

BİLİRKİŞİ KURULU
RAPORU



KADIKÖY ASLİYE BİRİNCİ TİCARET MAHKEMESİ
SAYIN BAŞKANLIĞI'NA

DOSYA NO : 2010 / 725 Esas

DAVACILAR : 1) Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
Anonim Şirketi
2) Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama
Ticaret Anonim Şirketi

VEKİLİ : Av.Aslı Çağlayan Pekiyi

KARŞI TARAF : Hasımsız

DAVANIN KONUSU : Devir suretiyle birleşme

TALEP TARİHİ : 21-09-2010

İNCELEME KARARI : Muhterem Mahkemeniz'in 22-09-2010 tarihli tensip tutanağında ve 27-10-2010 tarihli ara kararında belirtilen hususlar doğrultusunda, davacı şirketlerin merkezinde defter ve kayıtları üzerinde, özvarlıklarının ve birleşme oranlarının tespiti için bilirkişi incelemesi yaptırılmasına karar verilmiştir.

I - DAVACILARIN TALEPLERİNİN ÖZETİ :

Davacılar vekili 21-09-2010 dava tarihli dilekçesinde özetle; müvekkili şirketlerin yönetim kurullarının, iki nolu davacı Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret Anonim Şirketi'nin, bir nolu davacı Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi tarafından devir alınması için gerekli hazırlıklara başlanması için karar aldıklarını, devir suretiyle birleşmenin

şirketlerin 30-06-2010 tarihli bilâncoları ile gelir tabloları esas alınarak gerçekleştirileceğini, bilirkişi incelemesi sırasında hem özkaynak ve hem de seçilen diğer yöntemlere göre gerekli hesapların yapılmasının istendiğini ileri sürerek; davacı şirketlerin özvarlıklarının ve diğer hususların bilirkişi marifetiyle tespitine karar verilmesini talep etmiştir.

Davacılar vekili daha sonra sunmuş olduğu 27-10-2010 havale tarihli dilekçesinde ise; Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret Anonim Şirketi'nin mali tablolarında 7.122.746.- T.L. sı bedelle kayıtlı olan parsellerin rayiç değerinin 231.160.000.- T.L. sı olduğunu, arada 224.037.254.- T.L. lık fark bulunduğunu, keza 7.082.175.- T.L. sı bedelle kayıtlı olan 299 adet dairenin rayiç değerinin 18.020.000.- T.L. sı olduğunu, arada 10.937.825.- T.L. lık fark bulunduğunu, rayiç değerlerin Lotus Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık Anonim Şirketi tarafından tespit edildiğini belirterek; bilirkişi raporunda söz konusu rayiç değerlerin nazara alınmasını talep etmiştir.

II - YAPILAN İNCELEME VE DEĞERLENDİRME :

Davacı vekilinin dava dilekçesi ve 27-10-2010 havale tarihli dilekçesi birlikte nazara alınarak, talep konusu olay ilk başından itibaren tekrar değerlendirmeye tabi tutulmuştur.

Bir nolu davacı şirket, iki nolu davacı şirketi devir alarak, bu şirket ile birleşmek istemektedir.

Bir nolu davacı Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, İstanbul Ticaret Sicili Memurluğu'nda 303536 sicil numarasıyla kayıtlıdır. Firmanın Erenköy Vergi Dairesi'ndeki hesap numarası 470 003 2861 dir. Raporumuzda bu şirketten kısaca "Y ve Y Gayrimenkul" olarak bahis edilecektir.

İki nolu davacı Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret Anonim Şirketi, İstanbul Ticaret Sicili Memurluğu'nda 454597 sicil numarasıyla kayıtlıdır. Firmanın Davutpaşa Vergi Dairesi'ndeki hesap numarası 950 015 8925 dir. Raporumuzda bu şirketten kısaca "Yeşil İnşaat" olarak bahis edilecektir.

İnceleme günü Y ve Y Gayrimenkul tarafından aşağıda tasdik bilgileri yazılı olan ticari defterler ibraz edilmiştir:

İncelenen Defterlerin Yılı ve Nev'i	Tasdik Makamı	Tasdik Tarihi	Tasdik No:
2010 Yevmiye	Kadıköy 15.Noteri	10-12-2009	41512

[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

2010 Kebir	Kadıköy 15.Noteri	10-12-2009	41511
2010 Envanter	Kadıköy 15.Noteri	10-12-2009	41510

Yevmiye defterinin 159 uncu sayfasında 30-06-2010 tarihi itibarıyla kayıtlı olan işlemin madde numarası 434 dür. Borç ve alacak toplamı ayrı ayrı 105.241.550,03 T.L. sıdır.

Yeşil İnşaat tarafından ibraz edilen ticari defterlerin tasdik bilgileri ise aşağıda yazılı olduğu şekildedir:

İncelenen Defterlerin Yılı ve Nev'i	Tasdik Makamı	Tasdik Tarihi	Tasdik No:
2010 Yevmiye	Beyoğlu 31.Noteri	25-12-2009	52781
2010 Kebir	Beyoğlu 31.Noteri	25-12-2009	52783
2010 Envanter	Beyoğlu 31.Noteri	25-12-2009	52782

Yeşil İnşaat'ın yevmiye defterinin 2380 inci sayfasında 30-06-2010 tarihi itibarıyla kayıtlı olan işlemin madde numarası 9061 dir. Borç ve alacak toplamı ayrı ayrı 2.113.514.986,86 T.L. sıdır.

Y ve Y Gayrimenkul'un kaydı (mukayyet) değerleri gösteren 30-06-2010 tarihli bilânçosunun özeti aşağıda gösterilmiştir:

Aktif		Pasif	
Dönen Varlıklar	: 11.980.778,97	Borçlar	: 216.586,79
		Kısa Vadeli :	136.075,38
		Uzun Vadeli :	80.511,41
Duran Varlıklar	: 9.216.502,39	Öz Kaynaklar	: 20.980.694,57
Aktif Toplamı	: 21.197.281,36	Pasif Toplamı	: 21.197.281,36

Y ve Y Gayrimenkul'un 30-06-2010 tarihi itibarıyla sermayesi 13.730.702,06 T.L. sı olup, tamamı ödenmiştir. Sermaye hesaplanan özvarlık bünyesinde fazlası ile korunmaktadır. Sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıda yazılı olduğu gibidir:

<u>Ortağın Adı ve Soyadı veya Unvanı</u>	<u>Sermaye Tutarı:</u>
Yeşil İnşaat G.Y.Hiz.A.Ş. / A Grubu İmtiyazlı	309.931,60
Yeşil İnşaat G.Y.Hiz.A.Ş. / B Grubu	2.412.092,93
Rudolph Younes / A Grubu İmtiyazlı	309.931,66
Rudolph Younes / B Grubu	2.004.360,01

Halka Açık Sermaye / B Grubu

8.694.385,86

Toplam :

13.730.702,06

Y ve Y Gayrimenkul, halka açık bir şirket olup, kayıtlı sermaye tavanı 400.000.000.- T.L. sıdır. Bu sermaye her biri 1 Kuruş itibari değerde 40.000.000.000 (Kırmilyar) adet paya bölünmüştür.

İstanbul Ticaret Sicili Memurluğu'nca 15-09-2010 tarihinde tescil edilen işleme göre; Y ve Y Gayrimenkul'un kayıtlı sermaye tavanı içerisinde çıkarılmış sermayesi 13.730.702,06 T.L. sından, 24.151.319,01 T.L. sına artırılmıştır. Artırılan 10.420.616,95 T.L. lık kısım sermaye düzeltmesi olumlu farklar hesabından karşılanmıştır.

Artırım neticesinde Y ve Y Gayrimenkul'un 24.151.319,01 T.L. lık sermayesinin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıda yazılı hale gelmiştir.

<u>Ortağın Adı ve Soyadı veya Unvanı</u>	<u>Sermaye Tutarı:</u>
Yeşil İnşaat G.Y.Hiz.A.Ş. / A Grubu İmtiyazlı	309.931,60
Yeşil İnşaat G.Y.Hiz.A.Ş. / B Grubu	1.394.342,71
Rudolph Younes / A Grubu İmtiyazlı	309.931,66
Rudolph Younes / B Grubu	3.760.741,22
Kamil Engin Yeşil / B Grubu	1.747.053,38
Halka Açık Sermaye / B Grubu	16.629.318,44
Toplam :	24.151.319,01

İki nolu davacı Yeşil İnşaat'ın kaydi (mukayyet) değerleri gösteren 30-06-2010 tarihli bilânçosunun özeti aşağıda yer almaktadır:

<u>Aktif</u>	<u>Pasif</u>
Dönen Varlıklar : 297.676.785,59	Borçlar : 578.751.704,08 Kısa Vadeli : 114.255.453,00 Uzun Vadeli : 464.496.251,08
Duran Varlıklar : 287.668.444,45	Öz Kaynaklar : 6.593.525,96
Aktif Toplamı : <u>585.345.230,04</u>	Pasif Toplamı : <u>585.345.230,04</u>

Yeşil İnşaat'ın 30-06-2010 tarihi itibarıyla sermayesi 250.000.- T.L. sı olup, tamamı ödenmiştir. Sermaye hesaplanan özvarlık bünyesinde fazlası ile korunmaktadır. Sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı aşağıda yazılı olduğu gibidir:

<u>Ortağın Adı ve Soyadı veya Unvanı</u> :	<u>Sermaye Tutarı:</u>
Kamil Engin Yeşil	244.925.-
Emel Yeşil Küçükçolak	2.500.-
Vedat Kalkuz	2.500.-
Cengiz Dilli	50.-
Alaittin Sılaydın	25.-

Toplam :	<u>250.000.-</u>

Yeşil İnşaat'ın 26-08-2010 tarihinde tescil edilen ana sözleşme tadili ile 250.000.- T.L. sı olan sermayesi, 2.250.000.- T.L. sı nakden artırılmak suretiyle 2.500.000.- T.L. sına çıkarılmıştır. Yeni sermayenin ortaklar arasındaki dağılımı şu şekildedir:

<u>Ortağın Adı ve Soyadı veya Unvanı</u> :	<u>Sermaye Tutarı:</u>
Kamil Engin Yeşil	2.472.425.-
Emel Yeşil Küçükçolak	2.500.-
Vedat Kalkuz	25.000.-
Cengiz Dilli	50.-
Alaittin Sılaydın	25.-

Toplam :	<u>2.500.000.-</u>

Y ve Y Gayrimenkul'un yönetim kurulu 14-09-2010 tarihli toplantısında; "30-06-2010 tarihli bilânçolara göre Yeşil İnşaat'ın tüm aktif ve pasifiyle birlikte devir alınmasına, devir dolayısıyla Yeşil İnşaat'ın ortaklarına verilecek pay tutarının bilirkişi marifetiyle tespiti için Ticaret Mahkemesine başvurulmasına" oy birliğiyle karar verilmiştir.

Yeşil İnşaat'ın yönetim kurulu da 30-07-2010 tarihli toplantısında; "şirketin Y ve Y Gayrimenkul tarafından devir alınması için gerekli işlemlere başlanılmasına" oy birliğiyle karar vermiştir.

Bir nolu davacı Y ve Y Gayrimenkul, Türk Ticaret Kanunu'nun 451 inci ve ilgili maddelerine, ayrıca S.P.K. ve kurumlar vergisi mevzuatına göre, 30-06-2010 tarihli bilânçolar esas alınmak suretiyle, iki nolu davacı Yeşil

[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

İnşaat'ı tüm aktif ve pasifiyle birlikte devir almak için talepte bulunmuş, gerekli belgeleri ibraz etmiştir.

Bir anonim şirketin diğer bir anonim şirketi bütün aktif ve pasifleri ile içine almasına devralma denilmektedir. Bu durum için iltihak, katılma deyimleri de kullanılmaktadır.

Anonim şirket bütün aktif ve pasifleriyle diğer bir anonim şirket tarafından devir alınacak olursa, devir alınan şirketin aktif ve pasifi tasfiye edilmez. Katılan şirket devir nedeniyle infisah eder. Bu durumda devir alınan şirketin bütün aktif ve pasifi devir alan şirkete geçer. Bundan sonra devralan şirket, katılan şirketin alacaklarının sahibi ve borçlarının sorumlusu olur. İnfisah eden şirketin pay sahiplerine birleşme mukavelesinde yazılı ölçüler içinde devralan şirketin hisse senetleri verilir. Yalnız infisah eden şirketin malları, kanunda yazılı işlemler yerine getirildikten sonra devralan şirketin muamelesine tam anlamıyla intikal eder¹.

Birleşme sözleşmesi: Bu sözleşmenin konusu, devredilecek şirketin bütün aktif ve pasiflerinin bir bilânço esasına göre ve devralacak şirket paylarının belirli bir değiştirme oran ve birimine göre verilmesi karşılığında küllî halefiyet yolu ile bu sonuncu şirkete intikalidir².

Bir anonim şirketin, mevcut diğer anonim şirket tarafından devralınmasını düzenleyen Türk Ticaret Kanunu'nun 451 inci maddesi, birleşmenin şekil ve yöntemi konusunda suskun kalmıştır. O halde konu, birleşme konusunda genel ilkeler getiren Türk Ticaret Kanunu'nun 146 – 151 inci maddeleri çerçevesinde değerlendirilmelidir³.

Ayrıca, Borçlar Kanunu'nun 180 inci maddesi ve vergi mevzuatı açısından da 5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 18 inci, 19 uncu ve 20 inci maddeleri konuya açıklık getirmektedir.

Yukarıda yer alan açıklamalara göre; birleşmenin mevcut bir şirket bünyesinde gerçekleştirilmesi durumunda, birleşen şirket infisah etmekte, birleşen şirket ortaklarına, birleşilen şirketin hisse senetleri verilmektedir. Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 18 inci maddesi hükmüne göre de; bir veya birkaç kurumun diğer bir kurumla birleşmesi, birleşme sebebiyle infisah eden kurumlar bakımından tasfiye hükmündedir.

¹ Orhan Çevik, Anonim Şirketler, Dördüncü Kitap, sayfa:167.

² Prof.Dr.Fahiman Tekil, Şirketler Hukuku, İkinci Cilt, sayfa:699.

³ Şerafettin Şirin, Şirketler ve Özel Statülü Kurumlar, sayfa:123.

⁴ Prof.Dr.Fahiman Tekil, a.g.e., sayfa:667.

Devir suretiyle birleşmede genel ilke, devralan şirketin mevcut hisse sahiplerinin hisselerine müdahale edilmemesidir. Çünkü, bu şirketin hükmi şahsiyeti devam etmektedir. Devir edilen şirket veya şirketler infisah edeceğinden, bunların ortaklarının hisseleri, belirlenen değiştirme oranı nispetinde devralan şirketin hisseleri ile değiştirilecektir. O halde, yapılacak işlemin devir alınan şirketin hisseleri üzerinde olması gerekmektedir.

İltihak karşılığı tanınacak pay miktarı, iltihak eden ve devralan şirketlerin malvarlıklarının karşılaştırılması sonucu bulunan bir değiştirme oran ve birimi dikkate alınarak tespit edilir. Ancak, pay ayırımından söz edilebilmesi için önce payların sağlanması gerekir. Normal yol esas sermayenin artırılmasıdır⁴.

Özkaynak (özvarlık) veya rayiç değer yöntemlerinin kullanılması durumunda; ortaklık devralma yoluyla birleşme işlemi sonrasında ulaşılabilecek sermaye artırımının tutarı aşağıda yazılı olduğu şekilde hesaplanır⁵.

Devralan şirketin özkaynağı	: A
Devrolan şirketin (birden fazla ise şirketlerin) özkaynağı	: B
Devralan şirketin ödenmiş/çıkarılmış sermayesi	: C

$$\text{Birleşme Oranı} = \frac{A}{A + B} = D$$

Bir nolu davacı Y ve Y Gayrimenkul'un 30-06-2010 tarihi itibarıyla sermayesi 13.730.702,06 T.L. sı, özvarlığı da 20.980.694,57 T.L. sıdır. Daha sonra 15-09-2010 tarihinde sermayesi 24.151.319,01 T.L. sına yükseltilmiştir. Artırılan 10.420.616,95 T.L. lık kısım sermaye düzeltmesi olumlu farklarından karşılandığından ve bu da sermayenin bir unsuru olduğundan; birleşme nedeniyle artırılacak sermayenin hesaplaması yapılırken; her ne kadar 30-06-2010 tarihli sermaye 13.730.702,06 T.L. sı olsa da, sermayenin son halı olan 24.151.319,01 T.L. sının nazara alınması yanlış olmayacaktır.

Y ve Y Gayrimenkul halka açık bir gayrimenkul yatırım ortaklığı olup, borsada işlem görmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri I - 31 nolu Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre, borsa fiyatları esas alınarak birleşme oranının tespit edilebilmesi için, borsa fiyatının tespitinde son bir yıllık düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatlarının aritmetik ortalaması kullanılmalıdır. Bu nedenle ortalama

⁵ S.P.K., Seri:I, No:31 Tebliği.

piyasa değeri hesaplamasında, 18-09-2009 ile 17-09-2010 arasındaki hisse fiyatları kullanılmıştır.

Söz konusu tarih aralığında Y ve Y Gayrimenkul'un düzeltilmiş ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması 37.735.144.- T.L. sı olarak hesaplanmıştır.

Piyasada oluşan fiyatlar, genel olarak makro ekonomik gelişmeler ile birlikte sektörlere ve şirketlere ilişkin beklentileri yansıtır. Y ve Y Gayrimenkul'un piyasa değeri, yatırımcılar arasındaki alım ve satım işlemleri sırasında oluşan hisse fiyatını yansıtmaktadır.

Açıklamalarımız muvacehesinde piyasa değeri, Y ve Y Gayrimenkul'un makul değerini yansıtan öncelikli değer olarak dikkate alınmıştır. Bu değer de 37.735.144.- T.L. sıdır.

Açıklamalarımız kapsamında Y ve Y Gayrimenkul'un değeri açısından herhangi bir sorun bulunmamaktadır.

İki nolu davacı Yeşil İnşaat'ın 30-06-2010 tarihi itibarıyla sermayesi 250.000.- T.L. sı, özvarlığı da 6.593.525,96 T.L. sıdır. Daha sonra bu şirket 26-08-2010 tarihinde sermayesini 2.250.000.- T.L. sı nakit artırmak suretiyle 2.500.000.- T.L. sına yükseltmiştir.

Yeşil İnşaat'ın özvarlığı 6.593.525,96 T.L. sı olmasına karşın, PricewaterhouseCoopers Danışmanlık Hizmetleri Limited Şirketi'nin dosyada mübrez raporuna göre; şirketin net aktif yöntemine göre değeri 176.182.282.- T.L. sı, indirgenmiş nakit akım yöntemine göre değeri ise 329.620.571.- T.L. sı hesaplanmıştır.

Heyetimiz Yeşil İnşaat'ın özvarlığını kaydi değerler üzerinden hesaplamıştır. Bu şekilde hesaplanan özvarlık ile uzman kuruluşun hesapladığı değerler arasında önemli farklar söz konusudur.

Heyetimiz de bu farklar karşısından duraksama yaşamış ve sebeplerini araştırma gereğini duymuştur.

Şirket değerlemesinde kullanılan yöntemlerin birbirinden çok farklı sonuçlar vereceği de göz ardı edilmemelidir. Öte yandan yöntemlerde insan faktörü de önemli rol oynamaktadır. Çünkü, ileriye yönelik varsayımsal hesaplamalar yapılmaktadır.

Yöntemlerdeki fiyatlandırmada bazı hususlara dikkat çekmek isteriz. ⁶Söyle ki

- Her işlemin fiyatlaması farklıdır.
- Değerleme çalışması sonucu oluşan değer ile alım – satım işleminde oluşan fiyat birbirinden çok farklı olabilir.
- Alıcı ve satıcının istekliliği fiyat oluşumunda önemli bir husustur.
- Makroekonomik gelişmeler hem değeri hem de fiyatı etkiler.
- Gizli değerlerin ortaya çıkarılması önemlidir.
- İnsan faktörü önemlidir.
- Çıkabilecek en yüksek fiyat müzakerelere başlamadan önce belirlenmelidir.
- Kazan-kazan ilişkisi kurulmalıdır.
- Hisse devri sonrası entegrasyon süreci önemlidir.

Y ve Y Gayrimenkul'un sermayesinin % 68,855'i halka açıktır. Birleşme hesabı yapılırken halka açık bir kuruluş olan Y ve Y Gayrimenkul'un değerinin borsa rayicine göre belirlenmesinde hiçbir sorun bulunmamaktadır. Ancak, devir olunacak Yeşil İnşaat'ın değerinin indirgenmiş nakit akım yöntemine göre belirlenmesi ve bu yöntemin seçilmesi hususunun somut bir şekilde desteklenmesi gerekmektedir.

Yeşil İnşaat'ın 30-06-2010 tarihli bilançosunda gözüken özvarlık değeri 6.593.525,96 T.L. sıdır.

Şirketlerin düzenledikleri yıllık bilançolar, bir sonuç açıklama bilançosu olup; bu bilanço şirketin aktifinin borçlarına yetişip yetişmediği konusunda yeterli değildir. Malvarlığının tespiti bilançosu ise, ortaklığın malvarlığının açıkça tespitini amaçlar. Bu nedenle ortaklığın malvarlığının durumu malvarlığının tespiti bilançosuna göre belirlenmelidir. T.T.K.'nun 324 üncü maddesine göre düzenlenecek ara bilançoda "*aktiflerin satış fiyatları nazara alınarak tanzimi gerektiği kabul edilmiştir*". Bu ara bilanço ortaklığın gerçek malvarlığını ve borçlarını tespit eden bir malvarlığı bilançosudur. Ortaklığın malvarlığının borçlarına yetişip yetişmediğinin tespitinde gerek aktif ve gerekse pasif kısımdaki gerçek değerler esas alınır⁷.

Yukarıda yazılı 6.593.525,96 T.L. lık özvarlık değeri hesaplanırken, Yeşil İnşaat'ın aktifinde kayıtlı stokların maliyet değerleri esas alınmıştır. Buna göre; Innovia Projesi 3, 4 ve 5 etaba ait 2945 ada 18, 19 ve 31 nolu parsellerin değeri

⁶ Zeki Gündüz, Şirketlerin Değeri Nasıl Belirlenir, Dünya Gazetesi, 18-12-2009.

⁷ Mahmut Bilgen, Yargıtay 19. Hukuk Dairesi Üyesi, İflâsın Ertelenmesi, Ankara-2008, Sayfa:16.

7.122.746.- T.L. sı, yine İnnovia Projesi 2.etabının bünyesinde yapımı devam eden 299 adet dairenin değeri ise 7.082.175.- T.L. sıdır.

Davacılar vekili sunmuş olduğu 27-10-2010 havale tarihli dilekçesinde; Yeşil İnşaat'ın mali tablolarında 7.122.746.- T.L. sı bedelle kayıtlı olan parsellerin rayiç değerinin 231.160.000.- T.L. sı olduğunu, arada 224.037.254.- T.L. lık fark bulunduğunu, keza 7.082.175.- T.L. sı bedelle kayıtlı olan 299 adet dairenin rayiç değerinin 18.020.000.- T.L. sı olduğunu, arada 10.937.825.- T.L. lık fark bulunduğunu bildirmiş ve rayiç değerlerin nazara alınmasını talep etmiştir. Dilekçenin ekinde de Lotus Gayrimenkul ve Danışmanlık Anonim Şirketi'nin iki adet raporunu sunmuştur. Ayrıca bu konuda Ergin Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.'nin 26-10-2010 tarihli yazısını ibraz etmiştir.

Değerleme SPK Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı Lisansına sahip uzmanlarca yapılmıştır. Rayiç değerler hesaplanırken takyidatlar hariç tutulmuştur.

Her ne kadar UFRS'ye göre stokların maliyet bedeli esas alınması gerekmektedirse de, malvarlığı tespit bilânçosu yönünden böyle bir şart yoktur.

Bahsi geçen parsellerin rayiç bedeli ile maliyet bedeli arasında 224.037.254.- T.L. lık, dairelerin rayiç bedeli ile maliyet bedeli arasında ise 10.937.825.- T.L. lık fark bulunmaktadır. Farkların toplamı 234.975.079.- T.L. sıdır.

Malvarlığı tespit bilânçosu açısından 234.975.079.- T.L. lık farkı, Yeşil İnşaat'ın 6.593.525,96 T.L. lık kaydi özvarlığına ilâve ettiğimizde; özvarlık bu kez 241.568.604,96 T.L. sına yükselmektedir. Bulunan yeni değer, indirgenmiş nakit akım yöntemine göre hesaplanan 329.620.571.- T.L. lık değere yaklaşmaktadır. Kaldı ki Yeşil İnşaat'ın marka değeri ve diğer unsurlar hesaba katılmamıştır.

Raporumuzun bundan sonraki kısmında kaydi özvarlık, net aktif ve indirgenmiş nakit akım yöntemlerine göre, devir neticesinde Y ve Y Gayrimenkul'un artırması gereken sermayesi hesaplanacaktır. Bu artırılabacak sermaye kadar, Yeşil İnşaat'ın ortaklarına, Y ve Y Gayrimenkul'un hisse senedi verilecektir.

Hesaplamalarda Y ve Y Gayrimenkul'un değerinin 37.735.144.- T.L. sı alınacağı daha önce belirtilmiştir.

A) Yeşil İnşaat'ın 6.593.525,96 T.L. lık özvarlığının nazara alınması halinde, artacak ve ortaklarına verilecek Y ve Y Gayrimenkul'un sermayesinin hesabı:

S.P.K. Tebliği'nde yer alan formül raporumuzun 7 inci sayfasında yer almaktadır.

$$\text{Bu formüle göre birleşme oranı: } \frac{37.735.144.- \text{ T.L.}}{44.328.670.- \text{ T.L.}} = 0,85125820377$$

olarak hesap edilmiştir.

$$\text{Birleşme sonucu ulaşılabacak sermaye ise} = \frac{C}{D} \text{ orantısına göre belirlenecektir.}$$

Bu orantıya göre;

$$\text{Ulaşılabacak sermaye} = \frac{24.151.319,01 \text{ T.L.}}{0,85125820377} = 28.371.320.- \text{ T.L. sı olacaktır.}$$

Bu durumda; Yeşil İnşaat'ı devir alacak olan Y ve Y Gayrimenkul'un (28.371.320.- T.L – 24.151.319,01 T.L. hesabı ile) 4.220.000,99 T.L. lık bir sermaye artırımını yapması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Bu tutar da; Yeşil İnşaat'ın ortakları arasında ve hisseleri oranında paylaşılacaktır.

Yeşil İnşaat'ın ortakları 4.220.000,99 T.L. lık Y ve Y Gayrimenkul'un hissesini alacaklardır. 30-06-2010 tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'ın sermayesi 250.000.- T.L. sı olduğuna göre, değiştirme oranı (katsayısı) 16,88000396 dır.

Yeşil İnşaat'ın 2.500.000.- T.L. lık sermayesine göre, değiştirme oranı (katsayısı) ise 1,688000396 dır.

B) Yeşil İnşaat'ın 176.182.282.- T.L. lık net aktif yöntemine göre bulunan değerinin nazara alınması halinde, artacak ve ortaklarına verilecek Y ve Y Gayrimenkul'un sermayesinin hesabı:

S.P.K. Tebliği'nde yer alan formül raporumuzun 7 inci sayfasının ortasında belirtilmiştir.

$$\text{Bu formüle göre birleşme oranı: } \frac{37.735.144.- \text{ T.L.}}{213.917.426.- \text{ T.L.}} = 0,17640051446$$

olarak hesap edilmiştir.

Birleşme sonucu ulaşılabacak sermaye ise = $\frac{C}{D}$ oranısına göre belirlenecektir.

Bu orantıya göre;

$$\text{Ulaşılabacak sermaye} = \frac{24.151.319,01 \text{ T.L.}}{0,17640051446} = 136.911.840.- \text{ T.L. sı olacaktır.}$$

Bu durumda; Yeşil İnşaat'ı devir alacak olan Y ve Y Gayrimenkul'un (136.911.840.- T.L – 24.151.319,01 T.L. hesabı ile) 112.760.520,99 T.L. lık bir sermaye artırımı yapması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Bu tutar da; Yeşil İnşaat'ın ortakları arasında ve hisseleri oranında paylaşılacaktır.

Yeşil İnşaat'ın ortakları 112.760.520,99 T.L. lık Y ve Y Gayrimenkul'un hissesini alacaklardır. 30-06-2010 tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'ın sermayesi 250.000.- T.L. sı olduğuna göre, değiştirme oranı (katsayısı) 451,04208396 dır.

Yeşil İnşaat'ın 2.500.000.- T.L. lık sermayesine göre, değiştirme oranı (katsayısı) ise 45,104208396 dır.

C) Yeşil İnşaat'ın 329.620.571.- T.L. lık indirgenmiş nakit alım yöntemine göre bulunan değerinin nazara alınması halinde, artacak ve ortaklarına verilecek Y ve Y Gayrimenkul'un sermayesinin hesabı:

S.P.K. Tebliği'nde yer alan formül raporumuzun 7 inci sayfasının ortasında belirtilmiştir.

$$\text{Bu formüle göre birleşme oranı: } \frac{37.735.144.- \text{ T.L.}}{367.355.715.- \text{ T.L.}} = 0,10272099346$$

olarak hesap edilmiştir.

Birleşme sonucu ulaşılabacak sermaye ise = $\frac{C}{D}$ oranısına göre belirlenecektir.

Bu orantıya göre;

$$\text{Ulaşılabacak sermaye} = \frac{24.151.319,01 \text{ T.L.}}{0,10272099346} = 235.115.707.- \text{ T.L. sı olacaktır.}$$

Bu durumda; Yeşil İnşaat'ı devir alacak olan Y ve Y Gayrimenkul'un (235.115.707.- T.L – 24.151.319,01 T.L. hesabı ile) 210.964.387,99 T.L. lık bir sermaye artırımını yapması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Bu tutar da; Yeşil İnşaat'ın ortakları arasında ve hisseleri oranında paylaşılacaktır.

Yeşil İnşaat'ın ortakları 210.964.387,99 T.L. lık Y ve Y Gayrimenkul'un hissesini alacaklardır. 30-06-2010 tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'ın sermayesi 250.000.- T.L. sı olduğuna göre, değiştirme oranı (katsayısı) 843,85755196 dır.

Yeşil İnşaat'ın 2.500.000.- T.L. lık sermayesine göre, değiştirme oranı (katsayısı) ise 84,385755196 dır.

Raporumuzda (A), (B) ve (C) şıklarında irdelenen üç yönteme göre Y ve Y Gayrimenkulun artacak sermayesi ayrı ayrı hesaplanmıştır. Devir suretiyle birleşmeden sonra üç halde de Y ve Y Gayrimenkul'un kendi hissedarları yine 24.151.319,01 T.L. lık sermayeye sahip olacaklardır. Bunlar için herhangi bir değişikliğe gidilmesi söz konusu değildir. Çünkü ana şirketin faaliyeti devam etmektedir.

Artacak sermayenin tamamı Yeşil İnşaat'ın ortakları arasında hisseleri oranında paylaşılacaktır. Bu şirket infisah edeceğinden ortakların hisselerinde değişikliğe gidilmesi mümkündür.

Heyetimizce yapılan hesaplamada birleşme sonucu ulaşılabacak sermaye (A) şıkında 28.371.320.- T.L. sı, (B) şıkında 136.911.840.- T.L. sı, (C) şıkında ise 235.115.707.- T.L. sı olarak bulunmuştur. Bu rakamlar iki şirketin sermaye toplamından farklıdır. Ancak, bu durum Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 19/b maddesindeki "Münfesihi kurumun devir tarihindeki bilanço değerlerinin, birleşilen kurum tarafından bir bütün halinde devralınması ve aynen bilançosuna geçirilmesi" şartının ihlali anlamına gelmemektedir. Sadece sermaye açısından oluşan fark, düzenleyici bir hesapta izlenecektir. Bu konuda detaylı açıklama **Gelirler Kontrolörleri Ali Haydar Yıldırım ve Olcay Kolotoğlu'nun, Yaklaşım Yayıncılık tarafından basılan Anonim ve Limited Şirketlerin Kuruluşu Tasfiyesi Birleşmesi Devri Nevi Değişikliği Bölünme ve Hisse Değişimi Kitabında** bulunmaktadır.

Ancak, tüm şirketlerin infisah ederek yeni bir ortaklık kurulması yoluyla yapılan birleşme sonrasında; yeni kurulacak ortaklığın sermayesi, birleşme işlemine taraf ortaklıkların çıkarılmış/ödenmiş sermayelerinin toplamından oluşur. Burada tam birleşme kavramı geçerlidir. Tüm şirketler infisah ettiğinden, artık hepsinin ortaklarının hisselerinde değişiklik yapılabilir. Fakat, olayımızda böyle bir durum söz konusu değildir. Kaldı ki, tam birleşmede de; yeni kurulacak

ortaklığın sermayesi, birleşmeye taraf ortakların ortaklarına toplam öz sermayedeki (öz varlıktaki) payları oranında dağıtılır (Bkz.S.P.K. Tebliği Madde:18).

Özetlersek;

- Özvarlık yönteminin seçilmesi halinde; Yeşil İnşaat'ın ortakları, kendi şirketlerindeki 250.000.- T.L. lık sermayelerine karşılık, 4.220.000,99 T.L. lık hisse alarak Y ve Y Gayrimenkul'e ortak olacaklardır.
- Net aktif yönteminin seçilmesi halinde; Yeşil İnşaat'ın ortakları, kendi şirketlerindeki 250.000.- T.L. lık sermayelerine karşılık, 112.760.520,99 T.L. lık hisse alarak Y ve Y Gayrimenkul'e ortak olacaklardır.
- İndirgenmiş nakit akım yönteminin seçilmesi halinde; Yeşil İnşaat'ın ortakları, kendi şirketlerindeki 250.000.- T.L. lık sermayelerine karşılık, 210.964.387,99 T.L. lık hisse alarak Y ve Y Gayrimenkul'e ortak olacaklardır.

Buna bağlı olarak da; Y ve Y Gayrimenkul'un 24.151.319,01 T.L. lık sermayesi, yukarıdaki üç şıktan seçilen birinin ilâvesi kadar artacaktır.

PricewaterhouseCoopers Danışmanlık Hizmetleri Limited Şirketi unvanlı uzman kuruluş 21-09-2010 tarihli raporunda, indirgenmiş nakit akım yönteminin seçmiş ve seçilen bu yöntemin gerekçesini açıklamıştır (Sayfa:145 ve 146).

Seçilen bu yönteme göre, birleşme sonucunda; Y ve Y Gayrimenkul'un 24.151.319,01 T.L. sı olan sermayesi, 210.964.387,99 T.L. sı artarak, 235.115.707.- T.L. sına ulaşacaktır. Devir olunan Yeşil İnşaat'ın ortaklarına, payları nisbetinde 210.964.387,99 T.L. lık Y ve Y Gayrimenkul'un hissesi verilecektir. Birleşme oranı ve değiştirme katsayısı raporumuzun 12 inci ve 13 üncü sayfalarında (C) şıkkında hesaplanmıştır.

Bu raporumuzda (A), (B) ve (C) şıklarının haricinde karşılaştırmak açısından aşağıda ve takip eden sayfalarda diğer hesaplara da yer verilmiştir.

1) Her iki şirketin net aktif değerlerinin esas alınması halinde:

S.P.K. Tebliği'nde yer alan formül raporumuzun 7 inci sayfasının ortasında belirtilmiştir.

Bu formüle göre birleşme oranı: $\frac{23.125.944.- \text{ T.L.}}{199.308.226.- \text{ T.L.}} = 0,11603105633$

olarak hesap edilmiştir.

Birleşme sonucu ulaşılabacak sermaye ise = $\frac{C}{D}$ oranına göre belirlenecektir.

Bu orantıya göre;

Ulaşılabacak sermaye = $\frac{24.151.319,01 \text{ T.L.}}{0,11603105633} = 208.145.300.- \text{ T.L.}$ sı olacaktır.

Bu durumda; Yeşil İnşaat'ı devir alacak olan Y ve Y Gayrimenkul'un (208.145.300.- T.L – 24.151.319,01 T.L. hesabı ile) 183.993.980,99 T.L. lık bir sermaye artırımını yapması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Bu tutar da; Yeşil İnşaat'ın ortakları arasında ve hisseleri oranında paylaşılacaktır.

Yeşil İnşaat'ın ortakları 183.993.980,99 T.L. lık Y ve Y Gayrimenkul'un hissesini alacaklardır. 30-06-2010 tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'ın sermayesi 250.000.- T.L. sı olduğuna göre, değiştirme oranı (katsayısı) 735,97592396 dır.

Yeşil İnşaat'ın 2.500.000.- T.L. lık sermayesine göre, değiştirme oranı (katsayısı) ise 73,597592396 dır.

3) Her iki şirketin özsermayelerinin esas alınması halinde:

S.P.K. Tebliği'nde yer alan formül raporumuzun 7 inci sayfasının ortasında belirtilmiştir.

Bu formüle göre birleşme oranı: $\frac{20.980.694,57 \text{ T.L.}}{27.574.220,53 \text{ T.L.}} = 0,76088078526$

olarak hesap edilmiştir.

İki şirketin 30-06-2010 tarihli özvarlıkları dikkate alınmıştır.

Birleşme sonucu ulaşılabacak sermaye ise = $\frac{C}{D}$ oranına göre belirlenecektir.

[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

Bu orantıya göre;

$$\text{Ulaşılabacak sermaye} = \frac{24.151.319,01 \text{ T.L.}}{0,76088078526} = 31.741.265.- \text{ T.L. sı olacaktır.}$$

Bu durumda; Yeşil İnşaat'ı devir alacak olan Y ve Y Gayrimenkul'un (31.741.265.- T.L – 24.151.319,01 T.L. hesabı ile) 7.589.945,99 T.L. lık bir sermaye artırımını yapması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Bu tutar da; Yeşil İnşaat'ın ortakları arasında ve hisseleri oranında paylaşılacaktır.

Yeşil İnşaat'ın ortakları 7.589.945,99 T.L. lık Y ve Y Gayrimenkul'un hissesini alacaklardır. 30-06-2010 tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'ın sermayesi 250.000.- T.L. sı olduğuna göre, değiştirme oranı (katsayısı) 30,35978396 dır.

Yeşil İnşaat'ın 2.500.000.- T.L. lık sermayesine göre, değiştirme oranı (katsayısı) ise 3,035978396 dır.

3) Y ve Y Gayrimenkul'un net aktif değerinin, Yeşil İnşaat'ın ise indirgenmiş nakit akım yöntemine göre bulunan değerinin esas alınması halinde:

S.P.K. Tebliği'nde yer alan formül raporumuzun 7 inci sayfasının ortasında belirtilmiştir.

$$\text{Bu formüle göre birleşme oranı: } \frac{23.125.944.- \text{ T.L.}}{352.746.515.- \text{ T.L.}} = 0,06555966683$$

olarak hesap edilmiştir.

Birleşme sonucu ulaşılacak sermaye ise = $\frac{C}{D}$ oranısına göre belirlenecektir.

Bu orantıya göre;

$$\text{Ulaşılabacak sermaye} = \frac{24.151.319,01 \text{ T.L.}}{0,06555966683} = 368.386.848.- \text{ T.L. sı olacaktır.}$$

Bu durumda; Yeşil İnşaat'ı devir alacak olan Y ve Y Gayrimenkul'un (368.386.848.- T.L – 24.151.319,01 T.L. hesabı ile) 344.235.528,99 T.L. lık bir

sermaye artırımı yapması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Bu tutar da Yeşil İnşaat'ın ortakları arasında ve hisseleri oranında paylaşılacaktır.

Yeşil İnşaat'ın ortakları 344.235.528,99 T.L. lık Y ve Y Gayrimenkul'un hissesini alacaklardır. 30-06-2010 tarihi itibarıyla Yeşil İnşaat'ın sermayesi 250.000.- T.L. sı olduğuna göre, değiştirme oranı (katsayısı) 1.376,94211596 dır.

Yeşil İnşaat'ın 2.500.000.- T.L. lık sermayesine göre, değiştirme oranı (katsayısı) ise 137,694211596 dır.

III - SONUÇ :

Y ve Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi'nin, Yeşil İnşaat Yapı Düzenleme ve Pazarlama Ticaret Anonim Şirketi'ni devir alarak, bu şirket ile birleşmesine ilişkin tüm hesaplar ve gerekli açıklamalar raporumuzda detaylı bir şekilde ve ayrı ayrı yapılmıştır. Raporumuz Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:I, No:31 Tebliği'nde öngörülen hususları içermektedir.

PricewaterhouseCoopers Danışmanlık Hizmetleri Limited Şirketi unvanlı uzman kuruluş 21-09-2010 tarihli raporunda, indirgenmiş nakit akım yönteminin seçmiş ve seçilen bu yöntemin gerekçesini açıklamıştır (Sayfa:145 ve 146).

Netice itibarıyla devir suretiyle birleşme işlemine Sermaye Piyasası Kurulu onay verecektir. Dolayısıyla uzman kuruluşun raporunu da SPK değerlendirecektir.

Seçilen bu yönteme göre, birleşme sonucunda; Y ve Y Gayrimenkul'un 24.151.319,01 T.L. sı olan sermayesi, 210.964.387,99 T.L. sı artarak, 235.115.707.- T.L. sına ulaşacaktır. Devir olunan Yeşil İnşaat'ın ortaklarına, payları nisbetinde 210.964.387,99 T.L. lık Y ve Y Gayrimenkul'un hissesi verilecektir. Birleşme oranı ve değiştirme katsayısı raporumuzun 12 inci ve 13 üncü sayfalarında (C) şikkında hesaplanmıştır.

Takdirlerinize saygılarımızla arz ederiz.

02-Kasım-2010

Bilirkişi
İsmail Hakkı Topal
Yeminli Mali
Müşavir



Bilirkişi
İleri Akıncı
S.M.Mali
Müşavir



Bilirkişi
A.Serdar Kıyat
Yeminli Mali
Müşavir

