichtner vd. 2017, 313). ABD'de daha önce yer verilen bankacılık sektörü haricinde teknoloji, eczacılık, havayolları (Azar vd. 2018b, 1515 ve 1516), alkolsüz içecekler, kahvaltılık gevrekler (Posner vd. 2017, 49), süpermarket (Schmalz 2018, 416), ilaç (Newham vd. 2018, Gerakos ve Xie 2019) ve tohum (Torshizi ve Clapp 2019) yatay hissedarlık yapısı gösteren diğer piyasa örnekleri arasındadır.

Almanya’da hükümete rekabet politikaları konusunda tavsiyede bulunan Monopolkommission’in hazırladığı bir çalışmada kurumsal yatırımcıların 2017 yılında DAX endeksindeki¹² hisselerin %61,8’ini elinde bulundurduğu ve yatay hissedarlığın AB ve Almanya’da sıklıkla karşılaşılan bir durum olduğu belirtilmektedir (2018; 5 ve 7-8).¹³ AB’de bankacılık (OECD 2017, 15) ve telekomünikasyon (Monopolkommission 2018, 8 ve 10), Almanya’da petrol ve kimya (Monopolkommission 2018, 9 ve 11) halihazırda yatay hissedarlığa örnek olarak gösterilen endüstriler arasındadır. Birleşik Krallık’ta (BK) ise bireysel bankacılık ve sigorta sektörlerindeki yatay hissedarlık yapısı dikkat çekmektedir (OECD UK 2017, 10-12). Belirtmek gerekir ki AB genelinde yatay hissedarlığa örnek teşkil eden piyasalardaki teşebbüslerin birçoğunda da ABD’deki yatay hissedarlığın kaynağını oluşturan Blackrock, Vanguard ve State Street adlı portföy yönetim şirketleri en büyük hissedarlar arasında bulunmaktadır (Azar ve Schmalz 2017, 329). Dolayısıyla Atlantik’in iki yakasındaki rekabetçi endişelerin genellikle üç büyük portföy yönetim şirketi üzerinden ilerlediğini söylemek mümkündür.

Diğer taraftan her ülkenin gelişmişlik düzeyine, düzenleyici çerçevenin yatırım araçları bazında sunduğu teşviklere, bireylerin ve kurumların yatırım tercihlerine bağlı olarak farklı yatay hissedarlık yapıları ortaya çıkabilmektedir. Küçük bir ülke olan İzlanda bu duruma güzel bir örnek teşkil etmektedir. Yatay hissedarlığın kaynağını emeklilik fonlarının oluşturduğu İzlanda’da üç piyasa üzerinde yapılan incelemede; 2016 yılının ortalarında emeklilik fonlarının gayrimenkul sektöründeki hisselerin %45’ini, telekomünikasyon sektöründeki hisselerin %50’sini ve sigorta sektöründeki hisselerin %35’ini elinde bulundurduğu tespit edilmiştir (Óladóttir vd. 2017, 28). Örneğin en büyük dört emeklilik fonunun en büyük üç sigorta şirketinin her birinde %20-%40 aralığında hissedarlığı bulunmaktadır (OECD Iceland 2016, 6).

¹² Almanya’nın en önemli hisse senedi endeksidir. Borsada işlem gören en büyük 30 şirketi içermektedir.

¹³ Çalışmada, bazı hissedar bilgilerine ulaşılamaması ve sadece en büyük kurumsal yatırımcıların hissedarlıklarının dahil edilmesinden ötürü ulaşılan sonuçların yatay hissedarlığın seviyesini olduğundan daha az gösterme eğiliminde olabileceği belirtilmektedir (Monopolkommission 2018, 8, dn. 170).

Meksika da telekomünikasyon ve yayıncılık sektörlerinde yatay hissedarlık yapısına rastlandığını belirtmektedir (OECD Mexico 2017).

Çalışmanın bu bölümüne kadar bahsedilen hususlardan anlaşılacağı üzere, yatay hissedarlık yapısı gösteren piyasalarda dağınık bir hissedarlık yapısına sahip rakip teşebbüsler aynı hissedarları paylaşmakta ve bu hissedarlar da genellikle teşebbüslerin en büyük hissedarları olmaktadır. Bir sonraki başlıkta böyle bir hissedarlık yapısının hissedarların ve teşebbüslerin güdülerinde meydana getirebileceği değişikliklere yer verilecek, bu doğrultuda firmanın amaç fonksiyonunun nasıl şekilleneceği incelenecektir.

1.3. YATAY HİSSEDARLIĞIN FİRMANIN AMAÇ FONKSİYONUNDA MEYDANA GETİREBİLECEĞİ DEĞİŞİKLİKLER

Sanayi iktisadi firmanın kendi değerini maksimize ettiğini varsaymaktadır. Bu varsayımın iktisadi düşünce tarihindeki yeri 1930'larda ortaya çıkan ve işletmelerin hissedarlarının tercihlerini dikkate almaksızın kendi değerini maksimize etmesi gerektiğini savunan Fisher Ayrılığı Teoremine (*Fisher Separation Theorem*) kadar uzanmaktadır (Schmalz 2018, 419). Firmanın kendi değerini maksimize etmesi gerektiğinin arkasında ise böyle bir politikanın tüm hissedarlara hizmet edeceği varsayımı yatmaktadır. Bu kapsamda, portföyünü çeşitlendirmiş bir hissedarın her durumda portföyündeki firmaların kendi değerini maksimize etmesinin hissedara fayda sağlayıp sağlamayacağı veya hissedarları portföy çeşitlendirmesi yapmış bir firmanın yine kâr maksimizasyonu yönünde hareket edip etmeyeceği soruları akla gelmektedir.

Portföy çeşitlendirmesinin finans literatürüne kazandırılması sonrasında yapılan çalışmalar bu sorulara verilecek cevaplar bakımından önem taşımakta olup devam eden başlıkta ele alınacak olan yatay hissedarlığın yaratabileceği tek taraflı etkilerin temelinin bu çalışmalar oluşturmaktadır.

Schmalz (2018, 419), Hart (1979) tarafından yapılan çalışmayı aktararak piyasaların ancak rekabetçi olması durumunda hissedarların firma değerinin maksimizasyonu konusunda hemfikir olabileceğini belirtmektedir. Hansen ve Lott (1996) da ürün piyasalarının tam rekabetçi olmadığından hareketle gerçekleştirdikleri çalışmada; portföyünü tamamen çeşitlendirmiş (*completely*

diversified) hissedarların portföylerindeki firmaların eylemlerinin birbirlerine dışsallık getirmesi durumunda firmaların bu dışsallıkları içselleştirmesini¹⁴, ayrıca hissedarların firma değeri maksimizasyonu yerine portföy değeri maksimizasyonunun sağlanmasını tercih edeceği sonucuna ulaşmışlardır.¹⁵

Hansen ve Lott (1996, 45) çalışmalarında firmaların hissedarlarının çıkarları doğrultusunda hareket ettiklerini varsaymıştır. Rotemberg (1984) de benzer bir yaklaşımı benimseyerek portföy çeşitlendirmesinin piyasadaki rekabet üzerinde yaratabileceği etkilere ışık tutmuştur.¹⁶ Yazarın sunduğu modelde; aynı hissedarların tüm firmalarda eşit olarak portföy çeşitlendirmesi yapması durumunda, firmaların rekabet etme güdülerinin yok olması nedeniyle firma değeri maksimizasyonu yerine sektörün kâr maksimizasyonunu benimsediği ve piyasadaki çıktı seviyesinin monopol düzeyine düştüğü sonucuna ulaşılmaktadır.¹⁷ Öyle ki Rotemberg (1984, 1 ve 32) katı sayılabilecek bir yaklaşımla portföy yapısı oldukça geniş olan ve özellikle belirli sektörlerle yoğunlaşan yatırım fonlarının rekabet ortamına en çok zararı verdiğini ve portföy çeşitlendirmesini azaltan devlet müdahalelerinin rekabeti teşvik ederek potansiyel olarak yararlı olacağını belirtmektedir.

Yer verilen çalışmaların ilk ortak özelliği hissedarların portföylerini tam olarak çeşitlendirmiş olmalarından ötürü portföy değeri maksimizasyonu konusunda

¹⁴ Hansen ve Lott (1996, 47) dışsallıkların içselleştirilmesini 1980'lerin sonunda ABD'deki petrol şirketi Texaco ve motor yağı şirketi Pennzoil arasında yaşanan ve dava sürecine taşınan bir uyuşmazlıkla örneklendirmektedir. Her iki firmanın yönetimi dava sürecinden galip çıkacağı umuduyla uzun bir yasal mücadeleye girişmeye hazırlanırken (Rubin 2006, 209), portföyünü çeşitlendirmiş ve her iki firmada hissedar olan yatırımcılar avukatlara gidecek nakit akışı konusunda endişe etmiştir. Nitekim olayda, büyük bir emeklilik fonu olan TIAA-CREF uyuşmazlığın minimum yargısal süreçler ile çözülmesi için taraflara büyük baskı yapmış ve TIAA-CREF'in başkan yardımcısının açıklamasına göre bu baskı sayesinde dava olması gerekenden çok daha erken çözülmüştür.

¹⁵ Benzer bir değerlendirme için bkz. Rubin (2006), Gordon (1990).

¹⁶ Teşebbüslerin hissedarlık yapılarının piyasa üzerindeki sonuçlarını konu edinen başka bir çalışma için bkz. Bolle ve Güth (1992).

¹⁷ Rotemberg (1984, 1 ve 32) ulaştığı sonucu iş birliği (*collusive*) olarak nitelendirmekte, diğer taraftan bu sonuç için iş birliğinden sapanlara bir cezalandırma mekanizması olmasına ve firma yöneticileri arasında iletişim olmasına gerek olmadığını, sonucun yalnızca firma yöneticilerinin hissedarlarının çıkarları doğrultusunda hareket etmesinden ötürü ortaya çıktığını belirtmektedir (1984, 12). Bu nedenle, Schmalz (2018, 420) yazarın iş birliği ifadesinin geleneksel kullanımının aksini ifade ettiğini, ulaşılan sonucun her firmanın tek tarafı olarak hissedarlarının çıkarını maksimize etmesi nedeniyle ortaya çıktığını belirtmektedir.

hemfikir olmalarıdır.¹⁸ Ancak tahmin edileceği üzere, gerçek hayatta bir firmanın hissedarlarının tümünün çeşitlendirme yapmış olma ihtimali düşük olduğundan çeşitlendirme yapmış ve yapmamış hissedarlar arasında bir fikir uyuşmazlığının ortaya çıkması muhtemeldir. Rotemberg (1984) bu hususa da işaret etmekte, ancak sektörün kâr maksimizasyonu doğrultusunda hareket edilmesinin firma kazancını agresif bir rekabet ortamında elde edilecek firma kazancından daha yüksek seviyeye çıkarabilecek olması nedeniyle çeşitlendirme yapmamış hissedarların çeşitlendirme yapmış hissedarlarla hemfikir olabileceğini, dolayısıyla amaç fonksiyonunun yine aynı yönde şekillenebileceğini belirtmektedir.

Çalışmaların ikinci ortak özelliği ise firmaların hissedarlarının çıkarları doğrultusunda hareket etmeleri, bir başka deyişle hissedar değeri maksimizasyonunu (*shareholder value maximization*) benimsemeleridir. Dolayısıyla firmaların neden böyle bir güdüyle hareket edeceği cevaplanması gereken bir diğer sorudur. Azar (2017) tarafından oligopolistik bir sektör yapısında hissedarların portföy çeşitlendirmesi yapmış olduğu varsayımıyla geliştirilen model bu soruya bir cevap sunmaktadır. Model, firma yönetiminin hissedarların olumlu oyunu almak veya yeniden seçilme ihtimallerini en üst seviyeye çıkarmak istemeleri durumunda firmanın amaç fonksiyonunun hissedarların tüm hissedarlıklarından elde edeceği gelirin ağırlıklı ortalamalarını maksimize etme yönünde şekilleneceğini göstermektedir. Gordon (1990, 17-21) ise ücretlendirme politikalarının hissedarların çıkarlarının dikkate alınmasını sağlayacak şekilde tasarlanmasının etkili bir unsur olabileceğine işaret etmektedir.¹⁹

¹⁸ Çalışmalardaki bir diğer varsayım hissedarların firmaların ürünlerinin tüketicisi konumunda olmalarıdır. Farrell (1985) bu hususu dikkate alarak yaptığı çalışmada; hissedarların yalnızca tüketim oranlarının hissedarlık oranlarına eşit olması durumunda rekabetçi sonuçları tercih edeceği, aksi takdirde kâr maksimizasyonu amacının tüketicisi olarak elde edilecek çıkarların içselleştirilmesini sağlayacağını ve üretimin rekabetçi seviyenin altına düşeceği sonucuna ulaşmaktadır (Farrell'den aktaran Schmalz (2018, 421)).

¹⁹ Ücretlendirme politikalarının yatay hissedarlık özelinde teşebbüs davranışlarını etkilemesine yönelik savlara Bölüm 2'de yer verilmektedir.

1.4. YATAY HİSSEDARLIĞIN YARATABİLECEĞİ ANTİREKABETÇİ ETKİLER ve YATAY HİSSEDARLIĞIN PAZAR YOĞUNLAŞMASINA ETKİSİNİ ÖLÇME YÖNTEMİ

1.4.1. Antirekabetçi Etkiler

1.4.1.1. Tek Taraflı Etkiler

Yatay hissedarlığa yönelik tek taraflı etkiler portföydeki teşebbüsler arasında açık veya gizli bir anlaşma olmaksızın teşebbüslerin sadece kendi hissedarlarının portföy yapısını dikkate alması ve teşebbüslerin farklı hissedarlar tarafından kontrol edildiği bir senaryoya kıyasla rekabet etme güdülerinin düşmesinden kaynaklanmaktadır.²⁰ Bahse konu tek taraflı etkilerin iktisadi ve teorik çerçevesi ise literatürde uzun sayılabilecek bir geçmişe sahip rakipler arası azınlık hissedarlıklarının²¹ bir uzantısı olarak karşımıza çıkmaktadır (Patel 2018, 10; OECD 2017, 18). Bu nedenle, öncelikle rakipler arası azınlık hissedarlığının tek taraflı etkilerini örneklendirmek yerinde olacaktır.

Piyasada A ve B olarak faaliyet gösteren iki rakip teşebbüs ele alındığında, A'nın tek taraflı bir eylemle fiyatlarını artırması durumunda müşterilerinin bir kısmı B'ye gidebilecek, bu durum A'nın fiyat artırma kararı üzerinde bir kısıtlama yaratabilecektir (OECD 2017, 18). Ancak A'nın B'de azınlık hissesi bulunması durumunda bu sonuç değişebilecektir. Zira A fiyat artırma sonucunda talebin bir kısmını kaybedebilecek olsa da B'de sahip olduğu azınlık hissedarlığı ile B'nin kârına ortak olduğundan (Ezrachi ve Gilo 2008, 330) toplam net kârını artıracaktır. Bu durum rakipler arasında doğrudan oluşan bir bağın sonucudur.

Benzer şekilde, rakip firmalarda azınlık hissedarı olan bir yatırımcının da portföyündeki teşebbüslerin her birinin fiyatlandırmaya ilişkin davranışlarının rakip teşebbüsler üzerinde yarattığı dışsallıkları dikkate almalarında bir çıkarı bulunmaktadır. Dolayısıyla teşebbüs yöneticilerinin hissedarlarının tercihlerini nasıl dikkate aldıklarına bağlı olarak benzer etkiler yatırımcıların rakiplerde

²⁰ Nitekim yatay hissedarlar en güçlü hissedarlar olarak bağımsız hissedarları dışlayabildiklerinde firmalar agresif bir rekabet stratejisini destekleyebilecek hissedarlarını kaybedeceklerdir (Azar vd. 2017, 12).

²¹ Rakipler arası azınlık hissedarlıklarının tek taraflı etkilerine yönelik olarak sanayi iktisadi kapsamında yapılan çalışmalar için bkz. Reynolds ve Snapp (1986), Breshanan ve Salop (1986), O'Brien ve Salop (2000).

azınlık hissedarı olması durumunda da ortaya çıkabilecektir.²² Nitekim stratejisini hissedar değerini maksimize etmek²³ olarak belirleyen teşebbüsler alacakları kararların sonucunu rakipleriyle sadece doğrudan bağları olmaları durumunda değil, rakipleriyle aynı hissedarları paylaşmaları durumunda, yani dolaylı bağları olmaları durumunda da dikkate alabilecektir (Monopolkommission 2018, 21).

Bu bilgiler ışığında, teorinin yatay hissedarlık kavramına uyarlanmasında bir kurumsal yatırımcının oligopolistik bir sektörde tüm teşebbüslerde veya çoğu teşebbüste hissedar olduğunu varsayalım. Kurumsal yatırımcının bu noktadaki amacı tüm hissedarlıklarından elde edeceği getiriye maksimize etmektir. Dolayısıyla portföy şirketleri arasındaki yoğun rekabet fiyatların ve kâr marjlarının düşmesine neden olabileceğinden bu amaca ters düşecektir (Monopolkommission 2016, 7; Azar vd. 2017, 12). Teşebbüslerden biri tek taraflı olarak daha az rekabet etmeyi seçip fiyatını artırırsa kaybedeceği talebin bir kısmı (*rakipler arası azınlık hissedarlığı örneğindeki gibi*) rakiplerine gideceğinden tek taraflı fiyat artışı yatırımcının perspektifinden kârlı olacaktır. Nitekim fiyat artışından ötürü rakiplere kayan müşterilerden kaynaklanan kayıplar yine aynı rakiplerin kazançları ile telafi edilebilecektir (OECD 2017, 18).

Tek taraflı etkiler bağlamında olası bir diğer zarar teorisi fiyat rekabetinin yanı sıra dinamik rekabet sürecinin de baltalanabilecek olmasıdır. Örneğin bir kurumsal yatırımcının portföyünde bulunan teşebbüslerden birinin inovasyon rekabetine odaklanması mevcut durumdaki maliyetlerini artıran faaliyetlere yönelmesine, dolayısıyla da kârlılığının düşmesine neden olacaktır. Öte yandan teşebbüsün inovasyona yönelmesiyle elde edeceği kazanımlar ilerleyen dönemlerde fiyat rekabetinde daha agresif davranmasına, böylece rakiplerinin gelecekteki kârlılığının düşmesine sebep olabilecektir. Dolayısıyla bu durum yatay hissedar konumunda olan kurumsal yatırımcıların portföy değerini olumsuz anlamda etkileyecektir. Bu nedenle, inovasyon rekabetinin rakipler arasında yatay hissedarlık olması halinde teşebbüslerin birbirinden tam bağımsız olduğu duruma göre daha az olması muhtemeldir.²⁴

²² http://ec.europa.eu/competition/consultations/2013_merger_control/consultation_annex1_en.pdf, para. 39, Erişim Tarihi: 26.03.2019

²³ Bkz. 1.3. başlık.

²⁴ Case M.7932-Dow/DuPont (2017), Annex 5, para.56-60. Kararın detaylarına Bölüm 3'te değinilecektir.

Hemen belirtmek gerekir ki ortaya çıkan tek taraflı etkiler yatay hissedarların daha az rekabet etmesi için teşebbüsleri yönlendirmesinin veya teşebbüslerle iletişim kurmasının bir sonucu olarak değil (Patel 2018, 9; Schwalbe 2018, 598; Elhauge 2016, 1270; Azar vd. 2018b, 1518; Seldeslachts vd. 2017, 304), sadece teşebbüs yöneticilerinin bazı hissedarlarının aynı zamanda rakip teşebbüslerde hissedar olduğunun farkında olarak karar almasından kaynaklanmaktadır (Patel 2018, 9; Schwalbe 2018, 598). Nitekim Elhauge (2016, 1270; 2017b, 37) yatay hissedarlık sonucunda oluşan antirekabetçi güdünün tamamen yapısal ve bağımsız hareket eden firmaların fiyatlama davranışında değişikliğe neden olan bir olgu olduğunu belirtmektedir. Patel (2018, 9-10) ve Seldeslachts vd. (2017, 304) da bu durumun ortaya çıkması için yatay hissedarların çoğunluk paya sahip olmasına gerek olmadığını, rakip teşebbüsteki küçük bir hissedarlığın bile teşebbüsün rekabet etme güdüsünü düşürme potansiyeline sahip olduğunu belirtmektedir.

1.4.1.2. Koordinasyon Doğurucu Etkiler

Yatay hissedarlığa yönelik mevcut literatür çoğunlukla tek taraflı etkiler üzerine kurulu olsa da yatay hissedarlığın rekabeti kısıtlama potansiyeli olan bir diğer yönü açık veya gizli anlaşma (*explicit or tacit collusion*) yoluyla koordinasyon doğurucu etkilere yol açabilecek olmasıdır.

Oligopolistik bir sektörde tüm firmalarda veya birçok firmada hissedar olan kurumsal yatırımcı, portföyündeki rakip teşebbüsler arasında bir kartel oluşturulmasını teşvik eden ve karteli yöneten konumunda olabilecektir (Rock ve Rubinfeld 2017a, 2; 2017b, 36). Söz konusu senaryo sektör birlikleri veya derneklerinin karteli kolaylaştırmak konusundaki potansiyel rolüne benzer olduğundan rekabet otoritelerinin oldukça aşına olduğu bir duruma örnek teşkil etmektedir (OECD 2017, 20).

Koordinasyon doğurucu etkilerin ortaya çıkabileceği bir diğer senaryo, kurumsal yatırımcının portföyündeki teşebbüsler arasında bilgi değişimini sağlayan bir koordinasyon aracına dönüşmesidir. Bu noktada akla kurumsal yatırımcıların kontrol veya etki sağlayan haklara sahip olmadan hangi kanallarla portföylerindeki teşebbüslerin bilgilerine ulaşabileceği gelebilecektir. Çalışmanın

bir sonraki bölümünde detaylıca ele alınacak olduğu üzere, kurumsal yatırımcılar kurumsal yönetim faaliyetleri aracılığıyla portföylerindeki teşebbüslerin yönetim kurulu ve/veya yönetimiyle birebir görüşmelerde bulunabilmektedir. Söz konusu görüşmelerin pazardaki şeffaflığı artıran ve tarafların pazardaki stratejilerini değiştirebilecek nitelikte olan rekabete duyarlı bilgileri içermesi ve bu bilgilerin rakip teşebbüsler arasında paylaşılması kurumsal yatırımcının hub, portföydeki teşebbüslerin de spoke olarak hareket ettiği (Segerra 2018, 3) topla-dağıt (hub-and-spoke) tipi kartel yapılına benzer bir yapı ortaya çıkarabilecektir.

Yatay hissedarlık tek bir kurumsal yatırımcının portföyündeki firmalar arasındaki koordinasyonu sağlayabilmesinin yanı sıra aynı teşebbüslere yatırım yapan kurumsal yatırımcıların ekonomik çıkarlarının aynı doğrultuda şekillenme ihtimalinden ötürü yatay hissedarların da doğrudan koordinasyon doğurucu bir eylemde bulunmasına yol açabilecektir. Rock ve Rubinfeld (2018, 17) ve Anton vd. (2018, 5, dn.2) bu duruma örnek olarak 2017 yılının Aralık ayında Wall Street Journal’da yer alan bir haberi aktarmakta, ABD’deki petrol ve gaz üreticilerinde yatay hissedar konumunda olan 12 kurumsal yatırımcının hissedar oldukları şirketlerin düşük kârlılık oranlarından memnun olmamaları nedeniyle bir araya geldiklerini ve toplantının odak noktasının portföydeki teşebbüslerin petrol arzını azaltarak fiyatların yükseltilmesini sağlamak olduğunu belirtmektedir.

Gizli anlaşmanın sürdürülebilir olması oyuncuların ortak bir anlayışa varması, koordinasyondan sapmaların tespit edilebilmesi ve koordinasyondan sapanlara uygulanabilecek birtakım caydırıcı mekanizmaların var olmasına bağlıdır (Ordover 2008, 1374). Her ne kadar oligopolistik yapıda olan bir pazarda firmalar yatay hissedarlıktan bağımsız olarak gizli anlaşmaya meyilli olsa da kurumsal yatırımcılar iş birlikçi sonucun sürdürülebilir olması açısından aktif bir rol üstlenebilecektir. Ancak bu konuda kesin bir kanaate varmak mümkün görünmemektedir. Oligopolistik bir sektörde hissedarların portföy çeşitlendirmesi yoluyla tüm oyuncularda hissedar olması durumunda koordinasyondan sapmayan firmaların kayıplarına katlanmak durumunda kalması (Hansen ve Lott 1996, 47) kurumsal yatırımcıyı iş birlikçi sonucun sürdürülebilir olmasını sağlaması yönünde teşvik edebilecektir. Öte yandan yatay hissedarlık tek taraflı etkilere yol açarak firmanın yatay hissedarlık olmayan bir duruma göre kârlılığını yükseltiyorsa

firmanın koordinasyondan sapması ve cezalandırılması aşamasında kârlılığı daha yüksek olacak, bu durum da firmaya uygulanacak cezalandırma mekanizmasının yumuşatılmasını sağlayıp anlaşmanın sürdürülebilirliğini zorlaştıracaktır (Patel 2018, 46).

1.4.2. Yatay Hissedarlığın Pazar Yoğunlaşmasına Etkisini Ölçme Yöntemi: Uyarlanmış HHI (Modified HHI-MHHI)

Yatay hissedarlığı analizlere dahil etmek için türetilen MHHI'nın metodolojisi rekabet otoritelerinin yatay birleşmelerde²⁵ pazardaki yoğunlaşma oranını ölçmek için sıkça kullandığı HHI²⁶ üzerine inşa edilmiştir (OECD 2008, 27). İlk olarak Breshanan ve Salop (1986) tarafından rakipler arasında kurulan bir üretim ortak girişiminin etkilerini ölçmek üzere kurgulanmış olan MHHI, daha sonra O'Brien ve Salop (2000) tarafından rakipler arasındaki azınlık hissedarlıklarında farklı kontrol senaryoları baz alınarak geliştirilmiştir.²⁷ O'Brien ve Salop (2000) tarafından oluşturulan model yatay hissedarlığın iktisadi ve hukuki tartışmalarının temelini oluşturmaktadır (Patel 2018, 11 ve 12). Bir başka deyişle MHHI'nın yatay hissedarlığa uyarlanması da kaynağını yine rakipler arası azınlık hissedarlığına yönelik modellerden almaktadır.

MHHI, HHI ve MHHI delta bileşenlerinin toplamından oluşmaktadır (MHHI=HHI+MHHI delta). MHHI'nın HHI'dan ayrılan yönü şu şekilde açıklanabilir: HHI'da firmaların bağımsız karar alıcılar olarak hareket ettiği, dolayısıyla firma değerinin maksimize edilmeye çalışıldığı varsayılırken; MHHI'da firmalar hissedarlarının getirilerinin ağırlıklı toplamını maksimize etmeye çalışmakta (Lambert ve Sykuta, 2018, 57; Posner vd. 2017, 13), böylece hissedarların rakip teşebbüsler üzerindeki hissedarlıklarının da pazar yoğunlaşmasına etkisi hesaba katılmaktadır.²⁸ Bu nedenle, bir teşebbüsün rakibi ile aynı hissedar(lar)ı paylaşması durumunda pazardaki yoğunlaşmanın daha fazla olacağı ve teşebbüslerin daha az rekabet edeceği varsayılmaktadır

²⁵ Birleşme terimi çalışma boyunca, devralma ve ortak girişim kavramlarını da içerecek şekilde kullanılmıştır.

²⁶ Herfindahl-Hirschman Index. HHI pazarda faaliyet gösteren teşebbüslerin pazar paylarının karelerinin toplamından oluşmaktadır.

²⁷ Kontrol senaryoları için bkz. O'Brien ve Salop (2000, 594-598).

²⁸ Bu etki MHHI delta ile hesaba katılmaktadır. Dolayısıyla MHHI delta'nın pazardaki firmaların yatay hissedarlar ve kontrol aracılığıyla birbirine ne kadar bağlı olduğunu (Azar vd. 2018b, 1522; Anton vd. 2018, 14 ve 15; Lianos vd. 2017, 461) ölçen bir değişken olduğu söylenebilecektir.

(Monopolkommission 2018, 25 ve 26). MHHI ne kadar yüksek olursa yatay hissedarlığın pazardaki yoğunlaşma üzerindeki etkisi o denli yüksek olacaktır. Belirtmek gerekir ki MHHI teşebbüslerin yatay hissedarlıktan kaynaklı olarak rekabet etme güdülerinin düşmesini, eş deyişle tek taraflı etkileri hesaba katmaktadır (Lianos vd. 2017, 461).

S_j 'nin j firmasına ait pazar payını, S_k 'nin k firmasına ait pazar payını, β_{ij} 'nin i hissedarının j firması üzerindeki hisse oranını, β_{ik} 'nin i hissedarının k firması üzerindeki hisse oranını, γ_{ij} 'nin i hissedarının j firması üzerindeki kontrol ağırlığını, M'nin hissedar sayısını ve N'nin pazardaki firma sayısını temsil ettiği durumda MHHI'ya yönelik kurgulanmış formül aşağıdaki gibi olmaktadır.²⁹

$$MHHI = \underbrace{\sum_{j=1}^N s_j^2}_{HHI} + \underbrace{\sum_{j=1}^N \sum_{\substack{k=1 \\ k \neq j}}^N \frac{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i=1}^M \gamma_{ij} \beta_{ij}} s_j s_k}_{MHHI-Delta}$$

MHHI yatay hissedarlığın analizlere dahil edilmesine yönelik bir ölçüt olarak faydalı olsa da MHHI'ya atfedilen birtakım eleştiriler bulunmaktadır. Pratiklik açısından yöneltilebilecek eleştiri, hesaplamının birçok veri setinin hazır bulunmasına bağlı olmasıdır. Nitekim MHHI'nın hesaplanabilmesi için portföydeki teşebbüslerin pazar paylarına, yatay hissedarların her bir teşebbüs üzerindeki hissedarlık oranlarına ihtiyaç duyulmakta ve formülde γ_{ij} ile sembolize edilen kontrol ağırlıklarına³⁰ karar verilmesi gerekmektedir (Monopolkommission 2018, 27). Söz konusu kontrol ağırlıkları için en basit yöntem (Monopolkommission 2018, 27) genellikle her bir hissedarın hissedarlık oranı kadar firmalar üzerinde kontrol sahibi olduğunu varsayan oransal kontrol (*proportional control*) yaklaşımıdır³¹ (Posner vd. 2017, 12 ve 13; OECD 2017, 19). Hissedarların kontrol ağırlıklarının firmanın en büyük hissedarının hissedarlığına oranlanması veya

²⁹ Eğer pazarda yatay hissedarlık yoksa, firmalar kararlarını alırken hissedarlarının getirisini dikkate almıyorsa veya firma üzerinde kontrol sahibi bir hissedar varsa MHHI delta=0 olmakta ve MHHI=HHI olmaktadır. Bu durumda, yatay hissedarlığın pazardaki yoğunlaşmaya etkisi bulunmamaktadır.

³⁰ Bu değişkenin hissedarların teşebbüslerin karar alma sürecindeki etkisini temsil ettiği söylenebilecektir.

³¹ Oransal kontrol yaklaşımıyla örnek bir MHHI hesaplaması için bkz. Ek-2.

oylarının oy çoğunluğuna ulaşmadaki etkisinin dikkate alınması gibi alternatif yöntemlerle hesaplanması da mümkündür³² (Monopolkommission 2018, 27).

Patel (2018, 4) MHHI'nın belirli varsayımlara dayalı bir model üzerine inşa edildiğini, bu nedenle gerçekteki piyasa koşullarının farklı olması durumunda MHHI'nın antirekabetçi etkilerin gösterilmesi bakımından iyi bir kıstas olamayacağı endişesini taşımaktadır.³³ O'Brien ve Waehrer (2017, 744) ise MHHI'nın yatay hissedarlığın fiyatlar üzerindeki etkilerinin gösterilebilmesi noktasındaki eksikliklerine yoğunlaşmaktadır. Formülden anlaşıldığı üzere, MHHI pazardaki yoğunlaşma oranı ve oyuncuların pazar paylarına ilişkin verileri içermektedir. Örneğin simetrik bir oligopol piyasada, bir firmanın marjinal maliyetinde gerçekleşen azalma fiyatlarının düşmesini sağlayabilecek, aynı zamanda da fiyatlarının düşmesi nedeniyle pazar payını, dolayısıyla yoğunlaşma oranını artırabilecektir. Benzer şekilde, yatay hissedarlıkta MHHI'nın yükselmesine neden olan bir değişiklik de fiyatı düşürebilecek veya yatay hissedarlıkta MHHI'nın düşmesine neden olan bir değişiklik fiyatı yükseltebilecektir.

Diğer taraftan MHHI yalnızca iktisadi literatürde tartışılmakla kalmamış Komisyonun mevzuat düzenlemelerine ve bazı kararlarına da yansımıştır. Örneğin, Komisyonun Yatay Birleşme Rehberinde³⁴ pazarda çapraz hissedarlıkların veya ortak girişimlerin olması durumunda Komisyonun MHHI'ya başvurabileceği belirtilmektedir. Nitekim MHHI'ya, Komisyonun rakipler arası azınlık hissedarlığını konu edinen *Exxon/Mobil*³⁵, *Schneider/Legrand*³⁶ ve yatay hissedarlığı konu edinen *Dow/Dupont*³⁷ kararlarında yer verilmiştir.

³² Örnek için bkz. Azar vd. (2018b, 1544-1546).

³³ MHHI'da, HHI'daki gibi, pazara dışarıdan ürün girişi bulunmamaktadır, giriş engelleri vardır, etkinlik kazanımı yoktur ve pazarda başka rekabetçi etkiler bulunmamaktadır (O'Brien ve Salop 2000, 596-597).

³⁴ Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council regulation on the control of concentration between undertakings, dn.25.

³⁵ Case No IV/M.1383-*Exxon/Mobil* (1999)-para. 254-256

³⁶ COMP/M.2283-*Schneider/Legrand* (2002)-para. 13-21

³⁷ Case M.7932-*Dow/DuPont* (2017). Kararın detaylarına Bölüm 3'te değinilecektir.

1.5. YATAY HİSSEDARLIĞIN REKABET ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNE YÖNELİK AMPİRİK ÇALIŞMALAR

Yatay hissedarlığın rekabet hukukunda tartışılması iktisadi literatürdeki ampirik çalışmalar sonrasında başlamıştır. ABD havayolları sektöründe gerçekleştirilen ampirik çalışmanın yatay hissedarlığın rekabet hukuku literatürüne kazandırılmasını sağlayan ve en çok ses getiren çalışma olduğu söylenebilecektir. Çalışmanın mimarları Azar vd. (2018b, 1514)'a göre sanayi iktisadı aynı yatırımcıların rakipler üzerindeki hissedarlıklarının teşebbüslerin rekabet etme güdülerini azaltabileceğini savunmasına rağmen bu zamana kadarki ampirik çalışmalar finansal kuruluşların rakipler üzerindeki yatay hissedarlıklarının teşebbüslerin amaç fonksiyonları ve ürün pazarındaki etkileri açısından herhangi bir sorun yaratmayacağını varsaymıştır. Bu varsayımın doğru olmayabileceğinden hareketle gerçekleştirilen çalışmada; ABD havayolları sektöründe 2001-2014 yıllarına ilişkin her bir rotaya özel veriler kullanılarak öncelikle yıllar itibarıyla MHHI hesaplanmış, ardından MHHI değerleri ile uçak bileti fiyatları arasındaki korelasyon incelenmiştir. Çalışma sonucunda MHHI ile uçak bilet fiyat artışları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuş ve bilet fiyatlarının yatay hissedarlardan ötürü %3-%12 aralığında daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Azar vd. 2018b).

Çalışmadaki bir diğer sonuç MHHI deltanın 2001 yılında 1400 olduğu, 2006'dan 2007'ye kadar 1000'e gerilediği ve 2014 yılının son çeyreği için 2500'e yükseldiğidir. ABD Yatay Birleşmeler Rehberinde³⁸ HHI değeri 2500'ün üzerinde olan pazarlar yüksek derecede yoğunlaşmış olarak kabul edilmekte ve bu pazarlarda HHI'da 200 birimden fazla artışa neden olan birleşmelerin pazar gücünü artıracığı varsayılmaktadır.³⁹ Dolayısıyla yazarlar ABD Yatay Birleşmeler Rehberindeki ölçütün MHHI'ya uyarlanması halinde, havayolu sektöründe MHHI deltada yatay hissedarlardan kaynaklanan artışın rekabetçi endişeyi artıran eşikten 10 kat daha fazla olacağı sonucuna ulaşmaktadır (2017, 13; 2018b, 1526 ve 1559).

Yatay hissedarlığa ilişkin bir diğer çalışma ABD bankacılık sektörü üzerinde gerçekleştirilmiştir. Azar vd. (2019) tarafından 2002-2013 yılları arasındaki

³⁸ Horizontal Merger Guidelines, U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission

³⁹ A.g.k, s. 19

bankacılık verileri kullanılarak gerçekleştirilen çalışmada; yatay hissedarlığın hesap işletim ücretleri, hesap işletim ücretinden muaf tutulmak için hesapta bulunması gereken mevduat miktarı ve mevduat faiz oranları arasındaki ilişkisi test edilmiştir. Bu çalışmada, bankalar üzerinde kurumsal yatırımcıların yatay hissedarlığı dışında bankaların da kendi arasında çapraz hissedarlığı bulunması nedeniyle her iki durumu dikkate alan genelleştirilmiş HHI (GHHI)⁴⁰ ölçüt olarak kullanılmıştır. Çalışmada, GHHI'nın arttığı dönemde hesap işletim ücretlerinin ve hesap işletim ücretinden muaf tutulmak için hesapta bulunması gereken mevduat miktarının arttığı, ayrıca mevduat faiz oranlarının düştüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Akademik camiadaki ekonomistler tarafından yapılan ampirik çalışmalar nadiren akademi sınırları dışındakilerin dikkatini çekmektedir (Rock ve Rubinfeld 2017b, 2). Ancak ABD havayolları ve bankacılık sektöründeki ampirik çalışmalar gerek sermaye piyasalarını gerek çalışmanın ilerleyen bölümlerinde değinilen kurumsal yönetim politikalarını yakinen ilgilendirmesi hasebiyle bu teamülün bir istisnası olmuştur. ABD havayolları çalışması kullanılan metodoloji, nedensellik bağları ve kavramsal yaklaşım açısından O'Brien ve Waehrer (2017), Kennedy vd. (2017), Dennis vd. (2018) ve Rock ve Rubinfeld (2017a, 2017b) tarafından; ABD bankacılık çalışması O'Brien ve Waehrer (2017) tarafından eleştirilere maruz kalmıştır.⁴¹ Kennedy vd. (2017) ve Dennis vd. (2018) tarafından yine ABD havayolları üzerinde farklı metodolojiler kullanılarak yapılan çalışmalarda yatay hissedarlık ve bilet fiyatları arasında herhangi bir ilişki bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak söz konusu eleştirilere ve çalışmalara da ABD havayolları çalışmasının mimarları Azar vd. (2018a, 2018c) ve Elhauge (2018, 17-23; 2019, 14-28) tarafından kullanılan veri seti ve metodolojik yaklaşım gibi sebeplerden ötürü şüpheyle yaklaşılmaktadır.

⁴⁰ Örneğin bir hissedarın A firmasında %10 hissedarlığı, A firmasının da B firması üzerinde %30 hissedarlığı bulunuyorsa hissedar B'nin %3'üne ($0.10 \cdot 0.30$) sahip olmaktadır (O'Brien ve Waehrer 2017, 750, dn.50). MHHI ve GHHI arasındaki fark genellikle büyük olmamakla birlikte, kimi zaman önemli boyutlara ulaşabilir (Elhauge 2016, 1277, dn.48).

⁴¹ Eleştirilerin iktisadi modellemeye ilişkin yönlerine çalışmanın amaç ve kapsamını aşmasından ötürü detaylıca yer verilmemiştir. Ayrıca O'Brien ve Waehrer (2017) ve Kennedy vd. (2017) tarafından yapılan çalışmalara ABD Yatırım Şirketi Enstitüsü (Investment Company Institute) tarafından finansal destek sağlanmasından ötürü (bkz. O'Brien ve Waehrer 2017, 729 ve Kennedy vd. 2017, 1) akademik camia tarafından eleştiriyle yaklaşılmaktadır (bkz. Schmalz 2017, 7 ve 14; Elhauge 2017b, 38; 2018, 17; 2019, 21 ve 22 dn.98; Scott Morton ve Hovenkamp 2018, 2032, dn.24).

Yatay hissedarlığın fiyatlar üzerindeki etkisini inceleyen bir diğer çalışma Torshizi ve Clapp (2019) tarafından ABD tarım sektöründe tohum pazarı üzerinde gerçekleştirilmiştir. 1997-2017 arasındaki verilerin esas alındığı ve yatay hissedarlığın pazar yoğunlaşmasına etkisini ölçme yöntemi olarak yine MHHI'nın kullanıldığı çalışmada; son 20 yılda soya, mısır ve pamuk tohumu fiyatlarında meydana gelen artışların ortalama %15'inin yatay hissedarlıktan kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Gerakos ve Xie (2019) tarafından yapılan çalışma ise yatay hissedarlığın potansiyel rakipler arasında da antirekabetçi etkiler oluşturabileceğini ortaya koymaktadır. Çalışmada yatay hissedarlığın pazara girişleri engelleyip engellemediğinin tespiti için ABD'de 1999-2015 yılları arasında orjinal ilaç üreticileri ile jenerik ilaç üreticileri arasındaki patent ihlali davaları incelenmiş ve yatay hissedarlığın orjinal ilaç üreticilerinin jenerik ilaç üreticilerinin pazara girişini geciktirmek için jenerik ilaç üreticilerine ödeme yaparak tarafların uzlaşmaya varma ihtimalini artırdığı tespit edilmiştir.⁴²

Potansiyel rekabete ilişkin bahsedilmesi gereken diğer çalışma Newham vd. (2018) tarafından yine ABD ilaç sektörüne yönelik olarak yapılmıştır. Çalışmada, jenerik ve orjinal ilaç üreticileri arasındaki yatay hissedarlıkta meydana gelen bir standart sapmalı artışın jenerik ilaç üreticisinin pazara girme ihtimalini %9-%13 civarında azalttığı tespit edilmiş ve jenerik ilacın önemi vurgulanarak ABD ilaç endüstrisindeki yatay hissedarlığın tüketicilerin maliyetlerini yükseltme potansiyeline sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

1.6. YATAY HİSSEDARLIK ve ETKİNLİK

Yatay hissedarlığın rekabeti kısıtlayıcı etkilerinin yanı sıra etkinlik doğurduğuna ilişkin görüşler ve çalışmalar da mevcuttur. Vives (2017, 9) yatay hissedarlığın teşebbüsler arasındaki AR-GE yayılmalarının içselleştirilmesini ve yayılma etkisi (*spillover effect*) düşük değilse AR-GE'ye yönelik faaliyetlerin artmasını sağlayabileceğini belirtmektedir.

⁴² Söz konusu uzlaşma türü gecikme için öde (pay-for-delay) anlaşmaları olarak adlandırılmaktadır. AB ve ABD'de bu tip anlaşmaların konu olduğu kararlar için bkz. Clancy vd. (2014)

He ve Huang (2017) tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada; yatay hissedarlığın ürün pazarındaki iş birliğini geliştirerek stratejik faydalar sunduğu, teşebbüslerin etkinlik kazanımları ve inovasyon verimliliği sayesinde daha yüksek pazar paylarına ve kârlılığa ulaştıkları tespit edilmiştir.

Lopez ve Vives (2018) tarafından yapılan bir diğer çalışmada, AR-GE faaliyetlerinin yayılma etkisinin yüksek olması ve pazarın fazla yoğunlaşmış olmaması durumunda yatay hissedarlığın teşebbüsler arasında AR-GE faaliyetlerindeki yayımların içselleştirilmesini ve AR-GE'ye yönelik çabaların artmasını sağlayarak üretimi artıracak sonucuna ulaşılmıştır.

Yer verilen teorik yaklaşımlar ve sınırlı sayıdaki ampirik çalışma yatay hissedarlığın etkinlik doğurabileceğine yönelik kanıtlar göstermekle birlikte doğabilecek etkinliklerin yatay hissedarlığın yaratabileceği antirekabetçi etkileri telafi edecek düzeyde olup olmadığına yönelik bir öngörü sunmamaktadır. Dolayısıyla yatay hissedarlığın olumlu veya olumsuz etkilerinden hangisinin ağır bastığı konusunda bir çıkarım yapmak şu aşamada mümkün görünmemektedir. Öte yandan ilerleyen bölümlerde de değinileceği üzere mevcut literatürün daha çok antirekabetçi etkilere yoğunlaştığı söylenebilecektir.

BÖLÜM 2

KURUMSAL YATIRIMCI-KURUMSAL YÖNETİM İLİŞKİSİ ve KURUMSAL YATIRIMCILARIN TEŞEBBÜS DAVRANIŞLARINI ETKİLEYEBİLMESİNE YÖNELİK KANALLAR

Kurumsal yatırımcıların portföy çeşitlendirmesinin oligopolistik sektörlerde rakip teşebbüsler üzerinde yoğunlaşması sonucu ortaya çıkan yatay hissedarlığın yaratabileceği antirekabetçi etkiler bir önceki bölümde ortaya koyulmuştur. Yatay hissedarlığa ilişkin teoriyi savunanların bir bölümü özellikle tek taraflı etkilerin teşebbüslerin rekabet etme güdülerini (*incentive*) kaybetmesi nedeniyle yapısal olarak ortaya çıkabileceğini savunsa da (Elhauge 2016, 1269 ve 1270; Schmalz 2017, 2 ve 4) bir başka görüş rekabetçi endişelerin ortaya çıkabilmesi için kurumsal yatırımcıların rekabeti kısıtlayabilecek güce (*ability*) sahip olması gerektiğini belirtmektedir (Scott Morton ve Hovenkamp, 2018, 2030). Dolayısıyla hissedarların tercihlerinin teşebbüs davranışlarını hangi mekanizmalarla etkileyeceği, hangi kanalların teşebbüs yöneticilerinin güdülerini şekillendireceği ve söz konusu unsurların rekabet hukukuna yansımaları kritik meseleler olarak gündeme gelmektedir.

Kurumsal yatırımcıların teşebbüs davranışlarını etkileme yolları rekabet otoritelerinin bugüne kadar geleneksel olarak üzerinde yoğunlaştığı kontrol veya etki kavramlarından farklılık göstermekte ve kurumsal yatırımcıların portföylerindeki teşebbüslerin kurumsal yönetimini geliştirme faaliyetleri çerçevesinde ele alınmaktadır. Bu nedenle, öncelikle kurumsal yönetim kavramı ve kurumsal yatırımcı-kurumsal yönetim ilişkisine değinilecek, akabinde kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetim faaliyetleriyle teşebbüs davranışlarını nasıl etkileyebileceğine ilişkin savlara yer verilecektir.

2.1. GENEL OLARAK KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KURUMSAL YATIRIMCI-KURUMSAL YÖNETİM İLİŞKİSİ

1990'lı yıllarda ortaya çıkan kurumsal yönetim dar anlamda şirketin yönetimi, hissedarları ile diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkiyi düzenleyen kurallar bütünü; geniş anlamda iyi şirket yönetimi için gerekli olan resmi ve gayriresmî kurallar bütünü olarak tanımlanmaktadır (Aktan 2013, 152 ve 155). Daha spesifik bir tanıma göre ise dış yatırımcıların kendilerini teşebbüslerin yöneticilerine ve kontrol sahibi hissedarlarına karşı korudukları bir dizi mekanizmadır (La Porta vd. 2000, 4). Hukuk, finans, ekonomi, muhasebe, idare, siyaset bilimi ve etiğin harmanlanmasından oluşan kurumsal yönetim (Töre 2015, 9) hem hissedarların çıkarlarını koruyan ve geliştiren hem de firmanın dış çevresi ile ilişkilerini düzenleyen (Onbulak 2017, 105) prensiplerden oluşmaktadır. Şirketlerin bu kapsamda uymaları gereken zorunlu kurallar ve uymaları tavsiye edilen kuralların genel çerçevesi düzenleyici bir kamu otoritesi tarafından belirlenmekte ve açıklanmaktadır (Aktan 2013, 157)⁴³.

Kurumsal yatırımcıların sermaye sahipleri olarak ortaya çıkması ise dünya genelinde şirket yönetimini etkileyen ve gittikçe önem kazanan bir dış kontrol mekanizmasıdır (Gillan ve Starks 2003, 1). Bu durum kurumsal yatırımcıların profesyonel bir şekilde hareket etmesinden ötürü hissedarlık haklarını yerine getirmelerinin yanı sıra kurumsal yatırımcılara yatırım yapan varlık sahiplerinin çıkarlarını gözetmek amacıyla şirketin uzun dönemli başarısına odaklanmalarından kaynaklanmaktadır (Monopolkommission 2018, 14). Dolayısıyla gerek firma yönetimini izleme kaynaklarına gerek işletme stratejileri ve politikaları bakımından uzmanlığa sahip olmaları kurumsal yatırımcıları portföylerindeki firmaların kurumsal yönetimini geliştirme açısından önemli kılmaktadır.

Öte yandan teşebbüs yönetimlerinde kurumsal yatırımcıların eksikliği son yıllarda kurumsal yönetim politikaları için endişe kaynağı olmuş (Gomes ve Mancini 2018, 4) ve kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetime katılımlarını artırmaya yönelik düzenleyici ve gönüllü girişimler artmıştır (Çelik ve Isaksson 2013, 5). Kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları firmalarda hissedar olarak nasıl davranmaları gerektiğine dair bir dizi prensibi barındıran koruyuculuk

⁴³ Türkiye'de kurumsal yönetime ilişkin düzenleyici otorite Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) olup Türkiye özelinde kurumsal yönetim uygulamalarına Bölüm 4'te yer verilecektir.

kodları (*stewardship codes*) (Goto 2018, 368) bu alandaki girişimlere örnek olarak gösterilebilecektir.⁴⁴ İçerik itibarıyla farklılıklar gösterebilmekle birlikte bu kodların geneli kurumsal yatırımcıların hissedar olarak oy haklarını kullanmalarını, portföylerindeki teşebbüsleri kurumsal yönetim açısından izlemelerini ve kurumsal yönetime ilişkin konularda teşebbüslerle birebir görüşmeler yapmalarını (diyaloglar) teşvik etmektedir. Esasında kurumsal yatırımcıların rekabet hukukunun dikkatini çekme sebeplerinden birisi de kurumsal yönetim faaliyetleriyle kurumsal yatırımcılar ve portföylerindeki teşebbüsler arasındaki etkileşimin artmasıdır (Rock ve Rubinfeld 2017a, 1 ve 2).

Kurumsal yatırımcıların teşebbüs yönetimine katılması noktasında kurumsal yatırımcının amacı, portföyündeki varlıkların yapısı, izlediği yatırım stratejisi, portföyündeki şirket sayısı, komisyon yapısı, politik ve sosyal amaçlar ile düzenleyici çerçeve gibi unsurlar etkili olmaktadır (Çelik ve Isaksson 2013, 22-25). Dolayısıyla her ülkenin düzenlemelerine ve her kurumsal yatırımcıya göre değişiklik gösterebilme ihtimali bulunan kurumsal yönetim faaliyetleri için bu bölümde genel bir çerçeve sunulması hedeflenmiştir.

Literatürde kurumsal yatırımcıların teşebbüs davranışlarını etkileme yolları doğrudan ve dolaylı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Doğrudan etkileme yolları oylama (*voting*) ve diyaloglar (*voice*); dolaylı etkileme yolları ise hisseleri satma tehdidi (*exit threat*), yöneticilerin ücretlendirmelerine ilişkin politikalar (*executive compensation*) ve kurumsal yatırımcının pasif olması (*investor passivity*) olmak üzere toplamda beş başlık altında ele alınmaktadır.

⁴⁴Brezilya, Kanada, AB, Danimarka, İtalya, Japonya, Kenya, Güney Kore, Malezya, Hollanda, Singapur, Güney Afrika, İsviçre, Tayvan, Tayland, Birleşik Krallık, ABD, Avustralya, Hong Kong ve Norveç söz konusu prensiplerin düzenlendiği ülke örnekleri arasındadır. Kodlara ulaşmak için bkz. <https://www.icgn.org/policy/global-stewardship-codes-network> (Erişim Tarihi: 09.03.2019)

2.2. KURUMSAL YATIRIMCILARIN TEŞEBBÜS DAVRANIŞLARINI ETKİLEME YOLLARINA İLİŞKİN SAVLAR

2.2.1. Doğrudan Etkileme Yolları

2.2.1.1. Oylama

Kurumsal yatırımcılar doğrudan teşebbüslerin günlük işlerine ve rekabete ilişkin stratejilere dair oy kullanmasa da (Monopolkommission 2018, 16), portföy değerlerini artıran antirekabetçi davranışları teşvik etmek istediklerinde oy haklarını bu amaçlarıyla uyumlu şirket stratejilerini desteklemek ve bu yönde hareket edecek yönetim kurulu üyelerini seçmek için kullanabilecektir (OECD 2017, 22). Çalışmanın birinci bölümünde bahsedildiği üzere, kurumsal yatırımcıların teşebbüsler üzerinde kontrol sağlamayan pasif azınlık hissedarlıkları bulunsa da oyların belirleyici olabileceği bazı durumlar ortaya çıkabilmektedir.

Oy haklarının belirleyici olabileceği bir durum kurumsal yatırımcıların istikrarlı bir oy koalisyonu oluşturarak oylarının marjinal etkisinin belirleyici seviyeye ulaşmasıdır (OECD 2017, 22). Schwalbe (2018, 598) aynı sektörde birden fazla teşebbüste hissedar olan kurumsal yatırımcıların çıkarlarının yakın ilişkili olmasından ötürü oy haklarını aynı doğrultuda kullanmalarının ve böylece oylarının etkisinin artmasının muhtemel olduğunu belirtmektedir. Nitekim dağınık ve bölünmüş bir hissedarlık yapısında her bir hissedarın oy gücü sınırlı olsa da (Fichtner 2017, 306) büyük azınlık hissedarlarının oy kullanma konusunda ortak hareket etmeleri, sonucun birlikte kontrol edilebileceği bir durumun ortaya çıkmasına neden olabilecektir (O'Brien ve Salop 2000, 570).

Oy koalisyonlarının istikrarlı olmasını sağlayacak bir diğer unsur kurumsal yatırımcıların oy haklarının kullanımını konusunda hizmet aldıkları vekil danışmanlardır (*proxy advisors*)⁴⁵. Vekil danışmanları pazarı yüksek giriş engelleri bulunan ve kapsamlı düzenlemelere tabi olmayan oligopolistik bir yapı sergilemektedir (Monopolkommission 2016, 10). Yatırımcı tabanı ve şirket büyüklüğüne bağlı olarak vekil danışmanlar hissedar toplantılarında kullanılan oyların tahminen yüzde 10 ila 25'i arasında değişen bir kısımdan

⁴⁵ Vekil danışmanları çeşitli yatırımcıların oylarını bir araya toplayarak oylama konusunda kurumsal yatırımcılara tavsiyede bulunan şirketlerdir (Monopolkommission 2018, 36). Türkiye'de henüz bu alanda faaliyet gösteren bir şirket bulunmamaktadır.

sorumlu olabilmektedir (Monopolkommission 2018, 16). Dolayısıyla kurumsal yatırımcıların, hissedarların oylama kararlarını analiz eden ve oylama konusunda tavsiyelerde bulunan az sayıdaki vekil danışmanlarına bağlı olmaları oy koalisyonlarının istikrarını artıran bir unsur olabilmektedir (OECD 2017, 22).

Öte yandan yatay hissedar konumunda olan kurumsal yatırımcıların oyları aynı doğrultuda olsa da oylamanın etki yaratabilmesi hususundaki en önemli nokta tamamen halka açık şirketlerde hissedarlık yapısının dağınık olması ve hissedar sayısının fazla olmasından ötürü genel kurula katılım oranlarının düşük seviyelerde gerçekleşmesidir. Güngördü (Slaughter and May'dan aktarım, 2003) halka açık şirketlerde belirleyici etkinin hangi seviyede ortaya çıktığına ilişkin bir eşik belirlenmemekle birlikte %25-30'luk hissenin Komisyon nezdinde belirleyici etki yaratabileceğine işaret etmektedir. Bunun yanı sıra, Monopolkommission (2018, 17) 2015 yılında DAX-30 endeksinde yer alan şirketlerin genel kuruluna katılım oranının %55'ten az olduğunu, dolayısıyla %28'lik bir oranın basit çoğunluk elde etmek için yeteceğini belirterek benzer bir değerlendirmede bulunmaktadır.

2.2.1.2. Diyaloglar

Kurumsal yatırımcıların teşebbüs davranışlarını etkileyebilmelerinin bir diğer yolu teşebbüs yönetimi ve yönetim kurulu ile birebir gerçekleştirdikleri görüşmelerdir. Belirtildiği üzere, bu diyaloglar kurumsal yönetim politikalarıyla desteklenmekte ve kurumsal yatırımcılarla portföylerindeki teşebbüsler arasındaki etkileşimin artmasını amaçlamaktadır. McCahery vd. (2016, 2911 ve 2912) tarafından dünyanın çeşitli yerlerinden katılım gösteren 143 kurumsal yatırımcıyla yapılan anket çalışmasında; teşebbüs yönetimiyle yapılan görüşmelerin en çok kullanılan katılım kanalı olduğu, kurumsal yatırımcıların %63'ünün son beş yılda doğrudan teşebbüs yönetimi, %45'inin teşebbüs yönetimi olmaksızın doğrudan yönetim kuruluyla görüşmeler gerçekleştirdikleri sonucuna ulaşılmıştır. Söz konusu görüşmelerin teşebbüsler üzerinde doğurabileceği etkinin anlaşılması adına hâlihazırda Atlantik'in iki yakasındaki rekabet otoritelerinin merceğinde olan kurumsal yatırımcıların akademik yazında yer edinen birkaç söylemine yer vermek faydalı olacaktır.

ABD'deki en büyük kurumsal yatırımcılardan Vanguard'ın fonlarının yöneticisi Glenn BOORAEM; Vanguard'ın portföyündeki teşebbüslerle her yıl

yüzlerce müzakere gerçekleştirdiğini, bu diyalogların en az oylama kadar veya oylamadan daha etkili olduğunu belirtmektedir (Appel vd., 2016, 129, dn.25; Scott Morton ve Hovenkamp 2018, 2031). Benzer şekilde ağırlıklı olarak pasif yatırım stratejisi izleyen kurumsal yatırımcılardan Blackrock'un genel müdürü Larry FINK portföylerindeki teşebbüslerle aktif bir diyalog halinde olduklarını ve diyaloglar vasıtasıyla doğru olduğu düşünülen şeylerin daha fazla empoze edilebildiğini, kapalı kapılar ardında yapılan görüşmelerin yönetime karşı oy kullanmanın ötesine geçebileceğini ifade etmekte (Fichtner vd. 2017, 318), hatta bir teşebbüse 5.000 çalışanını işten çıkarmasını dahi söyleyebileceklerini (Anton vd. 2018, 4, dn. 2) belirtmektedir.⁴⁶

Bu noktada akla söz konusu diyaloglar vasıtasıyla hangi konuların görüşüldüğü gelmektedir. Ancak kurumsal yatırımcılar kamuya açık bir şekilde teşebbüsün yönetimi veya faaliyetleri hakkındaki fikirlerini açıklamadığı süreçte portföylerindeki teşebbüslerle nasıl etkileşimde olduklarına dair doğrudan bilgi sahibi olmanın imkânı bulunmamaktadır, çünkü bu tür diyalogların çoğu perde arkası (*behind the scenes*) konuşmaları olarak gerçekleşmektedir (McCahery vd. 2016, 2905 ve 2906). Bahsi geçen koruyuculuk kodlarının genelinde kurumsal yatırımcıların bu diyaloglarla teşebbüsün uzun dönemli stratejisine, üst düzey yöneticilerin ücretlendirme politikalarına, kurumsal sosyal sorumluluk ve yönetim kurulunun bağımsızlığı gibi kurumsal yönetime ilişkin konulara odaklanması beklenmektedir. Ancak kurumsal yönetimin rekabet hukuku ile buluşması sonrasında yapılan araştırmaların, piyasadaki rekabeti etkileyecek türden konuların da bu görüşmelerin bir parçası olabileceğinin (Anton vd. 2018, 4, dn.2) ve kurumsal yatırımcıların bu konulara kayıtsız kalmayarak bu diyalogların kurumsal yönetime ilişkin konuların ötesine geçebileceğinin sinyallerini verdiğini belirtmek yanlış olmayacaktır. 2016 yılında ABD'de ilaç fiyatlarının düşürülmesine yönelik politik baskılara karşı ilaç firmalarında hissedar olan yatırım fonlarının firmaların temsilcilerini bir araya getirerek firmaları **fiyat seviyelerini koruma, tüketicilere ve politika yapıcılara karşı birleşik bir duruş sergileme** yönünde teşvik etmesi (OECD 2017, 24; Anton vd. 2018, 4 ve 5, dn.2; Azar vd. 2018, 1554) bu duruma örnek olarak gösterilebilecektir.

⁴⁶ Daha fazla örnek için bkz. Monopolkommission (2018, 18), Posner vd (2017, 6-7), Scott Morton ve Hovenkamp (2018, 2030).

Kurumsal yatırımcıların teşebbüs yönetimiyle temasta bulunmalarını sağlayacak bir diğer kanal, tercih ettikleri eylem şekilleri konusunda kamuoyuna açıklamada bulunmalarındır (OECD 2017, 24). ABD’deki United, Delta, American, Alaska, Virgin America ve Southwest Hava Yollarında hissedarlığı bulunan bir kurumsal yatırımcının portföyündeki Southwest’in **kapasitesini azaltmasını, aynı zamanda da fiyatlarını artırdığını** görmek istediğini belirtmesi bu kapsamda verilebilecek çarpıcı örneklerden biridir⁴⁷ (Anton vd. 2018, 4, dn. 2; Azar vd. 2018, 1554).

Brezilya, OECD toplantılarına yaptığı katkıda kurumsal yatırımcıların birleşmelere yaklaşımına dikkat çekmektedir (OECD Brazil 2017). Kampüs içi ve uzaktan öğretim alanında faaliyette bulunan Kroton ve Estácio’nun taraf olduğu birleşmede, işlemin Brezilya Rekabet Otoritesine (CADE) bildirilmesinden önce Kroton’da %4,5, Estácio’da %10,3 hissedar olan kurumsal yatırımcı Coronation Fund Managers her iki teşebbüsün genel kurulunda birleşme işleminin lehine olacak şekilde oy kullanmış, ayrıca kamuya açık şekilde **Kroton’un teklifinin Estácio’nun hissedarları için uzun vadede tercih edilir seçenek olduğunu belirterek Estácio’nun yönetimini birleşmeyi riske atacak şekilde haksız bir işlem bedeli istememe** konusunda uyarmıştır. Athayde ve Fujimoto (2018, 223-224) her ne kadar CADE tarafından tartışma konusu yapılmasa da bu olayı yatay hissedar konumunda olan bir kurumsal yatırımcının rekabete aykırı etkilere sahip olma potansiyeli olan karar alma süreçlerinde⁴⁸ nasıl etkili olabileceğinin önemli bir göstergesi olarak yorumlamakta, ayrıca kurumsal yatırımcıların Brezilya sermaye piyasası faaliyetlerindeki artışını göz önünde bulundurarak CADE’ye bildirilen işlemlerin ilerleyen süreçlerde bu tarz tartışmalarla karşılaşabileceğini belirtmektedir.

⁴⁷ ABD’de American, Delta, Southwest ve United Hava Yolları’nın iç hatlarda kapasiteyi sınırlandırarak fiyatları artırdıkları iddiasıyla 2017 yılında Kolumbiya Federal Bölge Mahkemesinde sınıf davası (*class action*) açılmıştır. Davaya ilişkin birleştirilmiş şikâyet dilekçesinde bahsi geçen dört havayolundaki yatay hissedarlığa dikkat çekilmiş ve yatay hissedarların uçak bileti fiyatlarını yüksek tutma güdülerinin olduğu belirtilmiştir. Dava Southwest ve American açısından uzlaşma ile sonuçlanmış olup Delta ve United açısından derdest durumdadır. Dava ile ilgili belgelerin bulunduğu web sitesi için bkz. <https://www.domesticairclass.com/Home/portaliid/0>

⁴⁸ İlgili birleşmeye rekabeti kısıtlayıcı etkilerinden ötürü izin verilmemiştir. Bkz. <http://www.cade.gov.br/noticias/aquisicao-da-estacio-pela-kroton-e-vetada-pelo-cade> Erişim Tarihi: 05.04.2019

Brooks vd. (2018, 188, dn.2) benzer şekilde, elektrikli araç üretimi alanında faaliyet gösteren ABD menşeli Tesla'nın 2016 yılında güneş paneli üreticisi SolarCity'yi devralması sürecinde kurumsal yatırımcıların oynadığı role dikkat çekmektedir. Yazarlar, Tesla ile SolarCity'nin hissedarı olan en büyük beş kurumsal yatırımcıdan üçünün aynı olduğunu, büyük kurumsal yatırımcılardan Fidelity'nin **birleşmenin duyurulması öncesinde her iki teşebbüsün gelecekteki ortaklığı konusundaki isteğini** dile getirdiğini ifade etmektedir. Bunun yanı sıra, yazarlar Tesla'nın genel müdürü Elon MUSK'ın da kurumsal yatırımcıların birleşme hakkında fikir sahibi olduğunu ve süreç boyunca kurumsal yatırımcılar ile görüşmeler yaptığını kabul ettiğini belirtmektedir.

2.2.2. Dolaylı Etkileme Yolları

2.2.2.1. Hisseleri Satma Tehdidi

Kurumsal yatırımcılar portföylerindeki firmanın performansından memnun olmamaları halinde hisselerini satarak firmadan ayrılmayı tercih edebilmektedir. Bu durum, kurumsal yatırımcıların büyük sermaye payına sahip olması durumunda firma yönetiminin o hissedarın çıkarına daha fazla ağırlık vermesine yol açabilecektir (Monopolkommission 2018, 19). Bunun nedeni de çıkış stratejisinin firma üzerinde disipline edici bir etkisinin olmasıdır (McCahery vd. 2016, 2918). Zira büyük kurumsal yatırımcıların satışları firmanın hisse senedi fiyatı üzerinde aşağı yönlü baskı yapabilecek (Fichtner vd. 2017, 306), ayrıca bu satış firma hakkında kötü bir haber olarak yorumlanıp diğer yatırımcıların da hisselerini satmasını tetikleyebilecek ve hisse fiyatının daha fazla düşmesine neden olabilecektir (Gillan ve Starks 2003, 11).

Hisseleri satma tehdidinin firma davranışını etkileme yolu olarak kullanılabilmesi noktasında aktif ve pasif yatırım stratejisi arasındaki farka dikkat çekmek gerekmektedir. Pasif yatırım stratejisinde kurumsal yatırımcıların firmalar üzerindeki hissedarlıkları bir endekse bağlı olarak oluşmakta, dolayısıyla hisseleri satma tehdidi geçerli bir unsur olmayabilmektedir. Bu durum pasif yatırım stratejisi izleyen kurumsal yatırımcılara diyalog kanalını kullanmaları için daha güçlü teşvikler verebilmektedir (Hirschman'dan aktaran Elhauge 2016, 1307). Aktif yatırım stratejisinde ise portföyün bireysel portföy yöneticileri tarafından sürekli

değiştirilebilmesinden ötürü çıkış stratejisinin varlığı dahi firmalar üzerinde etki oluşturma noktasında elverişli olabilmektedir (Monopolkommission 2016, 8). Öte yandan, hisseleri satma tehdidi kurumsal yatırımcıların firma davranışını etkileme yolu olarak literatürde tartışılmakla birlikte hâlihazırda rekabet hukukuna yansması noktasında verilebilecek bir örnek bulunmamaktadır.

2.2.2.2. Yöneticilerin Ücretlendirilmesine İlişkin Politikalar

Yönetici ücretleri firma yönetiminin davranışlarını ve stratejilerini şekillendirmek için güçlü teşvikler yaratmaktadır (OECD 2017, 25). Zira ücretlendirme politikaları hissedarlar tarafından yöneticilerin piyasada daha az veya daha agresif şekilde rekabet etmelerini sağlamak için bir araç olarak kullanılabilir (Anton vd. 2018, 1; Hansen ve Lott, 1996, 58, dn. 19). Örneğin yönetici ücretlerinin rakiplerin olumlu performansı ile ilişkilendirilmesi rakibin ekonomik başarısını artırmaya yönelik fiyatlama davranışlarını teşvik edebilecektir⁴⁹(OECD 2008, 34). Bu nedenle, Gilo (2000, 42) antirekabetçi motivasyonlar göz önünde bulundurulmadığı sürece, ücretlendirme politikalarında sektörün veya rakibin kârlılığıyla ilişkilendirilen unsurların haklı çıkarılmasının oldukça zor olduğunu belirtmektedir.

Holmström (1982, 339) asil-vekil problemlerinin ortadan kaldırılması ve risk paylaşımının daha iyi sağlanabilmesi için ücretlendirmelerin sektöre kıyasla firmanın performansına bağlı olması gerektiğini savunmaktadır. Hartzell ve Starks (2003) tarafından gerçekleştirilen çalışmada kurumsal yatırımcıların bahse konu asil-vekil problemlerinin ortadan kaldırılması noktasında izleyici bir rolleri bulunduğu belirtilmektedir. Çalışmada, bir firmadaki kurumsal yatırımcı hissedarlığı arttıkça ücretlendirme politikalarının performansa duyarlılığının arttığı ve ücretlendirme miktarlarının düştüğü sonucuna ulaşılmakta, dolayısıyla kurumsal yatırımcı hissedarlığının ücretlendirme politikalarını etkilediği belirtilmektedir. Diğer taraftan Anton vd. (2018) tarafından yapılan çalışma yatay hissedarlığın bulunması halinde bu durumun farklılaşabileceğine işaret etmektedir.

⁴⁹ Örneğin FTC'nin rakipler arası azınlık hissedarlığını konu edinen *Lockheed Martin/Loral* kararında iki tarafın yönetici veya yönetim kurulu üyelerinin maaşlarının taraflardan birinin ilgili pazardaki kârlılığıyla ilişkilendirilmemesi koşuluyla işleme izin verilmiştir (Ünal 2008, 26 ve 27).

Oluşturulan teorik model ve ABD’deki veriler baz alınarak gerçekleştirilen ampirik çalışmada, rakipler arasında güçlü yatay hissedarlık bağları olması halinde üst düzey yöneticilerin ücretlendirmelerinin şirketin performansına duyarlılığının daha az olduğu, dolayısıyla ücretlendirme politikalarının yatay hissedarlığın antirekabetçi etkilere sebebiyet veren kanallarından biri olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Daha önce belirtildiği üzere, ücretlendirme politikaları kurumsal yönetim faaliyetlerinin bir parçası olarak kurumsal yatırımcıların portföydeki şirketleri ile kurdukları diyalogların konusunu oluşturabilmektedir. Çalışmada bu hususa dikkat çekilmekte⁵⁰ ancak ücretlendirme politikalarının nasıl bu şekilde dizayn edildiğine yönelik net bir mekanizma belirtilmemektedir.

2.2.2.3. Kurumsal Yatırımcının Pasif Olması

Literatürde kurumsal yatırımcıların portföylerindeki firmaları rekabet etme yönünde teşvik etmemeleri de dolaylı bir etki mekanizması olarak tartışılmaktadır. Bu durumda yine portföy çeşitlendirmesi yapmış ve yapmamış iki kurumsal yatırımcının farklı güdülere sahip olması etkili olmaktadır. Nitekim kurumsal yatırımcının sektördeki tek firmada pozisyon alması genellikle aktivist bir rol oynayarak yönetimi risk alma, pazar payının ve kazanımlarının artması için agresif şekilde rekabet etme yönünde teşvik etmesini sağlayabilecektir. Ancak firmanın en büyük hissedarları rakipler üzerinde de hissedarsa fiyat savaşı veya agresif pazar payı stratejisi piyasadaki diğer varlıklarına zarar verebileceğinden aktif bir rol oynamak istemeyebileceklerdir (Mancini ve Gomes 2018, 3). Örneğin Posner vd. (2017, 14, dn. 52) Schmalz’ın bir fon yöneticisiyle yaptığı röportajı aktararak fon yöneticisinin getirisine herhangi bir katkısı olmamasından ötürü portföyündeki firmaları birbirlerine karşı agresif rekabet etmeleri için teşvik etmediğini kabul ettiğini belirtmektedir. Bu noktada, Schmalz(2015) bahse konu hususların vuku bulması nedeniyle ilginç bir hissedarlar savaşı (*proxy fight*)⁵¹ örneğine dikkat çekmektedir.⁵²

⁵⁰ Anton vd. (2018,4).

⁵¹ Hissedarlar savaşı, teşebbüs yöneticilerini yasal olarak politikalarını değiştirmeye zorlamak adına aktivist bir yatırımcının sunduğu teklifler için diğer hissedarların da desteğini talep ettiği bir süreci ifade etmektedir (Johnson ve Swem 2017, 1).

⁵² <http://ericposner.com/martin-schmalz-how-passive-funds-prevent-competition/>(Erişim Tarihi: 18.01.2019).

Çeşitli kimyasal ürünlerin üretimiyle iştigal eden ABD menşeli Dupont'a 2013 yılında serbest fon Trian Fund Management (Trian) tarafından yatırım yapılmıştır. Trian'ın kurucu ortağı Nelson PELTZ 2015 yılında DuPont'ta dört yönetim kurulu üyeliği talep etmiş ve DuPont'un hissedarlarına daha iyi getiri sağlayabilmesi adına DuPont'u bölmeyi teklif etmiştir. Ancak %2,7 hissedarlık oranıyla firmanın beşinci en büyük hissedarı konumunda olan⁵³ Trian'ın her iki isteği DuPont tarafından geri çevrilmiş, bunun üzerine Trian DuPont yönetimini kârlarını maksimize etme yönünde başarısız olduğu gerekçesiyle eleştiren bir hissedarlar savaşı başlatmıştır.

Schmalz (2015) Trian'ın ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonuna (SEC) yaptığı sunumdan esasında PELTZ'in kampanyasının DuPont'un sınıfının en iyi gelir artışını elde etmesini sağlamak olduğunu belirterek PELTZ tarafından dile getirilen şu hususlara vurgu yapmaktadır:

- DuPont'un son yıllardaki performansı sadece sektördeki olumlu eğilim nedeniyle tatmin edici görünmektedir. DuPont'un performansı rakiplerinin, özellikle Monsanto'nun altındadır.
- DuPont pazar payını artırmak için AR-GE yatırımları ve diğer konularda agresif değildir.

Sonuç olarak Trian hissedarlar savaşını kaybetmiş, bunda DuPont'un en büyük hissedarları olan ve toplamda %15,4 hisse sahibi olan üç büyük kurumsal yatırımcının oyları belirleyici olmuştur.⁵⁴ Schmalz (2015) DuPont'un en yakın rakibi Monsanto'nun hissedarlık yapısını incelediğinde, üç büyük kurumsal yatırımcının neden PELTZ'e karşı oy kullandıklarının anlaşılmasının güç olmadığını belirtmektedir. Zira aynı üç kurumsal yatırımcı Monsanto'nun da en büyük hissedarları konumundadır ve Monsanto'da toplamda %16,5 hissedarlıkları bulunmaktadır. Schmalz'a (2015) göre PELTZ'in kampanyası DuPont'un pazarda Monsanto'ya karşı daha agresif rekabet etmesini sağlayacak, bu durum ise yatay hissedarların menfaatine ters düşecektir.

⁵³ <https://www.reuters.com/article/us-dupont-trian/dupont-wins-board-proxy-fight-against-activist-investor-peltz-idUSKBN0NY1JI20150513> (Erişim Tarihi: 18.01.2019)

⁵⁴ A.g.k.

Trian olayı ayrıca yatay hissedarların oylamaya yönelik tercihlerinin aynı doğrultuda şekillenmesinin piyasadaki rekabeti nasıl etkileyebileceği kapsamında da örnek olarak gösterilebilecektir.

Değınilmesi gereken diğler husus Trian olayının Komisyonun yatay hissedarlığı dikkate aldığı *Dow/DuPont*⁵⁵ kararında da yer edinmiş olmasıdır. Komisyon bu olayı tek firmada hissedar olan ve sadece bu firmanın kârlılığına odaklanan bir yatırımcı ile rakip teşebbüslerde hissedar olan yatırımcıların sektördeki rekabetin artması noktasındaki güdülerinin nasıl farklılaştığının bir yansıması olarak yorumlamıştır.⁵⁶

⁵⁵ Case M.7932-*Dow/DuPont* (2017)

⁵⁶ A.g.k., Annex-5, para. 46-51.

BÖLÜM 3

ABD ve AB'DE YATAY HİSSEDARLIĞA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

Yatay hissedarlık kavramının rekabet hukuku literatüründe içselleştirilmesinin akabinde mevcut düzenlemelerin bu alanda oluşabilecek risklere karşı yeterli olup olmadığı, herhangi bir aksiyon alınmasının veya yeni bir düzenleyici adım atılmasının gerekli olup olmadığı tartışılmaya başlanmıştır. Halihazırda özellikle ABD'de gerçekleşen bu tartışmalar Komisyonun Rekabetten Sorumlu Komiseri Margrethe VESTAGER'in Komisyon nezdinde yatay hissedarlığa yönelik araştırmaların başladığını belirtmesi üzerine⁵⁷ AB'de de ABD'deki kadar yoğun olmamakla birlikte başlamıştır.⁵⁸ Öte yandan ABD'deki tartışmaların çalışmanın 1.5. başlığında yer verilen ampirik çalışmaların etkisiyle mevcut düzenlemelerle duruma müdahale edilmesine veya yeni bir düzenleme getirilmesine yönelik olduğu, AB'deki tartışmaların ise henüz AB'deki piyasalar üzerinde yatay hissedarlığın antirekabetçi etkilerine yönelik bir ampirik çalışma bulunmaması ve Komisyonun bu alandaki çalışmasının henüz yayınlanmamış olmasından ötürü daha çok mevcut içtihadın uygulanabilirliğine ilişkin olduğu söylenebilecektir.⁵⁹

⁵⁷ 16 Şubat 2018 tarihli konuşma için bkz. https://ec.europa.eu/commission/commissioners/2014-2019/vestager/announcements/competition-changing-times-0_en Erişim Tarihi: 28.01.2019, 12 Mart 2018 tarihli konuşma için bkz. https://ec.europa.eu/commission/commissioners/2014-2019/vestager/announcements/market-works-consumers_en Erişim Tarihi: 28.01.2019

⁵⁸ Avrupa Parlamentosu (Parlamento) 19.04.2018 tarihinde Komisyondan yatay hissedarlığın neden olabileceği antirekabetçi risklere karşı tüm önlemleri alması, fiyatlar ve inovasyon üzerindeki etkilerini araştırarak Parlamento'ya sunulmak üzere bir rapor hazırlamasını talep etmiştir. Ancak Komisyonun çalışması henüz tamamlanmamıştır (Parlamentonun talebi için bkz. <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-2018-0187+0+DOC+XML+V0//EN> Erişim Tarihi: 18.03.2019).

⁵⁹ Çalışmanın birinci bölümünde belirtildiği üzere yatay hissedarlığın antirekabetçi etkileri tek taraflı etkiler ve koordinasyon doğurucu etkiler olmak üzere ikiye ayrılmakla birlikte hâlihazırdaki tartışmalar herhangi bir koordinasyon içermeyen tek taraflı etkiler üzerinedir. Zira 1.4.1.2. başlıkta ele

Yatay hissedarlığa yönelik alınabilecek aksiyonlar ve mevcut düzenlemelerin yeterliliği ise her iki otoritenin bugüne kadar çoğunlukla rakipler arası azınlık hissedarlıklarına yönelik uygulamaları çerçevesinde tartışılmaktadır. Zira yatay hissedarlığa ilişkin zarar teorisinin rakipler arası azınlık hissedarlıklarına benzeyen tarafları bulunmakta, her iki durum rakipler arasındaki bir bağı ve bir azınlık hissedarlığını konu edinmektedir. Dolayısıyla bu bölümde öncelikle otoritelerin hisse devirlerinin bildirimine ilişkin düzenlemelerine yer verilecek, ardından rakipler arası azınlık hissedarlığına yönelik içtihat hakkında genel bir çerçeve sunularak yatay hissedarlığa ilişkin yaklaşımlar ele alınacaktır.

3.1. ABD

3.1.1. ABD Hukukunda Azınlık Hisselerine Genel Bakış

3.1.1.1. Azınlık Hisse Devirlerinin Bildirimine İlişkin Kurallar

ABD rekabet hukuku AB ve Türk hukukundan önemli ölçüde farklılık arz etmekte ve teşebbüsler arası hisse devirlerinin incelenebilmesini “*kontrolde kalıcı değişiklik*” şartına dayandırmamaktadır. Birleşme öncesi bildirimle ilişkin kuralların düzenlendiği Hart-Scott-Rodino Yasasında (HSR)⁶⁰ yer alan hükümler incelendiğinde, oy hakkı veren bir hisse ediniminin HSR’deki eşikleri aşması durumunda Federal Ticaret Komisyonu (FTC) ve ABD Adalet Bakanlığı (DOJ) nezdinde bildirimde bulunulması gerektiği anlaşılmaktadır.

Öte yandan HSR’de “*sadece yatırım amaçlı*” hisse devirlerine yönelik olarak tanınan istisnalar bahsi geçen geniş bildirim yükümlülüğünü daraltmaktadır. HSR’nin ilgili hükümlerine göre bir teşebbüsün oy hakkı veren hisselerinin yüzde onuna kadarlık kısmının “*sadece yatırım amaçlı*” alınması durumunda, belirlenen eşikler aşılsa dahi bildirim yükümlülüğü bulunmamakta⁶¹, söz konusu oran kurumsal yatırımcılar için yüzde on beşe⁶² çıkmaktadır. “*Sadece yatırım amaçlı*”

alınan şekilde ortaya çıkabilecek koordinasyon doğurucu davranışlar, tespit edilmeleri durumunda Avrupa Birliğinin İşleyişine Dair Antlaşma’nın (ABİDA) 101. maddesi ve Sherman Yasası’nın 1. maddesi kapsamında değerlendirilebileceğinden ötürü otoritelerin elindeki araçların yeterliliğinin sorgulanmasını gerektirmemiştir.

⁶⁰ 15 U.S.C. §18a

⁶¹ 15 U.S.C. §18a(c)(9)

⁶² 16 C.F.R. 802.64(b)

olma koşulu ise HSR’de “teşebbüsün temel iş kararlarının formülasyonuna, tespitine veya yönlendirmesine katılma yönünde niyetin olmaması” şeklinde açıklanmaktadır.⁶³ FTC’nin “Esas ve Amaç Beyanı”nda tahdidi olmamakla birlikte hisse edinimini “sadece yatırım amaçlı” kapsamı dışına çıkararak altı durum aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır:⁶⁴

- Devralınanın yönetim kuruluna aday göstermek,
- Hissedar onayını gerektiren kurumsal faaliyetler önermek,
- Genel kurulda oy kullanmak için vekalet talep etmek,
- Devralınan tarafta yetkili veya yönetici olarak görev yapan bir yönetici, yetkili veya çalışana sahip olmak,
- Devralınanın rakibi olmak,
- Yukarıda belirtilen hususlardan herhangi birini devralınanı doğrudan veya dolaylı olarak kontrol etmek için yapmak.

Otoritelerin kuralın koyulduğu dönemde kurumsal yatırımcılar için daha yüksek bir bildirim eşiği belirlemesinin nedeni söz konusu hissedarların çoğunun hissedar oldukları teşebbüslerin yönetimine katılmaması veya yönetimini etkilememesidir (OECD US 2017, 4). Ancak 1976 tarihli HSR’nin yürürlüğe girdiği 1978 yılından bu yana ABD’deki kurumsal yatırımcıların portföylerindeki teşebbüslerin kurumsal yönetiminde daha aktif hale gelmesini (Rock ve Rubinfeld 2017a, 45 ve 46) ve bu durumun “sadece yatırım amaçlı” istisnası bakımından önemini FTC’nin Rekabet Bürosu Başkan Yardımcısı Marian R. BRUNO 2002 tarihli bir konuşmasında dile getirmiştir. BRUNO, kurumsal yatırımcıların halka açık şirketlerde giderek artan oranlarda hisse satın aldıklarını, kuralların koyulduğu dönemde pasif tavır sergileyen birçok yatırımcının artık teşebbüs kararlarını etkileme yönünde daha aktif davrandığını belirtmekte, ancak kurumsal yatırımcıların teşebbüslerin yönetsel kararlarını etkilemek istemelerine rağmen “sadece yatırım amaçlı” istisnasına dayanmaya çalıştıklarını, bu tür davranışların

⁶³ 16 C.F.R. 801.1(i)(1)

⁶⁴ The FTC’s Statement of Basis and Purpose, 43 Fed. Reg. 33465

istisnadan yararlanmak için gerekli olan tamamen pasif olma hükmü ile tutarsız olduğunu ifade etmektedir.⁶⁵

Nitekim BRUNO'nun işaret ettiği husus yatay hissedarlığa ilişkin *ValueAct*⁶⁶ davasında kendini göstermiştir. Petrol sahası ürün ve hizmetleri alanında faaliyet gösteren rakip teşebbüsler Baker Hughes ve Halliburton'ın 2014 yılında birleşme planlarını açıklamalarının ardından serbest fon *ValueAct*, HSR'nin bildirim eşiklerini geçen tutarda her iki teşebbüste oy hakkı veren hisse almış ancak "*sadece yatırım amaçlı*" istisnasına dayanarak DOJ ve FTC nezdinde bildirimde bulunmamıştır. Öte yandan *ValueAct*'in planlanan birleşmenin tamamlanması konusunda her iki tarafla görüşmeler yapması ve süreci etkilemeye çalışması üzerine, DOJ *ValueAct* hakkında HSR bildirim yükümlülüklerini ihlal etmesi nedeniyle dava açmış, *ValueAct* uzlaşmaya giderek 11 milyon ABD Doları para cezası ödemeyi kabul etmiştir.

Kanaatimizce *ValueAct* davasının ABD'de kurumsal yatırımcıların "*sadece yatırım amaçlı*" istisnasını bildirim yükümlülükleri açısından oldukça dar yorumlanması gerektiğinin ve ilerleyen dönemlerde kurumsal yönetim çatısı altında portföylerindeki teşebbüslerle olan etkileşimlerinin ABD otoritelerinin gündemini daha fazla meşgul edeceğinin sinyallerini verdiği söylenebilecektir. Nitekim *ValueAct*'in dava konusu davranışlarının "*sadece yatırım amaçlı*" istisnası kapsamında bulunmamasına karşı eleştirel bir tutum sergileyen Rock ve Rubinfeld (2017a, 47), ABD'de halihazırda kurumsal yatırımcılar ile teşebbüs yönetimleri arasındaki mevcut ilişkiler göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu davadaki değerlendirmelerin, tüm büyük kurumsal yatırımcıların endeks fonlarına ilave hisse senedi aldıkları her durumda HSR'yi ihlal ettikleri anlamına geldiğini belirtmektedir.

⁶⁵ Konuşma için bkz. <https://www.ftc.gov/public-statements/2002/06/hart-scott-rodino-25>, Erişim Tarihi: 24.02.2019

⁶⁶ U.S. V. Va Partners I, LLC, *ValueAct Capital Master Fund, L.P.*, *ValueAct CO-Invest International, L.P.*, 2016

3.1.1.2. Azınlık Hisselerinin İncelenmesine İlişkin Yasal Çerçeve

ABD hukukunda HSR kapsamında bildirilen işlemler birleşmelere ilişkin Clayton Yasası'nın⁶⁷ 7. maddesi⁶⁸ kapsamında incelenmektedir. Maddenin genel hükmünde *rekabetin önemli ölçüde kısıtlanmasına neden olabilecek şekilde doğrudan veya dolaylı olarak başka bir kişinin hisselerinin tamamının veya herhangi bir kısmının devralınması yasaklanmaktadır*. Maddede bulunan “*herhangi bir kısmını*” ifadesinden kontrol imkânı vermeyen azınlık hisselerinin Clayton Yasası kapsamında değerlendirilebileceği anlaşılmakta ve mahkeme kararları da bu tespiti doğrulamaktadır (Ünal 2008, 23). *Denver*⁶⁹ kararında 7. maddenin ihlal edilmesi için kontrol elde etmenin gerekli olmadığı, *E.I. du Pont*⁷⁰ kararında rakipler arası olsun veya olmasın ticaretin kısıtlanmasına sebep olabilecek her türlü hisse devrinin 7. madde kapsamında incelenebileceği, *Dairy Farmers*⁷¹ kararında kontrol veya etki olmadan bir hisse ediniminin rekabeti kısıtlama ihtimali olabileceği ve 7. maddenin uygulanmasını engelleyemeyeceği belirtilmektedir.

Öte yandan Clayton Yasası'nın 7. maddesinin oldukça kapsamlı hükmü aynı maddenin 3. paragrafında bulunan ve yine “*sadece yatırım amaçlı*” istisnası olarak adlandırılan “*bu bölüm hisseleri sadece yatırım amaçlı alan ve hisseleri oy kullanarak veya rekabetin önemli ölçüde kısıtlanmasına neden olacak veya neden olmasını sağlayacak şekilde kullanmayanlar için geçerli değildir...⁷²*” hükmüyle yumuşatılmaktadır (OECD 2008, 41).

Clayton Yasası'nın 7. maddesinin genel hükmü ile “*sadece yatırım amaçlı*” hükmü arasındaki fark ispat yükünden ileri gelmektedir. Gilo (2000, 29 ve 30) “*sadece yatırım amaçlı*” istisnasının iki aşamalı bir test içerdiğini belirtmektedir. Buna göre ilk aşamada hisse ediniminin “*sadece yatırım amaçlı*” olduğunun belirlenmesi, ikinci aşamada *fili* olarak rekabeti kısıtladığı veya kısıtlanmaya çalışılması amacıyla kullanıldığının tespit edilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla Clayton Yasası'nın genel hükmü altında rekabetin kısıtlanmasının *muhtemel* olduğunun gösterilmesi yeterliyken, işlemin “*sadece yatırım amaçlı*” istisnasından

⁶⁷ 15 U.S.C. §§ 12-27

⁶⁸ 15 U.S.C. § 18

⁶⁹ Denver & Rio Grande W. RR. Co v. U.S., 387 U.S. 485, 501 (1967)

⁷⁰ US v EI. du Pont de Nemours & Co 353 US 586, 592 (1957)

⁷¹ United States v. Dairy Farmers of Am., Inc., 426 F.3d 850 (2005)

⁷² 15 U.S.C. §§ 12-27 para.3

yararlanmadığını öne süren bir davacının rekabetin *fili* olarak kısıtlandığını veya kısıtlanmaya çalışıldığını göstermesi gerekmektedir.⁷³

Bu noktada, “*sadece yatırım amaçlı*” istisnası ile neyin kastedildiği önem kazanmakta, ancak uygulamada az sayıda mahkemenin bu kavramı yorumladığı ve konu edinen davalarda da istisnanın yeterince gerekçelendirilmediği görülmektedir (Patel 2018, 58). Davalar incelendiğinde; hedef teşebbüsün aktif yönetiminin ve kontrolünün devralınması⁷⁴, kontrol olmasa da yönetim kurulu üyeliği atama hakkı gibi haklarla etki sahibi olunması⁷⁵ ve hissedarlığın hassas bilgilere erişim hakkı sağlama durumu⁷⁶ “*sadece yatırım amaçlı*” istisnasının uygulanmadığı anlaşılmaktadır (OECD 2008, 42). Dolayısıyla bugüne kadar olan uygulamada, pasif azınlık hissedarlıklarının genel olarak “*sadece yatırım amaçlı*” olarak değerlendirildiği çıkarımı yapılabilecektir.

ABD’de 1976 tarihli HSR’nin yürürlüğe girmesi sonrasında birleşme işlemlerinin ex-ante bildirim tabi tutulmasından ötürü rekabetçi endişe oluşturan işlemlere gerçekleşmeden önce otoritelerce müdahale edilmektedir.⁷⁷ Bu nedenle, genellikle devralma sonrası etkilerin incelenmesi gereken durumlar ortaya çıkmamıştır (Scott Morton ve Hovenkamp 2018, 2044). Ancak HSR’nin yürürlüğe girmesinden önce alınan çeşitli mahkeme kararları Clayton Yasası’nın devralma sonrası ortaya çıkabilecek rekabeti kısıtlayıcı etkilere karşı da müdahale aracı olarak kullanılabilmesine işaret etmektedir. *ITT Continental Baking*⁷⁸ kararında, edinildiği dönemde açık bir ihlal oluşturmaya da daha sonraki süreçte bir hisse ediniminin ihlal oluşturabileceği belirtilmiştir. Zira *E.I. du Pont*⁷⁹ kararında Yüksek Mahkeme hissenin edinildiği dönemden yaklaşık 40 yıl sonra ortaya çıkan rekabeti kısıtlayıcı etkiler nedeniyle ihlal kararı vermiştir (Elhauge 2018, 9).

⁷³ *Anaconda Co. v. Crane Co.*, 411 F. Supp. 1210, 1218-1219 (S.D.N.Y. 1975), *United States v. Tracinda Inv. Corp.*, 477 F. Supp. 1093, 1098-99 (C.D. Cal. 1979)

⁷⁴ *United States v. Tracinda Inv. Corp.*, 477 F. Supp. 1093, 1098-99 (C.D. Cal. 1979)

⁷⁵ *U.S. v. E.I. du Pont de Nemours & Co.*, 353 U.S. 586, 592 (1957)

⁷⁶ *F. & M. Schaefer Corp. v. C. Schmidt & Sons, Inc.*, 597 F.2d 814, 818 (2d Cir. 1979)

⁷⁷ Bu konuda, DOJ ve FTC’nin azınlık hissedarlıkları bakımından içtihadını inceleyen Rock ve Rubinfeld (2017a, 31 ve 32) yönetim kurulu üyeliği atama hakkı bulunmadıkça otoritelerin %20’nin altındaki azınlık hisse devirlerine müdahale etmediği sonucuna ulaşmaktadır.

⁷⁸ *United States v. ITT Continental Baking Co.*, 420 U.S. 223, 242 (1975)

⁷⁹ Bkz. dn. 75

3.1.2. ABD’de Yatay Hissedarlığa Yönelik Yaklaşımlar

3.1.2.1. Clayton Yasası Çerçevesinde Yaklaşımlar

ABD piyasaları üzerinde gerçekleştirilen ampirik çalışmalar, Clayton Yasası’nın bir önceki başlıkta yer verilen hükümleri doğrultusunda bazı yazarlar tarafından 7. maddenin ihlal edilmesi bakımından yeterli görülmektedir. Elhauge (2016, 1305-1308) ABD’deki kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetim faaliyetleri çerçevesinde teşebbüsler üzerinde etki sahibi olmaları ve yönetimde pasif davranmamalarından ötürü “*sadece yatırım amaçlı*” istisnasından yararlanamayacaklarını; ayrıca kurumsal yatırımcıların tamamen pasif olsa dahi hissedarlıklarının ABD havayolları çalışması gibi çalışmalarla⁸⁰ rekabetin kısıtlandığını göstermesi durumunda Clayton Yasası’nın 7. maddesi altında sorumlu olduklarını savunmaktadır. Scott Morton ve Hovenkamp (2018, 2035) da “*sadece yatırım amaçlı*” istisnasının antirekabetçi etkilerin gösterilmesi durumunda ve hissedarın oy kullanması durumunda uygulanmasının mümkün olmadığını belirterek Elhauge’a benzer bir yaklaşım sergilemektedir.

Klovers ve Ginsburg (2019, 6) ise henüz mahkemelerin rekabet hukuku sorumluluğu atfedebileceği düzeyde ampirik kanıt bulunmadığını belirterek bu görüşlere karşı çıkmaktadır.

3.1.2.2. Kurumsal Yatırımcıların Hissedarlıklarının İncelenmesine Yönelik Yaklaşımlar

Elhauge (2016, 1303) Clayton Yasası kapsamındaki tespitlerinin yanı sıra, MHHI’nin⁸¹ 2500 üzeri olduğu piyasalarda MHHI deltada 200 birimlik bir artış meydana getiren yatay hisse alımlarının fiyatları artırdığının veya artırmasının muhtemel olup olmadığını otoriteler tarafından araştırılması gerektiğini öne sürmektedir.⁸² Öte yandan Posner vd. (2017, 8 ve 9) Elhauge’nin Clayton Yasası kapsamındaki tespitlerine katılmakla birlikte MHHI’yi baz alarak yaptığı önerinin etkin olmayacağını belirtmekte ve kurumsal yatırımcıların sürekli olarak hisse

⁸⁰ Bkz. 1.5. başlık

⁸¹ Bkz. 1.4.2. başlık

⁸² Yazar önerdiği eşik değerlerde ABD Yatay Birleşmeler Rehberindeki eşik değerleri dikkate almaktadır. Bkz. s.19

senedi alıp satma eğiliminde olmalarından ötürü böyle bir yaklaşımın yasalara uyma kaygısıyla faaliyet planlamalarını oldukça zorlaştıracağı endişesini taşımaktadır (2017, 20 ve 21). Zira yazarların verdiği bir örneğe göre hisse senedini ilk etapta elinde bulunduran ve MHHI deltada Elhauge'ın önerdiği 200 birimlik artışa sebep olmayan bir kurumsal yatırımcı aynı teşebbüste hissedar olan başka bir kurumsal yatırımcının hisse senedini satması sebebiyle MHHI deltada meydana gelen artıştan sorumlu olabilecektir (2017, 20 ve 21).

3.1.2.3. Yeni Bir Düzenlemeye veya Güvenli Liman Oluşturulmasına Yönelik Yaklaşımlar

Posner vd. (2017) gerek hukuki belirliliğin sağlanması gerek rekabeti kısıtlayıcı etkilerin önlenmesi için kurumsal yatırımcıların portföy çeşitlendirmesine sınır çizen bir yaklaşım benimsemektedir. Sektörde faaliyet gösteren firma sayısı, firmalara yatırım yapan kurumsal yatırımcı sayısı ve kurumsal yatırımcıların hissedarlık oranlarına ilişkin çeşitli varsayımlar yapılarak MHHI deltada meydana gelen değişikliklerin incelenmesi sonucunda öne sürülen politika önerisine göre oligopolistik bir sektörde bir kurumsal yatırımcının tek bir etkin firmadan⁸³ daha fazla pazar payına sahip firmalar üzerinde portföy çeşitlendirmesi yapması durumunda yatırım tutarı en nihayetinde sektörün toplam büyüklüğünün %1'ini geçmemelidir (2017, 33). Söz konusu sınır tamamen pasif olmayı⁸⁴ taahhüt eden endeks fonları için ise geçerli olmayacaktır. Öneriye göre oligopolistik sektör konusundaki belirsizliklerin giderilmesi için FTC ve DOJ her yıl HHI değeri 2500'ü aşan sektörleri baz alarak “oligopol” nitelik arz eden sektörlerin listesini yayınlamalıdır (2017; 23-25 ve 34). Kural odaklı bu yaklaşım sayesinde, kurumsal yatırımcıların hissedarlıklarını daha az firmaya yoğunlaştırarak kurumsal yönetim faaliyetlerinin de etkinliğinin artması öngörülmektedir⁸⁵ (2017, 38).

Rock ve Rubinfeld (2017a, 42; 2017b, 30) ise hukuki belirliliğin sağlanması adına güvenli liman (*safe harbor*) oluşturulması gerektiğini belirtmektedir.

⁸³ Tek bir etkin firma için pazar payı eşiği HHI/10.000 olarak tanımlanmaktadır (2017, 34).

⁸⁴ Tamamen pasif olma şartı; kurumsal yatırımcının teşebbüslerin üst düzey yönetimi ve müdürleriyle iletişim kurmaması (bir başka deyişle kurumsal yönetim faaliyetlerinden olan diyalogları kullanmaması), oy haklarını diğer hissedarların oylarıyla orantılı olarak kullanması ve yatırım stratejilerinin önceden ilan edilmiş isteğe bağlı olmayan kurallara dayanması şeklinde tanımlanmaktadır (2017, 34).

⁸⁵ Benzer bir değerlendirme için bkz. Scott Morton ve Hovenkamp (2018, 2041).

Yazarlara göre kurumsal yatırımcıların bir teşebbüste %15 veya daha az oranda hissedar olmaları, yönetim kurulu üyeliği pozisyonunda bulunmamaları ve olağan kurumsal yönetim faaliyetlerine⁸⁶ devam etmeleri ile rekabet hukuku ve kurumsal yönetim kaygıları arasındaki denge sağlanacaktır. Güvenli liman için önerilen %15 eşik değer yazarların ABD otoritelerinin yönetim kurulu üyeliği olmadığı sürece %20'nin altındaki hisse devirlerine bugüne kadar genellikle müdahale etmemesine yönelik değerlendirmelerinin sonucudur (2017a, 41 ve 42; 2017b, 29 ve 30).

3.1.3. Rekabet Otoritelerinin Yaklaşımı

ABD'de bugüne kadar yatay hissedarlığa yönelik olarak açılmış bir dava bulunmamakla birlikte rekabet otoritelerinin konuyu yakından takip ettiği gözlemlenmektedir.⁸⁷ OECD toplantılarına sunulan katkılarda akademik araştırma ve tartışmaların gelişim aşamasında olduğu, bu sebeple halihazırda bir politika ve uygulama değişikliği yapılmasının planlanmadığı, ancak yeterli kanıt olması durumunda otoritelerin gerekli aksiyonları alacağı belirtilmektedir (OECD US 2017). Katkıda belirtilen bir diğer husus kurumsal yatırımcıların portföylerinin çok yüksek tutarda varlıklardan oluşması nedeniyle bu varlıkları elden çıkarmalarının sermaye piyasaları üzerinde önemli bir etkiye sahip olabileceği, dolayısıyla bu alanda rekabet hukuku uygulaması veya politika değişikliği olarak atılacak herhangi bir adımın ancak rekabeti kısıtlayıcı etkilere dair güçlü kanıtlar ortaya çıkması durumunda yapılması gerektiğidir (OECD US 2017).

Konu en son FTC'nin 6 Aralık 2018 tarihinde organize ettiği “21. Yüzyılda Rekabet ve Tüketicinin Korunması” konulu panelde “Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yatırımcılar ve Yatay Hissedarlık” başlıklı oturumda tartışılmıştır. FTC oturumda yatay hissedarlık ile daha yüksek fiyatlar arasındaki ilişkiyi analiz eden mevcut literatür, bu etkilere yol açabilecek mekanizmalar ve olası rekabet hukuku müdahalelerini masaya yatırmış ve akademisyenler, sektör temsilcileri ve SEC yetkililerinin konuya ilişkin görüşlerini dinlemiştir.

⁸⁶ Olağan kurumsal yönetim faaliyetleri çalışmanın ikinci bölümünde yer verildiği üzere; kurumsal yatırımcıların oy haklarını kullanmalarını, teşebbüslerin yönetim ve yönetim kurulları ile birebir görüşmeler yapmalarını kapsamaktadır (Rock ve Rubinfeld 2017a, 42 ve 43).

⁸⁷ Bkz. DOJ Başsavcı Yardımcısı Andrew C. FINCH'in 13.12.2018 tarihli konuşması <https://www.justice.gov/opa/speech/file/1120486/download>, Erişim Tarihi: 24.04.2019

Sonuç olarak ABD’de henüz konuya ilişkin herhangi bir eylem planı olmamakla birlikte çalışmaların devam ettiği ve otoritelerin olası bir müdahaleye veya politika değişikliğine kapılarını kapatmadığı söylenebilecektir.

3.2. AB

3.2.1. AB Hukukunda Azınlık Hisselerine Genel Bakış

AB rekabet hukukunda teşebbüsler arası devir işlemleri 139/2004 sayılı Teşebbüsler Arası Yoğunlaşmaların Kontrolü Hakkında Konsey Tüzüğü⁸⁸ (Tüzük) çerçevesinde değerlendirilmektedir. Tüzük ve Tüzük’teki hükümleri açıklayıcı Kılavuz⁸⁹ incelendiğinde; AB’de teşebbüsler arası hisse devirlerinin Tüzük kapsamında incelenebilmesinin “*kontrolde kalıcı bir değişiklik*” şartının gerçekleşmesine bağlı olduğu, kontrolün de jure (hukuki) veya de facto (fili) olarak elde edilmesinin yeterli olduğu anlaşılmaktadır. Dolayısıyla Tüzük kapsamında, elde edilen hisse oranından bağımsız olarak bir azınlık hissedarlığı ancak kontrolde kalıcı değişikliğe yol açıyorsa incelenebilmektedir.⁹⁰ Öte yandan Komisyon 2013 yılında bir uygulama boşluğu endişesiyle kontrol sağlamayan azınlık hissedarlıklarının incelemeye alınması için Tüzük kapsamının genişletilmesi yönünde bir kamuoyu çalışması başlatmış⁹¹ ve 2014 yılında yayımlanan “Daha Etkin AB Birleşme Kontrolüne Doğru Beyaz Kitap”ta⁹² (Beyaz Kitap) “Hedeflenen Şeffaflık Sistemi”ne⁹³ (*targeted transparency system*)

⁸⁸ Council Regulation (EC) No 139/2004 of 20 January 2004 on the control of concentrations between undertakings (the EC Merger Regulation)

⁸⁹ Commission Consolidated Jurisdictional Notice under Council Regulation (EC) No 139/2004 on the control of concentrations between undertakings (2008/C 95/01)

⁹⁰ Bkz. Case No. IV/M.0025-*Arjomari/Wiggins* (1990).

⁹¹ http://ec.europa.eu/competition/consultations/2013_merger_control/ Erişim Tarihi: 29.01.2019

⁹² http://ec.europa.eu/competition/consultations/2014_merger_control/mergers_white_paper_en.pdf para. 45-48, Erişim Tarihi: 29.01.2019

⁹³ Tasarlanan düzenlemede taraflar arasında doğrudan oluşacak bağların, bir başka deyişle çapraz hissedarlıkların, kontrol altına alınması hedeflenmiştir. Sistemde, tarafların kendi yapacakları değerlendirme sonucunda aralarında rekabetçi açıdan önemli bir bağ (*competitively significant link*) oluşacak ise işlem öncesinde Komisyona bir bilgi notu sunulması ve sunulan bu bildirim binaen Komisyonun işlemi incelemeyi derinleştirip derinleştirmeyeceğine karar vermesi öngörülmüştür. Tarafların rekabetçi açıdan önemli bir bağ tespitinde dikkate alması gereken kriterler ise aşağıdaki gibidir:

- Alıcı taraf ile hedef teşebbüsün rakip veya dikey ilişkili olması ve
- Devralınan hissenin %20 civarında olması veya %5 ile %20 arasında olması ancak veto hakları, yönetim kurulunda üyelik, rekabete hassas bilgilere erişim gibi yetkiler vermesi. (bkz. Beyaz Kitap, para. 47 ve 48).

geçiş yapmayı önermiştir. Ancak çeşitli üye ve üye olmayan ülkelerdeki azınlık hissedarlıklarına ilişkin istatistikleri inceleyen 2016 tarihli raporda⁹⁴, rekabetçi endişe ortaya çıkaran az sayıda vaka olduğu sonucuna ulaşılmış ve önerilen sistem uygulamaya koyulmamıştır.

Komisyon Tüzük kapsamında ancak kontrolde kalıcı değişiklik imkânı veren azınlık hissedarlıklarını inceleyebilmekle birlikte bildirilen bir birleşme kapsamında işlem tarafları ve sektördeki diğer oyuncular arasında mevcut olan kontrol sağlamayan azınlık hissedarlıklarını değerlendirmeye alabilmektedir.⁹⁵ Ayrıca, Komisyon azınlık hissedarlıklarını ABİDA'da rekabeti kısıtlayıcı anlaşmaların ele alındığı 101. madde ve hakim durumun kötüye kullanılmasının ele alındığı 102. madde çerçevesinde de inceleyebilmektedir. Devam eden başlıklarda Komisyonun bildirilen birleşme işlemleri kapsamında yatay hissedarlığı dikkate aldığı *Dow/DuPont* ve *Bayer/Monsanto* kararlarına, akabinde 101. madde ve 102. maddenin yatay hissedarlığa uygulanabilirliğine yönelik görüşlere yer verilecektir.

3.2.2. AB'de Yatay Hissedarlığa Yaklaşımlar

3.2.2.1. Tüzük Çerçevesinde Yatay Hissedarlık

3.2.2.1.1. Dow/DuPont Kararı⁹⁶

Komisyonun yatay hissedarlığı dikkate aldığı ilk karar Dow ve DuPont firmalarının birleşme kararıdır. Kararın gerek gövdesi gerek ek bölümü⁹⁷ birleşme tarafları ve sektördeki diğer oyuncular arasındaki yatay hissedarlığa yönelik detaylı değerlendirmeler içermektedir.

Dow ve DuPont kimyasal tarım ürünleri alanında iştigal eden ABD menşeli teşebbüslerdir. Komisyon ilk etapta sektörde faaliyet gösteren BASF, Bayer, Dow, DuPont, Monsanto ve Syngenta'nın hissedarlık yapılarını incelemiş, akabinde kimyasal tarım endüstrisinin yoğunlaşmış bir hissedarlık yapısına sahip olduğunu

⁹⁴ <http://ec.europa.eu/competition/publications/reports/KD0416839ENN.pdf>, Erişim Tarihi: 10.03.2019

⁹⁵ Komisyon bildirilen bir birleşme kapsamında işleme izin verilmesi için işlem taraflarının sektördeki diğer oyuncular üzerindeki azınlık hissedarlıklarının elden çıkarılmasını işleme izin verilmesinin bir koşulu olarak öne sürebilmektedir. Bkz. Case No IV/M.1383-*Exxon/Mobil* (1999), Case No COMP/M.1980-*Volvo/Renault V.I.* (2000)

⁹⁶ Case M.7932-*Dow/DuPont* (2017)

⁹⁷ A.g.k. Annex 5

ve özellikle pasif yatırım stratejisi izleyen aynı kurumsal yatırımcıların BASF, Bayer, Dow, DuPont, Monsanto ve Syngenta üzerinde önemli oranda hisse sahibi olduğunu tespit etmiştir. Komisyonun incelemelerine göre Dow, DuPont ve Monsanto yatay hissedarlar bakımından birbirlerine en bağlı teşebbüsler olup toplamda 17 hissedar Dow, DuPont ve Monsanto'nun yaklaşık %29-%36'sını; BASF, Bayer ve Syngenta'nın yaklaşık %21'ini elinde bulundurmaktadır.⁹⁸

Komisyon belirtilen tespitleri yaptıktan sonra, birleşme tarafları ve rakipler üzerinde yatay hissedar konumunda olan kurumsal yatırımcıların teşebbüslerin karar alma süreçleri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Söz konusu hususların incelenmesi noktasında kurumsal yatırımcıların çalışmanın 2.2.1.2. başlığında birkaç örnekle yer verilen kamuya açık söylemlerinden yararlanan Komisyon, kurumsal yatırımcıların **teşebbüslerin yönetim kurulu ve yönetimi ile aktif temaslarda bulduklarını, bu nedenle görüşlerini paylaşabilme ve teşebbüs yönetimlerinin güdülerini şekillendirebilme noktasında öncelikli olduklarını** belirtmiştir. Komisyon ayrıca sektördeki oyuncularda kurumsal yatırımcılar haricinde çok düşük oranda pay sahibi olan hissedarların (*atomistic equity holders*) genel kurul ve teşebbüs yönetimi nezdinde etkili olma ihtimallerinin düşük olduğunu dikkate alarak **yatay hissedar konumunda olan kurumsal yatırımcıların teşebbüsler üzerindeki kontrolünün hissedarlık oranlarının** gösterdiğinden daha fazla görüldüğüne kanaat getirmiştir.⁹⁹

Komisyon rakipler arası azınlık hissedarlığına ilişkin iktisadi mantığın yatay hissedarlığa uzanmasına ilişkin literatüre yer vererek ABD Havayolları¹⁰⁰ ve yöneticilerin ücretlendirmelerine ilişkin ampirik çalışmaların¹⁰¹ yatay hissedarlığın pazardaki fiyat rekabetini olumsuz etkilediğinin göstergesi olarak değerlendirmiştir.¹⁰²

Komisyon tüm bu değerlendirmelerin ardından çapraz hissedarlıktan yatay hissedarlığa uzanan literatürün temelde fiyat rekabeti üzerine kurulu olsa da aynı iktisadi mantığın inovasyon rekabeti açısından da uygulanabilir olduğunu

⁹⁸ Annex 5, para.80

⁹⁹ A.g.k. para. 19-33.

¹⁰⁰ Bkz. 1.5. başlık

¹⁰¹ Bkz. 2.2.2.2. no.lu başlıkta değinilen Anton vd. (2018) tarafından yapılan ampirik çalışma.

¹⁰² Annex 5-para. 52-55.

belirtmektedir. Komisyona göre bir teşebbüs AR-GE faaliyetlerine yönelerek mevcut durumdaki kârlılığının düşmesine neden olacak maliyetlere katlanacaktır. Öte yandan teşebbüsün inovasyona yönelmesiyle elde edeceği ürünler teşebbüse bir kazanım sağlayacak, teşebbüsün söz konusu ürünlerden elde edeceği kazanımlar ise bu ürünlerin gelecekteki fiyat rekabeti ile somutlaşabilecektir. Dolayısıyla inovasyona yönelen teşebbüs ilerleyen dönemlerde fiyat rekabetinde daha agresif davranabilecek, böylece rakiplerinin gelecekteki kârlılığının düşmesine neden olabilecektir. En nihayetinde bu durum yatay hissedar konumunda olan kurumsal yatırımcıların portföy değerini olumsuz anlamda etkileyecektir. Komisyon bu argümandan yola çıkarak birleşme sonrasında yatay hissedarlıktan ötürü kimyasal tarım endüstrisindeki inovasyon rekabetinin teşebbüslerin birbirinden tam bağımsız olduğu duruma göre daha az olacağı sonucuna ulaşmıştır.¹⁰³

Kararda önemli olan son husus ise Komisyonun yatay hissedarlığın pazar yoğunlaşmasına etkisini ölçme yöntemi olarak oldukça tartışılan MHHI'ya yaklaşımıdır.¹⁰⁴ Komisyon **HHI analizinin teşebbüslerin birbirinden tamamen bağımsız olduğu ve kendi kârlılıklarını maksimize etmeleri varsayımı üzerine kurulu olduğunu belirterek yatay hissedarlığın muhtemel antirekabetçi etkilerinin dikkate alınması amacıyla MHHI'nın kullanılabileceğini** belirtmiştir. MHHI hesaplaması için her bir hissedarın her bir firma üzerindeki kontrol ağırlığının bilinmesi gerektiğini belirten Komisyon bu noktada çeşitli kontrol senaryolarının kullanılabileceğini, ancak en basit yöntemin "*oransal kontrol*"¹⁰⁵ varsayımı olduğunu ifade ederek bu yaklaşımla MHHI hesaplanması yoluna gitmiştir.¹⁰⁶ Öte yandan taraflar Komisyonun MHHI hesaplama noktasında herhangi bir veriye dayanarak kontrol ağırlıklandırması yapmamasına itiraz etmiş, Komisyon da bu durumu kabul ederek kararda MHHI'ya bağlı kalmadığını belirtmiştir.¹⁰⁷

Komisyon yapılan tüm bu değerlendirmeler sonucunda birleşme tarafları ve sektördeki diğer rakipler arasındaki yatay hissedarlığı etkin rekabetin önemli

¹⁰³ A.g.k. para. 56-60.

¹⁰⁴ A.g.k. para.67-79.

¹⁰⁵ Bkz. 1.4.2. başlık

¹⁰⁶ A.g.k, dn.7, para. 70

¹⁰⁷ A.g.k. para 79.

ölçüde engellenmesi noktasında değerlendirilmesi gereken bir unsur olarak ele alınmıştır.¹⁰⁸ Komisyon birleşmeye koşullu olarak izin vermiştir.

3.2.1.1.2. Bayer/Monsanto Kararı¹⁰⁹

Komisyonun yatay hissedarlığı dikkate aldığı diğer kararı Alman menşeli Bayer ile ABD menşeli Monsanto firmalarının birleşme kararıdır. Kararda öncelikle tohum ve mahsul koruma pazarında faaliyet gösteren BASF, Bayer, DowDuPont ve Monsanto'nun hissedarlık yapılarını inceleyen Komisyon, birleşme tarafları ve sektördeki diğer oyuncuların yatay hissedarlarının genellikle pasif yatırım stratejisi izleyen kurumsal yatırımcılardan oluştuğunu belirtmiştir. Akabinde *Dow/DuPont* kararına benzer şekilde kurumsal yatırımcıların kamuya açık söylemlerinden yararlanarak bu hissedarların **sektörel bir bakış açısıyla firmalar üzerinde etkili olduklarını** kabul ettiklerini ifade etmiştir.¹¹⁰

Komisyon yer verilen tespitlerden sonra tüm teşebbüslerdeki portföy değeri bir milyar Avro'yu aşan kurumsal yatırımcıları baz alarak yatay hissedarlığın boyutunu ortaya koymayı amaçlamıştır.¹¹¹ Söz konusu kritere göre 18 kurumsal yatırımcının toplamda BASF'de %18,76, Bayer'de %21,80, DowDuPont'ta %34,81 ve Monsanto'da %29,28 oranında hissedarlığı bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, DowDuPont ve Monsanto yatay hissedarlar anlamında birbirlerine en bağlı teşebbüsler olup 23 yatay hissedarın toplamda DowDuPont'ta %38,91 ve Monsanto'da %36,46 hissedarlığı bulunmaktadır.¹¹²

Komisyon teşebbüsler arasındaki yatay hissedarlığın boyutunu ortaya koyduktan sonra Bayer ve Monsanto'nun 2014 yılından itibaren genel kurula katılım ve oy kullanma düzeylerini inceleyerek varsayımsal bir senaryoda; DowDuPont

¹⁰⁸A.g.k. para. 4

¹⁰⁹Case M.8084-*Bayer/Monsanto* (2018)

¹¹⁰A.g.k. para. 215

¹¹¹ Komisyonun toplam portföy değeri bir milyar Avro'yu aşan yatırımcıları baz alması teşebbüslerin en önemli hissedarlarının belirlenmesini amaçlamaktadır (bkz. a.g.k para. 211). Nitekim çalışmanın birinci bölümünde belirtildiği üzere kurumsal yatırımcılar hissedarlık oranları düşük olsa da bulundukları sermayenin parasal hacim olarak fazla olmasından ötürü teşebbüslerin en büyük ve en önemli hissedarları konumunda olabilmektedir. Komisyon *Dow/DuPont* kararında da bu yaklaşımı benimsemiştir, ancak ilgili kararda *Bayer/Monsanto* kararının aksine söz konusu bilgiler ticari sır olarak değerlendirildiğinden ötürü çalışmada detaylara yer verilememiştir.

¹¹² A.g.k. para. 219

ve Monsanto'nun teşebbüslerdeki toplam portföy değeri bir milyar Avro veya daha fazla olan 23 yatay hissedarının tohum ve mahsul koruma endüstrisinde **toplam portföy değerlerini maksimize etmek amacıyla koordineli bir şekilde oy kullanmaya karar verebileceklerini**, söz konusu hissedarların toplamda Bayer'in %21,80'ini temsil ettiğini belirtmiştir. Komisyona göre **Bayer'in genel kuruldaki oy kullanım oranları dikkate alındığında¹¹³ aynı hissedarlar birlikte Bayer'in çoğunluğuna veya çoğunluğa ulaşabilecek oylarının belirli bir kısmına sahiptir.**¹¹⁴

Komisyon *Dow/DuPont* kararına atıf yaparak **pazar payı veya HHI gibi yoğunlaşma oranlarını gösteren ölçütlerin** teşebbüslerin birbirinden bağımsız olarak karar aldığı varsayımına dayandığını, ancak **pazarda yatay hissedarlık olması durumunda** söz konusu ölçütlerin **pazardaki yoğunlaşma seviyesi ve tarafların pazar gücünü olduğundan daha az gösterebileceğini** belirtmektedir.¹¹⁵

Komisyonun yaptığı bir diğer önemli değerlendirme birleşme işlemine izin verilmesi için **çözüm mekanizması olarak elden çıkarmanın uygulanacağı durumlarda, uygun bir alıcı belirlenirken yatay hissedarlığın bir unsur olarak dikkate alınması** gerektiğidir. Ancak Komisyon söz konusu değerlendirmeyi yapmasına rağmen yatay hissedarlığa ilişkin tartışmaların nispeten yeni olması, konunun henüz tam anlamıyla açıklığa kavuşturulmaması¹¹⁶, ayrıca kimyasal tarım endüstrisinde yatay hissedarlığın zaten mevcut olmasından ötürü yatay hissedarlığın mevcut olduğu rakiplerden biri olan BASF'nin uygun alıcı olmasının önüne geçmemesi gerektiğini belirtmektedir.¹¹⁷

Komisyon yapılan tüm bu değerlendirmeler sonucunda, birleşme tarafları ve sektördeki diğer rakipler arasındaki yatay hissedarlığı etkin rekabetin önemli ölçüde engellenmesi noktasında değerlendirilmesi gereken bir unsur olarak ele almıştır. Komisyon birleşmeye koşullu olarak izin vermiştir.

¹¹³ Kararda genel kurula katılım ve oy kullanım oranları ticari sır değerlendirmesinden ötürü kapalıdır.

¹¹⁴ A.g.k. para. 220-221

¹¹⁵ A.g.k. para. 227-228

¹¹⁶ A.g.k. para. 3304

¹¹⁷ A.g.k. para. 3303

3.2.1.1.3. Dow/DuPont ve Bayer/Monsanto Kararlarının Karşılaştırılması ve Değerlendirilmesi

Komisyunun yatay hissedarlığı konu edindiği iki kararının benzeşen ve farklılaşan yönleri bulunmaktadır. Her iki kararda Komisyunun hemfikir olduğu husus **kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetim politikaları ile portföylerindeki teşebbüsler üzerinde etkili olabilecekleridir.** *Dow/Dupont* kararında daha çok diyaloglar vasıtasıyla bu etkinin oluşabilmesi üzerinde duran Komisyon *Bayer/Monsanto* kararında bir adım ileriye giderek kurumsal yatırımcıların koordineli şekilde oy hakları vasıtasıyla etkili olabileceklerini belirtmiştir. Öte yandan Komisyunun oylamaya ilişkin bu değerlendirmeyi yaparken somut bir delile dayanmaması bir eksiklik olarak görülebilecektir. Karara konu yatay hissedarlar teşebbüslerde uzun dönemli hissedarlar ise geçmiş genel kurullardaki oy kullanımlarının aynı doğrultuda olmasının en azından bu varsayımın desteklenmesi noktasında bir unsur olarak kullanılabilacağı düşünülmektedir.

Her iki kararda yer verilen bir diğer ortak nokta **pazarda yatay hissedarlık olması durumunda HHI'nın pazardaki gerçek yoğunlaşma oranını yansıtmayacak** olmasıdır. Diğer taraftan *Dow/DuPont* kararında Komisyon MHHI'nın kullanılmasına yeşil ışık yakarken *Bayer/Monsanto* kararında sadece HHI'nın yatay hissedarlık olması durumunda pazardaki gerçek yoğunlaşma oranını göstermeyecek olmasını belirtmekle yetinmiştir. Dolayısıyla Komisyunun MHHI'ya yönelik literatürde fikir birliğine varılamamasını dikkate aldığı ve MHHI'nın yatay hissedarlığın pazar yoğunlaşmasına etkisini ölçme yöntemi olarak kullanılmasına bundan sonraki süreçte temkinli yaklaşacağı çıkarımı yapılabilecektir.

Komisyunun *Bayer/Monsanto* kararında üzerinde durduğu bir diğer husus **elden çıkarmanın kullanılacağı birleşmelerde uygun alıcının bağımsızlığının belirlenmesi noktasında yatay hissedarlığın dikkate alınması** gerektiğidir. Dolayısıyla Komisyunun ilerleyen dönemlerde inceleyeceği birleşmelerde uygun alıcının belirlenmesi aşamasında hissedarlık yapılarını daha titizlikle inceleyeceği söylenebilecektir.

3.2.2.2. ABİDA'nın 101. ve 102. Maddesi Çerçevesinde Yatay Hissedarlığa Yönelik Görüşler

Komisyon rekabet karşıtı kontrol sağlamayan azınlık hissedarlıklarına *ex-post* olarak ABİDA'nın 101. ve 102. maddeleri kapsamında müdahale edebilmekle birlikte (Gassler 2018, 4) söz konusu maddelerin bu alandaki kullanımının oldukça sınırlı olduğu (Beyaz Kitap 2014, 11) belirtilmelidir.

ABAD *Philip Morris*¹¹⁸ davasında 101. madde kapsamında rakip teşebbüste edinilen bir azınlık hissedarlığının kendi başına rekabeti kısıtlayıcı bir davranış teşkil etmese de devralma işleminin ilgili teşebbüslerin faaliyet gösterdikleri pazardaki ticari davranışlarını rekabetin kısıtlanması veya bozulmasına yol açacak şekilde değiştirmelerine hizmet edecek bir araç olarak kullanılmasının mümkün olduğu değerlendirilmiştir.¹¹⁹ ABAD'a göre incelenen anlaşma ancak *teşebbüslerin ilgili pazardaki rekabetçi davranışlarını etkileme amacına veya etkisine sahip olduğunun gösterilmesi* durumunda 101. maddeyi ihlal edebilecektir.¹²⁰ Elhauge (2018, 36 ve 2019, 59) *Philip Morris* kararının söz konusu hükmünden yola çıkarak yatay hissedarlığın yaratabileceği rekabeti kısıtlayıcı etkilerin 101. madde kapsamında değerlendirilebileceğini, bu durumda yatay hissedarlığın kurumsal yatırımcılar ve rakip teşebbüsler arasındaki bir anlaşma olduğunu öne sürmektedir. Ancak bu genelleme kararda vurgulanan diğer unsurların görmezden gelinmesine yol açabilecektir (Fadiga 2019, 161). Zira kararda rekabeti kısıtlayıcı etkilerin özellikle devralan teşebbüse hâlihazırda veya ileri bir tarihte kontrol imkânı tanınması¹²¹, koordinasyona yol açması¹²² veya hissedarlığın iki rakip teşebbüsün ticari kararlarını alırken birbirlerinin çıkarlarını dikkate alması¹²³ sonucunu doğurması durumunda ortaya çıkabileceği ifade edilmekle birlikte her durumun ilgili pazarın yapısı ışığında okunması gerektiği

¹¹⁸ Joined Cases 142 and 156/84, *British American Tobacco Company Limited and R. J. Reynolds Industries Inc. v E.C. Commission*, (1987) ECR 4487

¹¹⁹ A.g.k. para. 37

¹²⁰ A.g.k. para. 45

¹²¹ A.g.k. para 38-39. Mahkemenin karardaki retoriği “kontrol” kavramı ekseninde şekillenmektedir (Ezrachi ve Gilo 2006, 339). Bu durum kararın AB'nin birleşmeler için ayrı bir tüzüğünün bulunmadığı dönemde alınmasından kaynaklanmaktadır. AB'nin bir önceki (4064/89 sayılı) tüzüğü 1990 yılında yürürlüğe girmiş olup karar 1987 yılında alınmıştır.

¹²² A.g.k. para. 38.

¹²³ A.g.k. para. 48.

belirtilmektedir.¹²⁴ Dolayısıyla karar bu yönüyle tek taraflı etkilere yol açan pasif azınlık hisselerinin 101. maddenin kapsamına girip girmeyeceği konusunda netlik barındırmamaktadır (Ezrachi ve Gilo 2006, 340-342).

Philip Morris kararına ilişkin değinilmesi gereken diğer nokta taraflar arasındaki hisse devrinin bir sözleşme ile gerçekleştirilmiş olmasıdır. Oysaki yatay hissedarlığa konu hisse devirleri borsa kanalıyla gerçekleştirilmektedir ve borsa kanalıyla bir dizi hisse alınması durumunda farklı alım anlaşmalarının 101. maddenin kriterlerini karşıladığını iddia etmek zor olabilecektir (Beyaz Kitap 2014, 11). Zira borsa kanalıyla gerçekleştirilen işlemler teşebbüsün alıcı ve satıcı hissedarları arasında, teşebbüsün herhangi bir dahli bulunmadan gerçekleştirilmektedir (Fotis ve Zevgolis 2016, 89). Dolayısıyla yatay hissedarlar ve portföydeki teşebbüsler arasındaki ilişkinin açık bir koordinasyon doğurucu davranış ortaya çıkmadıkça bir anlaşma olarak değerlendirilmesi ve 101. madde kapsamına girmesi zor görünmektedir.

Komisyonun kontrol sağlamayan azınlık hissedarlıklarına 102. madde kapsamında müdahale edebilmesi için ise devralan tarafın hakim durumda olması ve hisse ediniminin bir kötüye kullanma niteliğinde olması gerekmektedir,¹²⁵ dolayısıyla 102. madde çok dar bir uygulama alanı barındırmaktadır (Beyaz Kitap 2014, 11). Zaten sınırlı olan bu uygulamanın yatay hissedarlığa uygulanabilirliği noktasında çember daha da daralmaktadır, zira kurumsal yatırımcılar faaliyette buldukları yatırım veya finansal hizmetler pazarlarında hâkim durumda olsalar dahi, kötüye kullanmanın gerçekleştiği pazarda eş deyişle portföydeki şirketlerinin faaliyet gösterdikleri pazarlarda faaliyet göstermemektedir.

3.3. ABD ve AB'deki Tartışmalar Işığında Yatay Hissedarlığın Değerlendirilmesi

Yatay hissedarlığın çıkış noktasını ABD piyasalarında yapılan ampirik çalışmaların oluşturması ABD'de daha yoğun tartışmaların yaşanmasına neden olmaktadır. Oldukça dar bir bildirim sistemini benimseyen ABD'de dahi HSR'de

¹²⁴ A.g.k. para. 40.

¹²⁵ Bu yöndeki karar örneği için bkz. Case No. IV/33.440, Warner-Lambert/Gillette and Others, ve Case No. IV/33.486, BIC/Gillette and Others (1992)

bulunan “*sadece yatırım amaçlı*” istisnasından ötürü yatay hissedarlık yapısı gösteren piyasalar otoritelerin denetimine tabi olmadan ortaya çıkmıştır. Ancak rekabetin önemli ölçüde kısıtlanmasına neden olabilecek her türlü hisse devrini yasaklayan Clayton Yasası’nın en azından lafzi olarak yatay hissedarlığın antirekabetçi etkilerine karşı bir müdahale aracı olarak kullanılma imkânına işaret edilmektedir. Öte yandan ABD’de otoritelerin konunun sermaye piyasalarını yakından ilgilendirmesi ve rekabeti kısıtlayıcı etkilere yönelik yeterli kanıt bulunmaması nedeniyle mevcut durumda “bekle ve gör” prensibini benimsediği anlaşılmaktadır.

Komisyonun bu alandaki çalışmasının nihayete ermemiş olması ve AB piyasalarında henüz bir ampirik bulgu olmaması ise AB literatürünün biraz daha sessiz kalmasına yol açmıştır. Ancak AB rekabet hukukunun azınlık hissedarlıklarına yönelik uygulamalarını inceleyen Fadiga (2019, 159) AB’de yatay hissedarlığın yaratabileceği antirekabetçi risklere karşı kolay ve güvenilir bir şekilde uygulanabilecek aracın bulunmadığı sonucuna ulaşmaktadır. Aynı fikirde olan Segerra (2018, 4) yatay hissedarlığın AB’de gerçek bir tehdit oluşturması halinde, Komisyonun Tüzük kapsamını kontrol sağlamayan azınlık hissedarlıklarını kapsayacak şekilde genişletebileceğini ve kurumsal yatırımcılar için daha düşük bir güvenli liman gibi ek hükümler getirilebileceğini belirtmektedir. Komisyonun *Dow/DuPont* ve *Bayer/Monsanto* kararlarındaki tavrı bu konuya yönelik yeni bir düzenleme yapıp yapmayacağına dair ışık tutmamakla birlikte bundan sonraki birleşmelerde konuyu analizlere dahil edeceğini göstermektedir.

Esasında yatay hissedarlık, finans literatürünün riskin azaltılarak getirinin mümkün olduğu ölçüde artırılması yaklaşımı doğrultusunda sermaye piyasaları açısından yeni bir konu olmamakla birlikte rekabet hukuku kapsamında incelenmesi yaklaşık beş yıllık bir geçmişe sahiptir. Dolayısıyla bu alandaki çalışmalar başlangıç aşamasındadır ve konuya yönelik araştırmalar devam etmektedir. Nitekim çalışmanın bu aşamaya kadarki bölümünden de anlaşılacağı üzere, rekabeti kısıtlayıcı etkilere yönelik teorik ve ampirik çalışmalar ve bu etkilere yol açabilecek mekanizmalar konusunda henüz fikir birliğine varılamamıştır. Ayrıca kısıtlı da olsa yatay hissedarlığın etkinlik doğurduğuna ilişkin çalışmalar mevcuttur. Dolayısıyla ampirik bulgulara dayanan sağlam bir rekabet politikası oluşturulabilmesi için daha fazla araştırmaya ihtiyaç duyulmaktadır (Gassler

2018, 42). Ancak konu tam anlamıyla açıklığa kavuşturulamamış olsa da bu alandaki endişelerin kısmen haklı çıktığının (Schwalbe 2018, 602) ve bir risk potansiyeli olduğunun (Monopolkommission 2018, 40) kabul gördüğü çıkarımını yapmak yanlış olmayacaktır. Rekabet otoritelerinin bu alandaki farkındalığının artması, kurumsal yatırımcılarının portföylerinin büyümeye devam edeceğinin öngörülmesi¹²⁶ ve kurumsal yönetim faaliyetlerinde kurumsal yatırımcıların katılımına büyük önem verilmesinden¹²⁷ ötürü konunun ilerleyen dönemlerde de gündemde olması beklenmektedir.

Kanaatimizce bu alanda devam eden ampirik çalışmaların rekabeti kısıtlayıcı etkileri kesin bir şekilde ortaya koyması halinde açıklığa kavuşturulması gereken bir diğer husus bu etkilerin hangi kanallarla vuku bulduğudur. Bir birleşme işlemine nazaran azınlık hissedarlığı devrinde ortaya çıkan kritik husus hangi hissedarların teşebbüs üzerinde ne tip bir kontrol veya etkiye sahip olduğu, söz konusu kontrol veya etkinin teşebbüsün yönetim kararlarına nasıl yansıdığı ve bunların rekabetçi etkilere nasıl dönüştürüldüğünden geçmektedir (O'Brien ve Salop 2000, 563). Ancak belirtildiği üzere; kurumsal yatırımcıların portföy yatırımları rekabet hukuku perspektifinden kontrol/etki sağlayan haklara dönüşmemektedir, dolayısıyla teşebbüsler üzerinde etki doğrulması noktasında rekabet otoritelerinin hassas bilgilere erişim, yönetim kurulu üyeliği ve veto hakları gibi geleneksel unsurları incelemesi bu alandaki mekanizmaların tespit edilebilmesi için yetersiz kalabilecektir. Kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetim politikaları aracılığıyla portföylerindeki teşebbüslerle gerçekleşen temaslarının, piyasadaki rekabetçi sürece yansımalarına yönelik sınırlı sayıda örnek olsa da bu örneklerin rekabet otoritelerinin bu alana daha fazla eğilmesi gerektiğinin bir göstergesi olarak kabul edilebileceği düşünülmektedir. Nitekim ABD'nin *ValueAct*; AB'nin *Dow/DuPont* ve *Bayer/Monsanto* kararları da kurumsal yönetime ilişkin unsurların ABD ve AB otoriteleri tarafından yakın markaja alınacağı ve kararlarda yer edineceğinin habercisi olarak yorumlanabilir.

¹²⁶ Bkz. PricewaterhouseCoopers (2017a, 4)

¹²⁷ Bkz. OECD (2011), Çelik ve Isaksson (2013)

BÖLÜM 4

YATAY HİSSEDARLIĞIN TÜRK REKABET HUKUKUNA YANSIMALARI

Bu bölümde öncelikle Türk rekabet hukukunun azınlık hisselerine yönelik uygulamalarının genel çerçevesine yer verilecek; akabinde yatay hissedarlığın Türkiye’ye yansımalarının ortaya koyulabilmesi amacıyla Türkiye’deki halka açık şirketlerin hissedarlık yapıları, kurumsal yatırımcıların portföy büyüklükleri ve kurumsal yönetim uygulamaları incelenerek değerlendirme ve önerilerde bulunulacaktır.

4.1. TÜRK REKABET HUKUKUNDA AZINLIK HİSSELERİNE GENEL BAKIŞ

Türk rekabet hukukunda teşebbüsler arası devir işlemleri 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’un (4054 sayılı Kanun) 7. maddesi ve 2010/4 sayılı Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ (2010/4 sayılı Tebliğ) çerçevesinde değerlendirilmektedir. 4054 sayılı Kanun’un 7. maddesi hakim durum yaratarak veya mevcut hakim durumu güçlendirerek rekabetin önemli ölçüde azaltılması sonucunu doğuran birleşme ve devralmaları yasaklamaktadır. Aynı maddenin ikinci fıkrasında hangi tür birleşme ve devralmaların hukuki geçerlilik kazanabilmesi için Rekabet Kuruluna (Kurul) bildirilerek izin alınması gerektiğinin Kurulun çıkaracağı tebliğlerle ilan edileceği hükmü bulunmaktadır.

Söz konusu fıkraya dayanarak çıkarılan 2010/4 sayılı Tebliğ’in 5. maddesi incelendiğinde, teşebbüsler arası hisse devirlerinin Kurul nezdinde incelenebilmesinin “*kontrolde kalıcı bir değişiklik*” şartının gerçekleşmesine bağlı olduğu anlaşılmaktadır. Çalışmanın konusu bakımından, 2010/4 sayılı Tebliğ’de

borsa kanalıyla gerçekleştirilen işlemlerin Kurula bildirimini düzenleyen 10. maddenin 6. fıkrasına değinmekte fayda görülmektedir. İlgili fıkra, kontrolün borsada seri işlemler vasıtasıyla farklı satıcılardan gerçekleştirilen menkul kıymet alımlarıyla elde edilmesi durumunda işlemin gecikmeksizin Kurula bildirilmesi, elde edilen menkul kıymetlere bağlı oy haklarının kullanılmaması veya sadece yatırımların tam değerinin korunmasını sağlamak amacıyla Kurul kararıyla tanınacak bir istisnaya dayanarak kullanılması koşullarının sağlanması kaydıyla işlem gerçekleştirildikten sonra Kurula bildirilebileceği belirtilmektedir.

Belirtilen hükümlerden anlaşıldığı üzere, Türk rekabet hukukunda hisse devirlerinin incelemeye tabi tutulabilmesi AB rekabet mevzuatıyla paralel şekilde kontrolde kalıcı bir değişiklik şartının gerçekleşmesine bağlıdır. Dolayısıyla hisse oranından bağımsız olarak bir azınlık hissedarlığı kontrolde kalıcı değişikliğe yol açması durumunda 2010/4 sayılı Tebliğ kapsamında incelenebilmektedir.¹²⁸

Kurul 2010/4 sayılı Tebliğ kapsamında ancak kontrolde kalıcı değişiklik imkânı veren azınlık hissedarlıklarını inceleyebilmekle birlikte AB ile paralel şekilde bildirilen bir birleşme kapsamında işlem tarafları ve sektördeki diğer oyuncular arasında mevcut olan kontrol sağlamayan azınlık hissedarlıklarını değerlendirmeye alabilmektedir.¹²⁹ Ayrıca Kurulun azınlık hissedarlıklarını 4054 sayılı Kanun'un 4. maddesi kapsamında incelediği örnekler de mevcuttur.¹³⁰

Çalışmanın üçüncü bölümünde belirtildiği üzere ABD ve AB'de; yatay hissedarlığın rekabeti kısıtlayıcı etkilerine, mevcut içtihadın bu alanda oluşabilecek risklere karşı yeterli olup olmadığına veya yeni bir düzenlemeye ihtiyaç duyulup duyulmadığına yoğunlaşılmaktadır. Öte yandan Türkiye açısından bakıldığında, yasal düzenlemelerin yeterliği yerine öncelikle bu risklerin oluşabileceği bir piyasa yapısının mevcudiyeti ve kurumsal yatırımcıların teşebbüs davranışlarını etkileme yolu olarak tartışılan kurumsal yönetim faaliyetlerinin ne aşamada olduğu analiz edilmelidir. Devam eden başlıklarda bu hususlar ele alınacaktır.

¹²⁸ Bkz. 29.03.2012 tarihli ve 12-14/445-127 sayılı karar.

¹²⁹ Bkz. 20.06.2007 tarihli ve 07-53/615-204 sayılı karar.

¹³⁰ Bkz. 13.07.2005 tarihli, 05-46/668-170 sayılı; 30.05.2006 tarihli, 06-37/477-129 sayılı; 29.03.2007 tarihli, 07-29/268-98 sayılı ve 16.06.2009 tarihli, 09-28/600-141 sayılı kararlar.

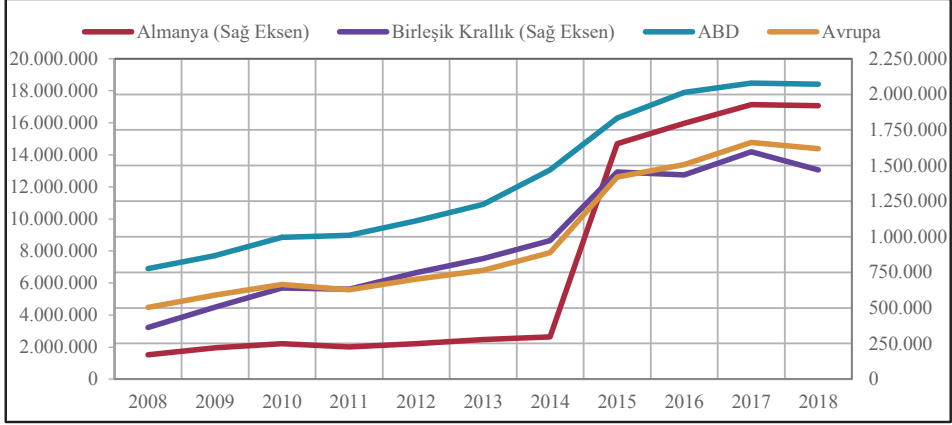
4.2. TÜRKİYE’DE HALKA AÇIK ŞİRKETLERİN HİSSEDARLIK YAPILARI ve KURUMSAL YATIRIMCILARIN PORTFÖY BÜYÜKLÜKLERİ

Yatay hissedarlık piyasa yapısı gösteren ülkelerin/piyasaların genel özelliklerine bakıldığında iki unsurun bir arada olduğu görülmektedir: Dağınık bir hissedarlık yapısı ve kurumsal yatırımcıların portföy büyüklüklerinin yüksek olması. Dolayısıyla Türkiye’de böyle bir piyasa yapısının mevcut olup olmadığının ortaya koyulabilmesi için söz konusu unsurların irdelenmesi gerekmektedir.

İlk olarak Türkiye’deki şirketlerin hissedarlık yapısı incelendiğinde, kurumsal yapının genel olarak aile tarafından kontrol edilen çeşitlendirilmiş işletme grupları biçimindeki yoğunlaşmış bir hissedarlık yapısı ile karakterize edildiği söylenebilecektir (Ararat vd. 2014, 17; Gurarda vd. 2016, 2; Töre 2012, 138). Ülkemizde bulunan şirketlerin %95’ini aile şirketleri oluşturmaktadır (Çalışkan’dan aktaran Töre 2015, 71). Ülkemiz genelinde gözlemlenen bu durumun halka açık şirketlerin hissedarlık yapılarına da yansıdığını söylemek mümkündür. BİST’te kayıtlı şirketlerin %75’i aile şirketlerinden oluşmakta (Çalışkan’dan aktaran Töre 2015, 71), aile şirketleri halka açılrsa da aileler yöneticilerin seçilmesine ve atanmasına imkân sağlayan imtiyazlı paylar aracılığıyla şirketin kontrolünü ellerinde bulundurmaktadır (Ararat ve Eroğlu 2012, 6; Töre 2015, 62). Türk şirketlerinin çoğunun yönetimi kaybetme veya borç altına girme çekincesiyle hisse senedi ihracından kaçınması, özkaynaklar vasıtasıyla veya banka kredisi kullanarak büyüme politikası izleme yoluna gitmesi (TOBB Türkiye Sermaye Piyasası Sektör Raporu 2008, 52) bu durumun sebebi olarak gösterilebilecektir.

İkinci aşamada ise Türkiye’deki kurumsal yatırımcıların portföylerinin rakamsal büyüklüklerini incelemek gerekmektedir. Öte yandan karşılaştırılabilir bir veri seti olmadan salt Türkiye’deki kurumsal yatırımcıların portföy büyüklüklerine odaklanmak çıkarım yapılması noktasında yetersiz kalacağından ilk etapta halihazırda yatay hissedarlık piyasa yapısına sahip ülkelerdeki kurumsal yatırımcıların portföy büyüklüklerine yer vermek faydalı olacaktır. Bu kapsamda, Grafik-1’de 2008-2018 yılları arasında Avrupa, ABD, BK ve Almanya’nın kurumsal yatırımcı portföy büyüklüklerine yer verilmektedir.

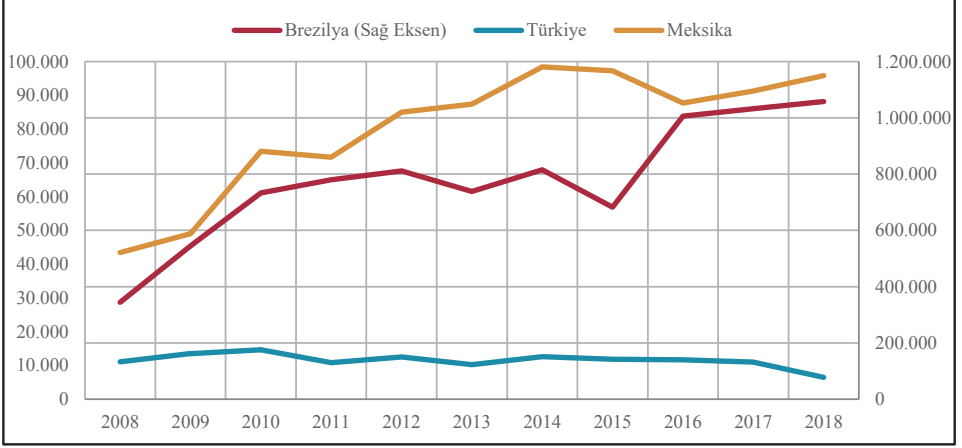
Grafik 1: Gelişmiş Ülkelerde Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklükleri (Milyon Avro)



Kaynak: Avrupa Fon ve Varlık Yönetimi Birliği (EFAMA)

Grafik-1’de yer alan verilerden gelişmiş ülkelerde 2008 küresel finansal krizi sonrasında kurumsal yatırımcıların portföy büyüklüklerinin artış eğiliminde olduğu, yatay hissedarlığın çıkış noktası olan ABD’nin 2018 itibarıyla yaklaşık 18,5 trilyon Avro kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğüyle 14,5 trilyon Avro kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğüne sahip tüm Avrupa’nın ilerisinde olduğu anlaşılmaktadır. Avrupa’da ise Almanya’nın 1,9 trilyon Avro, BK’nın yaklaşık 1,5 trilyon Avro kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğüne sahip olduğu görülmektedir.

Grafik 2: Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklükleri (Milyon Avro)



Kaynak: EFAMA

Grafik-2’de ise Türkiye’nin kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğünün, yatay hissedarlık piyasa yapısının görüldüğü gelişmekte olan bir ülke örneği olarak Meksika ve kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasındaki artışına dikkat çekilen Brezilya ile 2008-2018 yılları arasındaki karşılaştırılmasına yer verilmektedir.

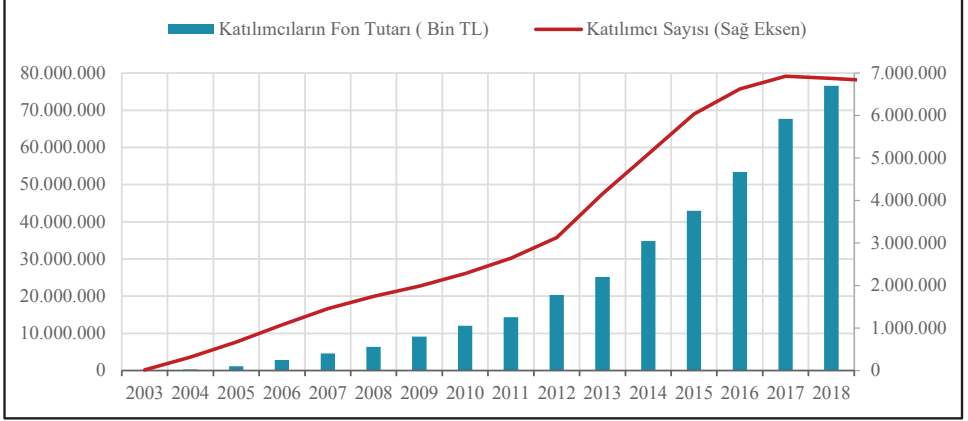
Grafik-2’deki veriler incelendiğinde, 2018 itibarıyla Türkiye’nin yaklaşık 6,5 milyar Avro kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğüyle sırasıyla yaklaşık 96 milyar Avro ve 1 trilyon Avro kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğüne sahip Meksika ve Brezilya’nın önemli ölçüde gerisinde olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye’de tasarruf oranlarının düşük seyretmesi, tasarrufa yönlendirilen tutarların sermaye piyasası aktörlerinden ziyade bankacılık sektöründe mevduata yönlendirilmesi, kurumsal yatırımcı tabanı ve hizmet çeşitliliğinin istenen boyutta olmaması (TOBB Sermaye Piyasası Sektör Raporu, 2008) bu durumun nedenleri arasında sayılabilecektir.

Yer verilen bilgilerden anlaşılacağı üzere, yatay hissedarlık piyasa yapısına sahip ülkelerde gözlemlenen iki unsurun (*dağılmık hissedarlık yapısı ve kurumsal yatırımcıların yüksek portföy büyüklüğü*) mevcut durumda Türkiye açısından geçerli olmadığı anlaşılmaktadır. Ancak ülkemizde bu durumun ilerleyen

dönemlerde değişebileceğine işaret eden gelişmelerin varlığı yadsınamayacaktır. Kanaatimizce değinilmesi gereken en önemli husus Türkiye'deki kurumsal yatırımcıların portföylerinin büyüme potansiyelidir. Portföy yönetimi sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin katıldığı bir araştırmada katılımcıların %85'i Türkiye'deki portföy büyüklüğünün ciddi anlamda potansiyelinin altında olduğunu belirtmektedir. Ayrıca, aynı araştırmaya katkı sağlayan Türk katılımcılar Türkiye'deki portföy yönetimi sektörünü geliştirmekte olan ülkeler arasında en fazla gelişme potansiyeline sahip birinci ülke, uluslararası katılımcılar üçüncü ülke olarak görmektedir (Pricewaterhousecoopers 2017b, 28 ve 34).¹³¹

Nitekim Türkiye'deki kurumsal yatırımcı portföyünün büyüme potansiyeline ilişkin en belirgin örnek olarak emeklilik fonları gösterilebilecektir. 2001 yılında 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile oluşturulan gönüllü bireysel emeklilik sistemi (BES) 27 Ekim 2003 tarihinde fiili olarak uygulamaya koyulmuştur. İlk etapta çeşitli vergi avantajlarıyla desteklenen BES'e 1 Ocak 2013 itibarıyla belirli bir limit dahilinde katılımcı katkı paylarının %25'i tutarında devlet katkısı eklenerek sistemin büyümesi ve yeni katılımcıların sisteme girmesi hedeflenmiştir. Gönüllülük esasına dayalı BES'in yanı sıra, 2016 yılında kanunlaşan ve 1 Ocak 2017 itibarıyla yürürlüğe giren otomatik katılım uygulamasıyla BES'in yaygınlaşması için önemli bir adım atılmıştır (TSPB 2018, 52). Söz konusu hususların rakamsal büyüklüklere yansımalarının görülebilmesi adına Grafik-3'te sistemin uygulanmaya başlamasından itibaren emeklilik fonlarının portföy büyüklüğü ve katılımcı sayısının gelişimine yer verilmektedir.

¹³¹ Araştırmaya 102 katılımcı katkı sağlamış olup, katılımcıların %62'si Türkiye, %23'ü BK, geri kalanı ABD, Almanya ve Birleşik Arap Emirlikleri vb. ülkelerden oluşmaktadır (Bkz. a.g.k., s. 25).

Grafik 3: Emeklilik Fonlarının Portföy Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi

Grafik-3'teki verilerden emeklilik fonlarının portföy büyüklüğünün 2003 yılından itibaren sürekli artış trendi içerisinde olduğu, en belirgin sıçramanın devlet katkısı uygulamasının yürürlüğe girdiği 2013 yılından itibaren yaşandığı anlaşılmaktadır. Nitekim 2013 yılından 2018 yılısonuna kadar katılımcıların fon tutarı %276, katılımcı sayısı %119 artış göstermektedir. Otomatik katılım uygulamasının hayata geçirildiği 2017 yılı başından 2018 yılı sonuna kadar ise katılımcıların fon tutarında %43, katılımcı sayısında %3,75 artış gözlenmektedir. Dolayısıyla 2016 itibarıyla portföy yönetimi sektörünün %50'sini oluşturan emeklilik fonları¹³² hâlihazırda küçük ölçekte olmasına rağmen hızla büyümesi nedeniyle fon yönetimi endüstrisini şekillendirme potansiyeline sahiptir.¹³³

Bunun yanı sıra, ülkemizde gerek halka açık şirket sayısının artırılması gerek halka açık şirketlerin halka açıklık oranının artırılması yönünde çalışmaların olduğu söylenebilecektir. Örneğin Borsa İstanbul (BİST), Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), SPK ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) arasında halka arzların artırılmasına yönelik olarak 07.08.2008 tarihinde “Sermaye Piyasası Kurumları-TOBB İşbirliği Protokolü” imzalanmıştır. Halen

¹³² Bkz. Pricewaterhousecoopers (2017b, 12)

¹³³ International Finance Corporation, Sustainable Investment in Turkey, https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/790c26804885550fb574f76a6515bb18/IFC_Brief_Turkey.pdf?MOD=AJPERES&-CACHEID=790c26804885550fb574f76a6515bb18, Erişim Tarihi: 21.04.2019, s.4

yürürlükte olan protokol kapsamında illerde, ilgili ilin sermaye ve ticaret odaları olmak üzere sektörel ve bölgesel derneklerle birlikte BİST tarafından halka arzı artırmaya yönelik bilgilendirici seminerler düzenlemektedir.¹³⁴ Ayrıca İstanbul Finans Merkezi projesine yönelik olarak hazırlanan “İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı”nda halka açık olmayan şirketlerin sermaye piyasasına açılması ve sermayenin tabana yayılmasına yönelik önlemlerin alınması öncelikler arasında yer almaktadır.¹³⁵ İlaveten, TSPB’nin Eylül 2018 tarihli çalışmasında, halka açık şirketlere kurumlar vergisi oranının fiili dolaşımdaki pay oranları dikkate alınarak 5 yıl süreyle indirimli olarak uygulanması önerilmektedir (2018, 120).

4.3. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM

Türkiye’de kurumsal yönetime ilişkin konularda SPK düzenleyici kamu otoritesi olarak faaliyet göstermektedir. SPK’nın yanı sıra; kurumsal yönetim anlayışının ülkemizde tanınması, gelişmesi ve en iyi uygulamalarla hayata geçirilmesini misyon edinen bir sivil toplum kuruluşu olarak 2003 yılında Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği kurulmuştur.

Türkiye kurumsal yönetim alanında erken davranan ülkeler arasında yer almaktadır (Onbulak 2017, 111). SPK’nın Kurumsal Yönetim İlkeleri ilk defa 2003 yılında geliştirilmiş olup en son 2014 yılında yayımlanan “Kurumsal Yönetim Tebliği” (KY Tebliği) ile revize edilmiştir.¹³⁶ KY Tebliği halka açık şirketlerin kurumsal yönetime ilişkin uymaları zorunlu olan ve uymamaları halinde uymadıkları hususlarla ilgili gerekçelerin ne olduğunu açıklamaları gereken ilkelerden oluşmaktadır.

Mevzuatsal düzenlemelerin yanı sıra Türkiye’de kurumsal yönetim olgusunun giderek artan bir öneme sahip olduğuna değinmek gerekmektedir. Bu duruma 2007 yılında hesaplanmaya başlanan BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (KY Endeksi) örnek olarak gösterilebilecektir (Onbulak 2017, 107). KY Endeksi BİST’te işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu belirli bir puanın üzerinde olan

¹³⁴ <https://www.borsaistanbul.com/sirketler/halka-arz-ve-borsada-islem-gorme/halka-arz-etkinlikleri>, Erişim Tarihi: 04.05.2019

¹³⁵ http://www.istanbulfinansmerkezi.com/download/ifm_stratejisi_ve_eylem_plani.pdf, s.13, Erişim Tarihi: 04.05.2019

¹³⁶ SPK’nın 03.01.2014 tarihli, II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği

şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.¹³⁷ Böylece kurumsal yönetim ilkelerini başarıyla uygulayan şirketlerin yatırımcılar tarafından tanınması daha kolay olmakta ve şirketler kamuoyu tarafından ödüllendirilebilmektedir (Onbulak 2017, 111).

Türkiye’de kurumsal yönetimin geliştirilmesi adına atılan bir diğer önemli adım da kurumsal yönetimin 01.01.2012 tarihinde yürürlüğe giren 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’na (TTK) dahil edilmesiyle Türk hukukunda yer edinmesidir (Töre 2015, 87). TTK’da kurumsal yönetime ilişkin hususlar SPK’nın KY Tebliği’ndeki gibi liste halinde sıralanmamakta, ancak taşıyıcı kolon niteliğindeki birçok ilke kapsamlı hükümlerle somutlaştırılmaktadır (Onbulak 2017, 120).

Diğer taraftan çalışmanın ikinci bölümünde ele alındığı şekilde, Türkiye’de kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetim faaliyetleriyle teşebbüs davranışlarını etkileyebilmesi hâlihazırda çok mümkün görünmemektedir. Zira yoğunlaşmış hissedarlık yapısına sahip şirketlerde kurumsal yönetim, şirketi kontrol eden bir grup aile ve yöneticiler arasındaki ilişkiler doğrultusunda şekillenmektedir (Töre 2015, 47). Türkiye’deki halka açık şirketlerin yatay hissedarlık yapısı gösteren piyasaların aksine konsantre bir hissedarlık yapısına sahip olması, kurumsal yatırımcıların portföy büyüklüğünün düşük olması ve bu iki bileşenin bir çıktısı olarak kurumsal yatırımcıların halka açık şirketlerdeki pay sahipliğinin düşük olması hususları kurumsal yatırımcılar ve şirketler arasındaki güç dengesinin şirketlere doğru evrilmesine yol açmaktadır. Bu nedenle, yatırımcı aktivizmi BİST’te listelenen şirketler için geçerli bir unsur olmamakta (Ararat ve Eroğlu 2012, 6) ve yatırımcıların yönetimin kararlarını etkileyecek düzeyde gücü bulunmamaktadır (Töre 2015, 84).

4.4. DEĞERLENDİRME ve ÖNERİLER

Türkiye’de halka açık şirketlerin mevcut durumdaki hissedarlık yapısı ve kurumsal yatırımcıların portföy büyüklükleri göz önüne alındığında, Türk rekabet hukukunda yatay hissedarlığın yaratabileceği rekabet sorunlarıyla karşılaşmanın henüz mümkün olmadığı anlaşılmaktadır. Diğer taraftan özellikle emeklilik fonları özelinde kurumsal yatırımcıların büyüme potansiyeli, şirketlerin dış

¹³⁷ <https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi>, Erişim Tarihi: 04.05.2019

kaynak sağlama amacıyla halka arza yönelme ihtimali ve bu hususların kamu politikalarıyla desteklenmesi bir arada düşünüldüğünde, ilerleyen dönemlerde bu alanda gündeme gelebilecek rekabetçi endişelere hazırlıklı olunması açısından Rekabet Kurumunun (Kurum) ABD ve AB'deki gelişmeleri yakından takip etmesi önem arz etmektedir.

Çalışmanın daha önceki bölümlerinde değinildiği üzere, kurumsal yatırımcıların rekabet hukukunun ilgi alanına girmesinin bir nedeni portföylerindeki teşebbüslerin kurumsal yönetim faaliyetlerinde aktif bir rol üstlenmeleri ile kurumsal yatırımcılar ve teşebbüsler arasındaki etkileşimin artmasıdır. Ülkemiz açısından bakıldığında da kurumsal yönetim olgusunun BİST'te giderek artan bir öneme sahip olduğu görülmektedir (Onbulak 2017, 107; Töre 2015, 58). Mevcut durumda kurumsal yönetime ilişkin politikalar halka açık şirketlerin uyması gereken/beklenen prensiplerden ibaret olup çalışmanın ikinci bölümünde yer verilen ve kurumsal yatırımcıların portföylerindeki teşebbüslerin kurumsal yönetimine katılımını zorunlu kılan/teşvik eden koruyuculuk kodları henüz Türkiye sermaye piyasası mevzuatında yer bulmamıştır.

Kurumsal yatırımcı-kurumsal yönetim ilişkisinin ise döngüsel bir neden-sonuç ilişkisine benzetilmesi mümkündür. Halka açık şirketlerin kurumsal yönetiminin gelişmiş olması kurumsal yatırımcıların bu şirketlere yatırım yapması için bir güven unsuru oluşturmaktadır. Diğer taraftan kurumsal yatırımcıların halka açık şirketlerdeki hissedarlıklarının artması portföylerindeki teşebbüslerin kurumsal yönetiminin gelişimine katkıda bulunmaları için yeni düzenlemeleri beraberinde getirmektedir. Ülkemizde de kurumsal yatırımcıların portföylerinin büyüme potansiyeli ve kurumsal yönetime verilen önem göz önünde bulundurulduğunda, ilerleyen dönemlerde koruyuculuk kodları adı verilen düzenlemelerin sermaye piyasası mevzuatımıza kazandırılmasının gündeme gelebileceği düşünülmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ele alındığı üzere, kurumsal yatırımcılar kurumsal yönetim faaliyetleri aracılığıyla portföylerindeki teşebbüslerin yönetimi ve yönetim kurullarıyla birebir görüşmelerde bulunmaktadır. 2.2.1.2. başlıkta örneklerine yer verilen bu görüşmeler portföydeki rakip teşebbüslerin bir araya toplanması suretiyle gerçekleştirilebilmekte, ayrıca pazardaki rekabeti etkileyecek türden diyaloglar bu görüşmelerin bir parçası olabilmektedir. Rekabet hukuku

açısından oldukça riskli kabul edilen ve rakip teşebbüsler arasında koordinasyona yol açma ihtimali bulunan bu tarzdaki temaslar, kanaatimizce kurumsal yönetime ilişkin politikaların düzenlenmesi esnasında rekabet otoritelerinin de müdahil olmasını ve rekabet savunuculuğu mekanizmasının işletilmesini gerekli kılmaktadır.

Rekabet savunuculuğu etkin rekabetin sağlanması noktasında rekabet otoritelerinin önemli görev alanlarından (Ünüböl 2012, 60). Kurumumuz da rekabet savunuculuğuna oldukça önem veren bir yapıda olup 2019-2023 Stratejik Planında rekabet savunuculuğunun işletilmesi Kurumumuzun amaç ve hedefleri arasında yer almaktadır.¹³⁸ Rekabet savunuculuğunun bir yönü rekabet sorunlarının gerçekleşmesi ve etkisinin ortaya çıkması akabinde müdahale edilmesine alternatif olarak bu sorunların ortaya çıkmadan önlenmesini hedef almasıdır (Ünüböl 2012, 60). Bu doğrultuda, ilerleyen dönemlerde kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetime katılımını teşvik eden olası bir mevzuat çalışmasında; Kurumun kurumsal yatırımcılar ve portföydeki teşebbüsler arasında gerçekleştirebilecek temaslarda gündeme gelebilecek rekabet hukuku endişeleri konusunda proaktif bir yaklaşım benimseyerek SPK ile iş birliği içerisinde bulunmasının son derece yararlı olacağı düşünülmektedir. Zira bu yöndeki bir iş birliğinin kurumsal yönetime ilişkin politikalarda düzenleyici otorite konumundaki SPK, kurumsal yatırımcılar ve teşebbüsler nezdinde rekabet bilincinin ve kültürünün artmasına olumlu yönde katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

¹³⁸ <https://www.rekabet.gov.tr/Dosya/geneldosya/1-rk-stratejik-plani-pdf>, Erişim Tarihi: 12.06.2019

SONUÇ

Temelde mikro iktisat ekseninde teşebbüs kavramına ve eylemlerine odaklanan rekabet hukuku makroekonomik alanda yaşanan gelişmelerden de bağışık değildir. Rekabet hukukunun çok yönlülüğüne işaret eden bu durumun bir gereği olarak makroekonomik düzeyde de rekabetçi piyasa yapısını tehdit eden yeni eğilimler ortaya çıktıkça rekabet hukuku araştırmacılarının ve rekabet otoritelerinin merceğine takılmaktadır.

Rekabet hukukunun makroekonomik gelişmelerle iç içe olduğunu gösteren örneklerden biri de ABD piyasalarında gerçekleştirilen ampirik çalışmalarla rekabet hukuku literatürüne kazandırılan yatay hissedarlık kavramıdır. Öte yandan kavramın literatürde içselleştirilmesinin ardından yapılan araştırmalarda, birçok ülkede yatay hissedarlık yapısı gösteren piyasa örneklerine rastlanması konunun ABD sınırlarından çıkarak uluslararası bir boyut kazanmasını sağlamıştır.

Yatay hissedarlığın rekabeti kısıtlayıcı etkileri tek taraflı etkiler ve koordinasyon doğurucu etkiler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Tek taraflı etkiler, temelde rakibiyle aynı önde gelen hissedarları paylaşan bir teşebbüsün hissedarlarının çıkarlarını dikkate alması ve bu durumun sonucunda rekabet etme güdüsünün azalması senaryosuna dayanmaktadır. Halihazırda tek taraflı etkilere nazaran gölgede kalan koordinasyon doğurucu etkiler; kurumsal yatırımcıların portföylerindeki rakip teşebbüsler arasındaki koordinasyonu kolaylaştırması, ayrıca aynı teşebbüslere yatırım yapan kurumsal yatırımcıların çıkarlarının aynı doğrultuda şekillenebilecek olmasından ötürü kurumsal yatırımcılar arasında da koordinasyon doğurucu bir etkiye yol açması ihtimallerine dayanmaktadır. Diğer taraftan koordinasyon doğurucu etkilere göre tespiti daha zor olan tek taraflı etkilerin teorik çerçevesinin ampirik bulgularla kanıtlandığını belirtmek şu aşamada mümkün görünmemektedir. Bunun yanı sıra, yatay hissedarlığın

etkinlik doğurmak suretiyle rekabet yanlısı olduğuna ilişkin çalışmalar da mevcut olmakla birlikte halihazırda rekabeti kısıtlayıcı etkilere yönelik tartışmalar ağırlık kazanmaktadır.

Yatay hissedarlığa konu hissedarlıklar rekabet hukuku perspektifinden kontrol/etki doğuran haklar sağlamamaktadır. Bu nedenle, antirekabetçi etkilerin ortaya çıkmasında etkili olabilecek kanallar ve kurumsal yatırımcıların teşebbüs davranışlarını etkileme yolları üzerine yapılan çalışmalar rekabet otoritelerinin bugüne kadar gündeminde yer edinmemiş olan bir kavramın rekabet hukuku ile kesişmesini sağlamıştır: Kurumsal yönetim. Kurumsal yatırımcıların portföylerindeki teşebbüslerin kurumsal yönetimini geliştirmesi birçok ülkede koruyuculuk kodları adı verilen düzenlemelerle teşvik edilmektedir. Kurumsal yatırımcılar ve portföylerindeki teşebbüsler arasındaki temasların artmasını sağlayan kurumsal yönetime ilişkin unsurlar üzerinde yapılan incelemeler, halihazırda sınırlı da olsa, kanaatimizce rekabet otoritelerinin bu alana daha fazla önem vermesi gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır.

ABD ve AB’de yeni bir rekabet hukuku endişesi olarak ortaya çıkan yatay hissedarlığın özellikle tek taraflı etkileri, akademik literatürde rekabet otoritelerinin elindeki araçların bu alandaki risklere karşı yeterli olup olmadığının sorgulanmasına yol açmaktadır. ABD’deki ampirik çalışmalar; Clayton Yasası’nın yatay hissedarlığın antirekabetçi etkilerine yönelik olarak uygulanmasını gündeme getirmiş, bunun yanı sıra kurumsal yatırımcılar açısından hukuki bir belirlilik sağlanması adına portföy çeşitlendirmesine sınır çizen veya güvenli liman oluşturulmasını savunan görüşlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Öte yandan, ABD rekabet otoriteleri rekabeti kısıtlayıcı etkilere yönelik yeterli kanıt bulunmaması ve bu alanda rekabet politikası olarak atılacak bir adımın sermaye piyasaları üzerinde de etkiye sahip olacak olmasından ötürü mevcut durumda çekimser bir yaklaşım benimsemektedir. Yine de literatürde ABD hukuk sistemindeki Clayton Yasası’nın en azından lafzi olarak bu alanda oluşabilecek antirekabetçi risklere karşı rekabet otoriteleri tarafından bir silah olarak kullanılabilmesine işaret edilmektedir.

AB tarafından bakıldığında ise Komisyonun yatay hissedarlık konulu araştırmasının henüz sonuçlanmaması ve halihazırda AB piyasaları üzerinde

gerçekleştirilen bir ampirik çalışma bulunmaması ABD'ye nazaran tartışmaların daha sönük kalmasına yol açmış olsa da Komisyon ABD rekabet otoritelerinden önce davranarak konuyu *Dow/DuPont* ve *Bayer/Monsanto* kararlarında analizlerine dahil etmiştir. Diğer taraftan AB rekabet hukukunun azınlık hissedarlıklarının yaratabileceği antirekabetçi etkilere bugüne kadar uygulayageldiği Tüzük, 101. madde ve 102. maddenin yatay hissedarlığın yaratabileceği antirekabetçi etkilerle başa çıkma konusunda yeterli donanıma sahip olmadığı anlaşılmaktadır. Komisyonun *Dow/DuPont* ve *Bayer/Monsanto* kararlarındaki tavrı bu konuya yönelik bir rekabet politikası değişikliğinin söz konusu olup olmayacağına dair bir çıkarım yapma imkânı sunmamakla birlikte konunun ilerleyen dönemlerde Komisyonun gündemini hayli meşgul edeceği izlenimi yaratmaktadır.

Konuya Türk rekabet hukuku açısından bakıldığında ise öncelikli olarak önem kazanan husus mevzuat düzenlemelerinin ve içtihadın bu alandaki rekabet sorunlarıyla başa çıkmaya muktedir olup olmadığından ziyade Türkiye'de yatay hissedarlık yapısı gösteren piyasa örneklerinin mevcut olup olmadığıdır.

Türkiye'deki halka açık şirketlerin hissedarlık yapıları incelendiğinde, yatay hissedarlığa konu olan dağınık bir hissedarlık yapısından ziyade aile şirketleri yoğunluklu konsantre bir yapı ile karşılaşmaktadır. Bunun yanı sıra, Türkiye'de kurumsal yatırımcıların portföy büyüklüğü halihazırda yatay hissedarlık piyasa yapısına sahip ülkelere nazaran oldukça düşük seyretmektedir. Söz konusu iki unsurun birleşimi, kurumsal yatırımcıların portföylerindeki teşebbüslerin kurumsal yönetimini geliştirme faaliyetleri çerçevesinde teşebbüsler nezdinde etkili olma imkanını kısırlaştırmaktadır. Tüm bu hususlardan, Türk rekabet hukuku açısından yatay hissedarlığın yaratabileceği rekabetçi endişelerle karşılaşma olasılığının mevcut durumda düşük olduğu sonucuna varılmaktadır.

Öte yandan, Türkiye'de emeklilik fonları özelinde kurumsal yatırımcıların portföylerinin büyüme potansiyeli, teşebbüslerin finansman kaynağı olarak sermaye piyasalarına yönelme ihtimali ve bu hususların kamu politikalarıyla desteklenmesi hususları dikkate alındığında, ilerleyen dönemlerde yatay hissedarlığın yaratabileceği rekabet sorunlarına hazırlıklı olunması bakımından ABD ve AB'deki gelişmelerin takip edilmesi önem arz etmektedir.

Bunun yanı sıra, kurumsal yatırımcıların portföylerinin büyüme potansiyeline paralel olarak ilerleyen dönemlerde kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetime katılımını teşvik edecek düzenlemelerin sermaye piyasası mevzuatımıza kazandırılmasının gündeme gelebileceği düşünülmektedir. Bu noktada, Kurumun proaktif bir yaklaşım benimseyerek kurumsal yönetim faaliyetleri aracılığıyla kurumsal yatırımcılar ve portföydeki teşebbüsler arasında gündeme gelebilecek rekabetçi endişelere ilişkin hususlarda rekabet savunuculuğu çerçevesinde SPK ile işbirliği yapmasının son derece yararlı olacağı değerlendirilmektedir.

ABSTRACT

Horizontal shareholding refers to the fact that an institutional investor simultaneously holds minority shares in competing undertakings without control. The issue has come under scrutiny especially after empirical analysis conducted on US airlines and banking sectors. This thesis aims to systematically explore the theories of harm related to horizontal shareholding, address the relevant approaches in the US and EU and reveal its potential repercussions for Turkey.

The anticompetitive risks stemming from horizontal shareholding can be divided into unilateral and coordinated effects. Unilateral effects are based on the scenario that undertakings whose shareholders have also shares in competitors lose the incentive to compete as a result of taking into account the interest of shareholders. On the other hand, coordinated effects can arise when institutional investors act as a cartel ringmaster, share competitively sensitive information between portfolio companies and sustain collusive outcome. Literature on the issue focuses on corporate governance activities of institutional investors as the causal mechanisms of anticompetitive risks.

While there are regulatory and interventionist approaches in the US, competition authorities have not taken any action due to the lack of sufficient evidence. On the other hand, EU academia remains somewhat silent since the Commission's work in this area has not been finalized and there is no empirical analysis on EU markets. However, *Dow/DuPont* and *Bayer/Monsanto* decisions give the impression that horizontal shareholding will likely occupy the Commission's agenda in the near future.

From Turkey perspective, given the low size of institutional investors portfolio and concentrated shareholding structure of listed companies, it is inferred that anticompetitive risks of horizontal shareholding do not pose a threat for Turkish competition law yet. Nevertheless, regarding the growth

potential of institutional investors especially in pension funds and importance given to corporate governance, it is considered that legislations encouraging the participation of institutional investors in corporate governance may come to the fore. Such a legislation in cooperation with Capital Markets Board of Turkey within the framework of competition advocacy could be extremely beneficial.

KAYNAKÇA

AKTAN, C. C. (2013), Kurumsal Şirket Yönetimi, Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi, Cilt:5, Sayı:1, 2013, s.150-191

ALGÜNER, A. (2005), *Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:199, Ankara

ANADU, K.; M. KRUTTLI; P. MCCABE; E.OSAMBELA ve C.H. SHIN (2018), “The Shift from Active to Passive Investing: Potential Risks to Financial Stability?”, Federal Reserve Bank of Boston, Risk and Policy Analysis Unit, Working Paper RPA 18-04, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3244467 Erişim Tarihi: 08.06.2019

ANTON, M; F. EDERER; M. GINE ve M.C. SCHMALZ (2018), “Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives”, European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper No.511/2017, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2802332, Erişim Tarihi: 31.03.2019

APPEL, I. R.; T. A. GORMLEY ve D.B. KEIM (2016), “Passive Investors, Not Passive Owners”, *Journal of Financial Economics*, Vol: 121, No:1, s.111-141

ARARAT, M.; E. SÜEL. ve B.B. YURTOĞLU (2014), “Sustainable Investment in Turkey: The Case in Context-An Update, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2447937, Erişim Tarihi: 22.04.2019

ARARAT, M. ve M. EROĞLU (2012), “Istanbul Stock Exchange Moves First on Mandatory Electronic Voting at General Meetings of Shareholders”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2172964, Erişim Tarihi: 26.05.2019

ATHAYDE, A. ve M. FUJIMOTO (2018), “Brazil: Common Ownership By Institutional Investors and Its Impact on Competition”, *Concurrences N° 1-2018*, s.218-224

AZAR, J. (2017), “Portfolio Diversification, Market Power, and the Theory of the Firm”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2811221 , Erişim Tarihi: 27.04.2019

AZAR, J.; M.C. SCHMALZ ve I. TECU (2018a), “The Competitive Effects of

- Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence:Reply”
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3044908, Erişim Tarihi:
27.04.2019
- AZAR, J.; M.C. SCHMALZ. ve I. TECU (2018b), “Anti-Competitive Effects of Common Ownership”, *The Journal of Finance*, Vol:73, No:4, s.1513-1565
- AZAR, J.; M.C. SCHMALZ ve I. TECU (2018c), “Reply To: Common Ownership Does Not Have Anti-competitive Effects in the Airline Industry”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3168095, Erişim Tarihi: 23.04.2019
- AZAR, J. ve M.C. SCHMALZ (2017), “Common Ownership of Competitors Raises Antitrust Concerns”, *Journal of European Competition Law&Practice*, Vol:8, No:5, s.329-332
- AZAR, J.; M.C. SCHMALZ ve I. TECU (2017), “Why Common Ownership Creates Antitrust Risks”, *Antitrust Chronicle*, Vol: 3, Spring 2017, s.10-17
- AZAR, J.; S. RAINA ve M.C. SCHMALZ (2019), Ultimate Ownership and Bank Competition, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710252, Erişim Tarihi: 04.06.2019
- BOLLE, F ve W. GUTH (1992), “Competition Among Mutually Dependent Sellers”, *Journal of Industrial and Theoretical Economics*, Vol:148, No:2, s.209-239
- BRESHANAN, T.F. ve S.C. SALOP(1986), “Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol:4, s.155-175
- BROOKS, C., Z. CHEN ve Y. ZENG (2018), “Institutional Cross-Ownership and Corporate Strategy: The Case of Mergers and Acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*, Vol:48, s.187-216
- CAMPBELL, N. (2018), “A Competition Law Analysis of Common Shareholdings”, *CPI Antitrust Chronicle*, Fall 2018, Vol:1, No:1
- CLANCY, M; D. GERADIN ve A. LAZEROW (2014), “Reverse-Payment Patent Settlements in the Pharmaceutical Industry: An Analysis of US Antitrust Law and EU Competition Law”, *The Antitrust Bulletin*, Vol:59, No:1, s.153-172
- ÇELİK, S. ve M. ISAKSSON (2013), “Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?”, OECD Corporate Governance Working Papers, No.11, OECD Publishing, Paris
- DAVIS, E.P. ve B. STEIL (2001), *Institutional Investors*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts

DENNIS, P.J., K. GERARDI ve C. SCHENONE (2018), “Common Ownership Does Not Have Anti-Competitive Effects in the Airline Industry”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3063465, Erişim Tarihi: 27.04.2019

DEZELAN, S. (2001), *The Impact of Institutional Investors on Equity Markets and Their Liquidity*, Amsterdam: Thela Thesis, Yayınlanmış Doktora Tezi

ELHAUGE, E. (2019), “How Horizontal Shareholding Harms Our Economy-And Why Antitrust Law Can Fix It”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3293822, Erişim Tarihi: 23.04.2019

ELHAUGE, E. (2018), “New Evidence, Proofs, and Legal Theories on Horizontal Shareholding”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3096812, Erişim Tarihi: 23.04.2019

ELHAUGE, E. (2017a), “Tackling Horizontal Shareholding: An Update and Extension to the Sherman Act and EU Competition Law - Note by Einer Elhauge”, Hearing on Common Ownership by Institutional Investors and Its Impact on Competition, [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD\(2017\)95/en/pdf#_ga=2.64787945.713143648.1560274564-858737279.1548102445](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD(2017)95/en/pdf#_ga=2.64787945.713143648.1560274564-858737279.1548102445), Erişim Tarihi: 11.06.2019

ELHAUGE, E. (2017b), “The Growing Problem of Horizontal Shareholding”, *Antitrust Chronicle*, Vol:3, Spring 2017, s.36-50

ELHAUGE, E. (2016), “Essay: Horizontal Shareholding”, *Harvard Law Review*, Vol:129, No:5, s.1267-1317

ENNIS, S.F. (2012), “Competition and Governance: Minority Shareholdings in Small Countries”, *CPI Antitrust Chronicle*, January 2012 (1).

EZRACHI, A. ve D. GILO (2006), “EC Competition Law and the Regulation of Passive Investments Among Competitors”, *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol:26, No:2, s.327-349

FADIGA, R. (2019), “Horizontal Shareholding Within the European Competition Law Framework: Assessment and A Way Forward”, *European Competition Law Review*, Vol:40, No:4, s.157-165

FICHTNER, J; E.M. HEEMSKERK ve J. GARCIA-BERNARDO (2017), “Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership and New Financial Risk”, *Business and Politics*, Vol:19, Special Issue 2, s.298-326

FOTIS, P. ve N. ZEYGOLIS (2016), *The Competitive Effects of Minority Shareholdings: Legal and Economic Issues*, Hart Studies in Competition Law

Vol:13, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon

GASSLER, M. (2018), “Non-Controlling Minority Shareholdings and EU Merger Control”, *World Competition Law and Economics Review*, Kluwer Law International, Vol:41, No:1, s.3-42.

GERAKOS, J.J. ve J. XIE (2019), “Institutional Horizontal Shareholdings and Generic Entry In The Pharmaceutical Industry”, Tuck School of Business Working Paper No.3285161, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3285161, Erişim Tarihi: 27.04.2019

GILLAN, S.L. ve L.T. STARKS (2003), “Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective”, Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper No.2003-01, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=439500 Erişim Tarihi: 31.03.2019

GILO (2000), “The Anticompetitive Effect of Passive Investment”, *Michigan Law Review*, Vol:99, No:1, s.1-47

GOMES, A. ve J. MANCINI (2018), The New and Controversial Theories of Harm Stemming From Common Minority Ownership of Competing Firms, *CPI Europe Column*, January 2018

GORDON, R. H. (1990), “Do Publicly Traded Corporations Act in the Public Interest?” Working Paper No. 3303, National Bureau of Economic Research, <https://www.nber.org/papers/w3303.pdf>, Erişim Tarihi: 11.06.2019

GOTO, G. (2018), “The Logic and Limits of Stewardship Codes: The Case of Japan”, *Berkeley Business Law Journal*, Vol:15 No:2, s.365-408

GURARDA, S., E. ÖZSÖZ ve A. ATEŞ (2016), “Corporate Governance Rating and Ownership Structure in the Case of Turkey”, *International Journal of Financial Studies*, Vol:4, No:2, s.1-16

GÜNGÖRDÜ, A. (2003), *AT ve Türk Rekabet Hukukunda Yoğunlaşmalarda Kontrol Unsuru*, Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezi, Ankara

HANSEN, R.G. ve J.R. LOTT (1996) “Externalities and Corporate Objectives in a World With Diversified Shareholder/Consumers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol: 31, No:1, s.43-68

HARTZELL, J.C. ve L.T. STARKS (2003), “Institutional Investors and Executive Compensation”, *The Journal of Finance*, Vol:58, No:6, s.2351-2374.

HE, J. ve J. HUANG (2017), “Product Market Competition in a World of Cross-Ownership, Evidence From Institutional Blockholdings”, Oxford Academic, *The*

Review of Financial Studies, Vol:30, No:8, s.2674-2718.

HOLMSTROM, B. (1982), “Moral Hazard in Teams”, *The Bell Journal of Economics*, Vol: 13 No:2, s.324-40

JOHNSON, T.L. ve N. SWEM (2017), “Reputation and Investor Activism”, Finance and Economics Discussion Series 2017-036, Washington:Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2017036pap.pdf> Erişim Tarihi: 06.06.2019

KENNEDY, P.; D.P. O'BRIEN; M. SONG ve K. WAEHRER (2017), “The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3008331, Erişim Tarihi: 27.04.2019

KLOVERS, K ve D.H. GINSBURG (2019), “Common Ownership: Solutions in Search of a Problem”, George Mason University, Law&Economic Research Paper Series, 18-42, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3279612, Erişim Tarihi: 03.06.2019

LAMBERT, T.A. ve M.E.SYKUTA (2018), “The Case For Doing Nothing About Institutional Investors' Common Ownership of Small Stakes in Competing Firms”, University of Missouri School of Law Legal Studies Research Paper No. 2018-21, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3173787, Erişim Tarihi: 28.04.2019

LA PORTA, R.; F. LOPEZ-DE-SILANES; A. SHLEIFER ve R. VISHNY (2000), “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, Vol:58, No:1-2; s.3-27

LIANOS,I.; A. VELIAS; D. KATALEVSKY ve G. OVCHINIKOV (2018), “Global Food Value Chains and Competition Law-BRICS Draft Report”-Chapter 4: Financialisation of the food chain, common ownership and competition law, s.454-515, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3076160&download=yes, Erişim Tarihi: 25.04.2019

LOPEZ, Á.L. ve X. VIVES (2017), “Overlapping Ownership, R&D Spillovers and Antitrust Policy”, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No.538/2017,https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finallopezvives.pdf, Erişim Tarihi: 11.06.2019

MARKOWITZ, H. (1952), “Portfolio Selection”, *The Journal of Finance*, Vol:7, No:1, s.77-91.

McCAHERY, J.A.; Z. SAUTNER ve L.T. STARKS (2016), “Behind the Scenes:

The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors”, *The Journal of Finance*, Vol:71, No:6, s.2905-2932

MONOPOLKOMMISSION (2018), “Common Ownership”, Excerpt from Chapter II of the XXII. Biennial Report of the Monopolies Commission, https://www.monopolkommission.de/images/HG22/Main_Report_XXII_Common_Ownership.pdf, Erişim Tarihi: 24.10.2018

MONOPOLKOMMISSION (2016), “Competitive Significance of Institutional Investors’ Minority Shareholdings”, Excerpt from Chapter III of the Twenty-First Biennial Report of the Monopolies Commission, https://www.monopolkommission.de/images/HG21/Main_Report_XXI_Institutional_investors.pdf , Erişim Tarihi: 07.03.2019

NEWHAM, M.; J. SELDESLACHTS ve A. BANAL-ESTANOL (2018), “Common Ownership and Market Entry: Evidence From the Pharmaceutical Industry”, DIW Berlin, Discussion Papers 1738, https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.591375.de/dp1738.pdf, Erişim Tarihi: 11.06.2019

O’BRIEN, D. P. ve S. C. SALOP (2000), “Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control”, *Antitrust Law Journal*, Vol:67, s.559-614

O’BRIEN, D. P. ve K. WAEHRER (2017), “The Competitive Effects of Common Ownership: We Know Less Than We Think”, *Antitrust Law Journal*, Vol:81, No:3, s.729-776

OECD (2017), “Common Ownership By Institutional Investors and Its Impact on Competition”, Background Note by the Secretariat, [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2017\)10/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2017)10/en/pdf), Erişim Tarihi: 29.09.2018

OECD Brazil (2017), “Common Ownership By Institutional Investors and Its Impact on Competition”, Note by Brazil [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD\(2017\)79/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD(2017)79/en/pdf), Erişim Tarihi: 23.04.2019

OECD Mexico (2017), “Common Ownership By Institutional Investors and Its Impact on Competition”, Note by Mexico [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD\(2017\)75/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD(2017)75/en/pdf), Erişim Tarihi: 28.05.2019

OECD UK (2017), “Common Ownership By Institutional Investors and Its Impact on Competition”, Note by United Kingdom [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD\(2017\)92/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD(2017)92/en/pdf), Erişim Tarihi: 27.04.2019

OECD US (2017), “Common Ownership By Institutional Investors and Its Impact on Competition”, Note by the United States <https://one.oecd.org/document/DAF/>

[COMP/WD\(2017\)86/en/pdf](#), Erişim Tarihi: 23.04.2019

OECD Iceland (2016), “Annual Report on Competition Policy Developments in Iceland-2015”, [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/AR\(2016\)30/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/AR(2016)30/en/pdf), Erişim Tarihi: 27.04.2019

OECD (2011), *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Corporate Governance, OECD Publishing

OECD (2008), “Antitrust Issues Involving Minority Shareholdings and Interlocking Directorates”, <https://www.oecd.org/competition/mergers/41774055.pdf>, Erişim Tarihi: 11.06.2019

ÓLADÓTTIR, A. D., F. A. FRÍÐRIKSSON, G. MAGNÚSSON ve V. ÞRÁINSSON (2017), “Serving The Same Masters While Competing: Common Ownership of Listed Companies in Iceland”, *Icelandic Review of Politics and Administration*, Vol:13, No:1, s.27-52

ONBULAK, E. (2017), “Kurumsal Yönetim ve Türkiye Yansımaları”, *Journal of Social Policy Conferences*, Sayı: 72-2017/1, s.101-126

ORDOVER, J. A. (2008), “Coordinated Effects”, *Issues in Competition Law and Policy*, Vol:2, s.1359-1383

PATEL, M.S. (2018), “Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2941031##, Erişim Tarihi: 11.06.2019

PINI, G.D. (2012), “Passive-Aggressive Investments: Minority Shareholdings and Competition Law”, *European Business Law Review*, Vol:23, No:5, s.575-725

POSNER, E.A.; F.M. SCOTT MORTON ve E.G. WEYL (2017), “A Proposal To Limit The Anti-Competitive Power of Institutional Investors”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2872754, Erişim Tarihi: 01.06.2019

PRICEWATERHOUSECOOPERS (2017a), “Asset&Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change”, <https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/asset-management-insights/assets/awm-revolution-full-report-final.pdf>, Erişim Tarihi: 06.06.2019

PRICEWATERHOUSECOOPERS (2017b), “Transformation of the Asset Management Industry in Turkey”, <https://www.pwc.com.tr/tr/sectorler/yatirim-yonetimi/turkiyede-varlik-yonetim-sektorunun-donusumu-v2.pdf> Erişim Tarihi: 06.06.2019

REYNOLDS, R.J. ve B.R. SNAPP, (1986), “The Competitive Effects of

Partial Equity Interests and Joint Ventures”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol:4, s.141-153

ROCK, E.B. ve D.L. RUBINFELD (2018), “Common Ownership and Coordinated Effects”, New York University School of Law, Law&Economics Research Paper Series, Working Paper No.18-40, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3296488, Erişim Tarihi: 11.06.2019

ROCK, E.B. ve D.L. RUBINFELD (2017a), “Antitrust for Institutional Investors”, New York University School of Law, Law&Economics Research Paper Series, Working Paper No.17-23, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2998296, Erişim Tarihi: 11.06.2019

ROCK, E.B. ve D.L. RUBINFELD (2017b), “Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance”, New York University School of Law, Law&Economics Research Paper Series, Working Paper No.17-05, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2925855, Erişim Tarihi: 11.06.2019

ROTEMBERG, J.J. (1984), *Financial Transaction Costs and Industrial Performance*, Alfred P. Sloan School of Management, Working Paper No.1554-84, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge

RUBIN, A. (2006), “Diversification and Corporate Decisions”, *Corporate Ownership and Control*, Vol:3, No:3, s.209-212

SANCAKDAR, C. (2006), Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi

SCHMALZ, M.C. (2018), “Common-Ownership Concentration and Corporate Conduct”, *Annual Review of Financial Economics*, Vol:10, s.413-448

SCHMALZ, M.C. (2017), “Common Ownership and Competition: Facts, Misconceptions, and What to Do About It”-Note by Martin C. Schmalz, Hearing on Common Ownership by Institutional Investors and Its Impact on Competition, [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD\(2017\)93/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD(2017)93/en/pdf), Erişim Tarihi: 01.06.2019

SCHWALBE, U. (2018), “Common Ownership and Competition-The Current State of the Debate”, *Journal of European Competition Law & Practice*, Vol:9, No:9, s.596-603

SCOTT MORTON, F. ve H. HOVENKAMP (2018), “Horizontal Shareholding and Antitrust Policy”, *The Yale Law Journal*, Vol: 127, No:7, s.2026-2047

SEGERRA, M. V. (2018), “The Resurgence of the Whole Discussion on ‘Minority Shareholdings’ in Europe as Research Into ‘Common Ownership’ Trancends Across The Antlantic”, CPI, <https://www.competitionpolicyinternational.com/wp-content/uploads/2018/09/CPI-LATAM-EN-1.pdf>, Erişim Tarihi: 12.06.2019

SELDESLACHTS, J.; M. NEWHAM ve A. BANAL-ESTANOL (2017), “Changes in Common Ownership of German Companies”, *DIW Economic Bulletin*, Vol: 7, No:30, s.303-311

SUSHKO, V. ve G. TURNER (2018), “The Implications of Passive Investing for Securities Markets”, BIS Quarterly Review Mach 2018, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3139242, Erişim Tarihi: 08.06.2019

TORSHIZI, M. ve J. CLAPP (2019), “Price Effects of Common Ownership in the Seed Sector”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3338485 , Erişim Tarihi: 23.04.2019

TÖRE, İ. (2015), “Recognition of Corporate Governance Principles in Turkish Legislation and Their Impact on the Influx of Foreign Equity Capital into Turkey”, University of Leicester, Yayınlanmamış Doktora Tezi

TÖRE, İ. (2012), “What Good Corporate Governance Practices Can Turkey Learn From the UK?”, *International Journal of Economics and Finance Studies*, Vol:4, No:2, s.137-151

TÜRKİYE ODALAR ve BORSALAR BİRLİĞİ (2008), Türkiye Sermaye Piyasası Sektör Raporu Mart 2008

TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARI BİRLİĞİ (2018), Sermaye Piyasasının Geliştirilmesine Yönelik Öneriler ve Eylemler

ÜNAL, M.S. (2008), *Sanayi İktisadi ve Rekabet Hukuku Açısından Rakipler Arası Azınlık Hisse Devirleri*, Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezi, Ankara

ÜNÜBOL, N. (2012), *Kamu Alım Piyasalarının Etkinliğinde Rekabetin Rolü: Rekabetin Korunması, Sağlanması ve Rekabet Savunuculuğu*, Rekabet Kurumu Uzmanlık Tezi, Ankara

VIVES, X. (2017), “Institutional Investment, Common Ownership and Antitrust”, *Antitrust Chronicle*, Vol: 3, Spring 2017, s.7-9

Türk Rekabet Mevzuatı

4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun

2010/4 sayılı Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ

AB Rekabet Mevzuatı ve Çalışmaları

Council Regulation (EC) No 139/2004 of 20 January 2004 on the control of concentrations between undertakings

Commission Consolidated Jurisdictional Notice under Council Regulation (EC) No 139/2004 on the control of concentrations between undertakings (2008/C 95/01)

White Paper Towards More Effective EU Merger Control Com(2014) 449 final

ABD Rekabet Mevzuatı

Horizontal Merger Guidelines U.S. Department of Justice and the Federal Trade Commission

ABD Mahkeme ve FTC Kararları

United States v. E.I. du Pont de Nemours & Co., 353 U.S. 586 (1957)

Denver & Rio Grande W. R.R. v. United States, 387 U.S.485(1967)

United States v. ITT Continental Baking Co., 420 U.S. 223 (1975)

F. & M. Schaefer Corp. v. C. Schmidt & Sons, Inc., 597 F.2d 814 (2d Cir. 1979)

United States v. Dairy Farmers of America., Inc., 426 F.3d 850 (6th Cir. 2005)

Anaconda Co. v. Crane Co., 411 F. Supp. 1210 (S.D.N.Y. 1975)

United States v. Tracinda Inv. Corp., 477 F. Supp. 1093 (C.D. Cal. 1979)

Lockheed Martin/Loral, Lockheed Martin Corp., Docket No. C-3685. (1996)

U.S. V. Va Partners I, LLC, ValueAct Capital Master Fund, L.P., ValueAct CO-Invest International, L.P Case 3:16-cv-01672-WHA (2016)

AB Komisyonu Kararları

Case M.8084-Bayer/Monsanto (2018)

Case M.7932-Dow/DuPont (2017)

COMP/M.2283- Schneider/Legrand (2002)

COMP/M.1980-Volvo/Renault V.I. (2000)

Case No IV/M.1383-Exxon/Mobil (1999)

Case No. IV/33.440, Warner-Lambert/Gillette and Others ve Case No. IV/33.486, BIC/Gillette and Others (1992)

Case No. IV/M.0025-Arjomari/Wiggins (1990)

ABAD Kararları

Joined Cases 142 and 156/84, British American Tobacco Company Limited and R. J. Reynolds Industries Inc. v E.C. Commission, (1987) ECR 4487

Rekabet Kurulu Kararları

29.03.2012 tarihli ve 12-14/445-127 sayılı karar

20.06.2007 tarihli ve 07-53/615-204 sayılı karar

30.05.2006 tarihli ve 06-37/477-129 sayılı karar

13.07.2005 tarihli ve 05-46/668-170 sayılı karar

29.03.2007 tarihli ve 07-29/268-98 sayılı karar

16.06.2009 tarihli ve 09-28/600-141 sayılı karar

EK-1: KURUMSAL YATIRIMCI TÜRLERİ

Düzenleyici sistemlerde ve piyasalarda görülen farklılıklardan ötürü her piyasada faaliyet gösteren kurumsal yatırımcı türleri önemli ölçüde değişiklik gösterebilmektedir.¹³⁹ Bu nedenle, bu bölümde temelde ülkemiz mevzuatı göz önünde bulundurularak SPK'nın kurumsal yatırımcı sınıflandırması esas alınmış ancak yeri geldiğinde çalışma içeriğinde adı geçen kurumsal yatırımcı türlerine de yer verilmiştir.

1.Yatırım Fonları (Mutual Funds): Yatırımcıların tasarruflarını toplayarak bu tasarrufları hisse senedi, tahvil ve para piyasası enstrümanlarına yatıran, riskin dağıtılması ilkesi ile inançlı mülkiyet esasına göre hareket eden finansal kuruluşlardır (Algüner 2005, 19).

- **Borsa Yatırım Fonu (Exchange Traded Fund-ETF):** Bir endeksi baz alan, bu endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlayan ve payları borsada işlem gören bir yatırım fonudur. (TSPB 2018, 117).
- **Endeks Fonu (Index Fund):** Belirli bir endeksi takip eden ve endekste yer alan şirketlere yatırım yaparak endeksin performansını yakalamaya çalışan yatırım fonlarıdır (Schwalbe 2018, 597).
- **Serbest Fon (Hedge Fund):** Kısa vadede yüksek risk karşılığında yüksek getiri beklentisi olan nitelikli yatırımcılara sunulan bir yatırım fonu çeşididir (Davis ve Steil 2001, 18).

2. Yatırım Ortaklıkları: Sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim şirket şeklinde kurulan kurumlardır. Yatırım fonlarından farkı tüzel kişiliğe sahip olmalarıdır (Algüner 2005, 28).

- **Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları (Securities Investment Trusts):** Faaliyet alanları sadece sermaye piyasası araçları ile altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan bir portföyün işletilmesi şeklinde sınırlandırılmış kurumlardır.¹⁴⁰

¹³⁹ <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD384.pdf>, s.1, Erişim Tarihi: 12.06.2019

¹⁴⁰ <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/377>, Erişim Tarihi: 12.06.2019

- **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (Real Estate Investment Trusts):** Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak suretiyle faaliyet gösteren özel bir portföy yönetim şirkettir (Sancakdar 2006, 25).
- **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (Venture Capital Trusts):** Dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimidir.¹⁴¹

3.Emeklilik Fonları (Pension Funds): Çalışanların çalışma hayatında elde ettikleri gelirden tasarruf ederek, emeklilik döneminde sürdürülebilir bir hayat düzeyi sağlamalarına olanak tanıyan ve işverenlerin, çalışanların veya her iki grubun ya da herhangi bir işverene bağlı olarak çalışmayan bireylerin, koşulları önceden belirlenmiş bir “emeklilik planı” çerçevesinde düzenli olarak yaptıkları katkıların bir fonda toplanarak yatırıma yöneltildiği kurumsal yapılardır (Sancakdar 2006, 34).

4.Portföy Yönetim Şirketi (Portfolio Management Companies): Özel olarak portföy yöneticiliği alanında faaliyette bulunmak üzere kurulan anonim şirkettir (Algüner 2005, 41).

5.Bankalar: Yatırım fonu kurmaya yetkili bankalar (Mevduat ve katılım bankaları)

6.Sigorta Şirketleri: Yatırım fonu kurmaya yetkili sigorta şirketleri

¹⁴¹ <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206>, Erişim Tarihi: 12.06.2019

EK-2: MHHI HESAPLAMASINA BİR ÖRNEK¹⁴²

Örnekte piyasada i1 ve i2 olmak üzere iki hissedar, j ve k olmak üzere iki firma olduğu varsayılmaktadır. j'nin pazar payı %70, k'nin pazar payı ise %30'dur. i1 hissedarının j üzerinde %80, k üzerinde %20; i2 hissedarının j üzerinde %30, k üzerinde %50 hissedarlığı bulunmaktadır. Oransal kontrol yaklaşımında her bir hissedarın her bir firma üzerindeki etkisi hissedarlık oranları doğrultusunda şekillenmektedir. Bu doğrultuda, yer verilen bilgiler aşağıda tablolaştırılmaktadır.

		j	k
i1	Hissedarlık Oranı	80	20
	Kontrol Ağırlığı	80	20
i2	Hissedarlık Oranı	30	50
	Kontrol Ağırlığı	30	50

Piyasada yatay hissedarlık olmaması veya yatay hissedarların firmaların karar alma sürecine etkilerinin bulunmaması durumunda MHHI=HHI olacaktır. Bu bağlamda, pazardaki yoğunlaşma oranı $S_j^2 + S_k^2 = 70^2 + 30^2 = 5800$.

Diğer taraftan oransal kontrol yaklaşımıyla yatay hissedarlığın pazar yoğunlaşmasına etkisi hesaba katılmak istendiğinde, aşağıda yer alan MHHI formülü kullanılacaktır.

$$MHHI = \underbrace{\sum_{j=1}^N s_j^2}_{HHI} + \underbrace{\sum_{j=1}^N \sum_{\substack{k=1 \\ k \neq j}}^N \frac{\sum_{i=1}^M Y_{ij} \beta_{ik}}{\sum_{i=1}^M Y_{ij} \beta_{ij}} s_j s_k}_{MHHI-Delta}$$

$$MHHI = 70^2 + 30^2 + \frac{80 \cdot 20 + 30 \cdot 50}{80 \cdot 80 + 30 \cdot 30} \cdot 70 \cdot 30 + \frac{20 \cdot 80 + 50 \cdot 30}{20 \cdot 20 + 50 \cdot 50} \cdot 30 \cdot 70 = 5800 + 891 + 2245 = 8.936$$

Bu durumda yatay hissedarlığın pazar yoğunlaşmasına etkisi, bir başka deyişle MHHI delta ($MHHI-HHI$), 3.136 olacaktır.

¹⁴² Monopolkommission (2018, 441) tarafından yapılan hesaplamadan esinlenilerek hazırlanmıştır.



Üniversiteler Mahallesi
1597. Cadde No: 9
06800 Bilkent - Çankaya /ANKARA
[http:// www.rekabet.gov.tr](http://www.rekabet.gov.tr)