



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

Kayda Alma Muafiyeti Uygulamaları
(Türkiye’de Uygulanabilirlikleri ve Sermaye Piyasasına Olası Etkileri)

YETERLİK ETÜDÜ

Volkan BAYRAM
Uzman Yardımcısı

Ekim 2002
ANKARA

YÖNETİCİ ÖZETİ

Menkul kıymetlerin ihraç ve halka arzında kayda alma muafiyetleri sağlanması, günümüzde tüm sermaye piyasalarında sermayenin tabana yayılması ve sermaye piyasalarının gelişmesi anlamında başvurulan yöntemler halini almıştır.

Düzenleyici otoriteler bir yandan kayda almaya tabi ihraç ve halka arzlar için etkin kamuyu aydınlatma standartları oluşturmaya, mevcut standartları geliştirmeye yönelirken, kamuyu aydınlatma uygulaması ile sağlanacak faydaların, ortaya çıkan maliyetlerin altında kalmasının mümkün olduğu durumlarda, kayda alma yolu ile kamuyu aydınlatma uygulamasını belirli koşullarla kullanmamaktadırlar.

Yabancı ülke uygulamalarında; özellikle, faaliyetlerine yeni başlamış, fon ihtiyacı olan ve bunu sermaye piyasaları aracılığı ile temin etmek isteyen, görece daha sınırlı bir ihraç düşünen, ancak kayda alma süreci ile sürecin ortaya çıkardığı maliyetleri karşılayabilecek yeterlikte olmayan firmalar için kayda alma muafiyetleri düzenlendiği görülmektedir.

Belirli menkul kıymet türlerinde ve belirli ihraççılar için de, ilgili diğer kanunların yasal korumayı sağladığı veya kamuyu aydınlatma yolu ile korumanın gerekli bulunmadığı durumlarda muafiyet düzenlemeleri mevcuttur.

Son olarak, mali durumları veya mali piyasalardaki yeterlilikleri nedeniyle nitelikli bilgiye ulaşmada sorunla karşılaşmayacağı ya da yatırımın riskleri ile ilgili yeterli bilgiye sahip olduğu düşünülen, özellikle kurumsal ve profesyonel yatırımcılara yapılan ihraç ve halka arzların da muafiyet kapsamına alındığı görülmektedir.

Ülkemizde SPKn.'nın 11. maddesinin 4. fıkrası ile SPKr'na halka arz edilen - arz edilmeyen menkul kıymetlerle, ihraççı ve kuruluşlar arasında nitelikleri itibariyle ayırım yapılması ve bu ayırma bağlı olarak Kanunun getirdiği yükümlülüklerin kapsamının kademeli olarak belirlenmesine yönelik düzenleme yapma yetkisi verilmiştir.

Bu maddeye dayanarak hazırlanan Seri:IV No:9 Tebliğinde ise doğrudan ihraç ve halka arzlarla ilişkin bir muafiyet düzenlemesi bulunmamaktadır. Konu ile ilgili muafiyet düzenlemelerine, uygulamada, Seri:I No:26 Tebliğinde, zımnî olarak, iç kaynakların sermayeye eklenmesi, temettüün sermayeye eklenmesi ve tahsisli satışlarla sınırlı biçimde, ihraççılara izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet tanınması anlamında yer verildiği görülmektedir.

19 Mart 2001 tarihinde 57. T.C. Hükümetince onaylanan "AB Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı" (Ulusal Program) ile ülkemiz tarafından, menkul kıymet düzenlemeleri ile ilgili AB mevzuatının üstlenilerek uygulanması nihai hedef olarak belirlenmiştir. Ulusal programda uygulamaların orta vadede gerçekleştirilmesi taahhüt edilerek, sorumlu kuruluş olarak SPKr. gösterilmiştir.

Böylece, AB düzenlemeleri ile ülkemiz mevzuatının paralel hale getirilmesi çalışmalarının hız kazandığı, son olarak 2003 yılında yürürlüğe girmesi beklenen Direktif tasarısının üye ülkelerde uygulamasının zorunlu tutulduğu da dikkate alındığında, AB'nin ilgili direktiflerinde ve direktif tasarısında yer alan muafiyet düzenlemeleri ile uyumlu düzenlemelerin ülkemizde de uygulanmaya başlanmasının, uygulamalarda köklü ve gelişmiş bir sermaye piyasası bulunan ABD'nin muafiyet düzenlemelerinin de dikkate alınmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Bu çerçevede, SPKn.'nın 4. maddesi uyarınca ihraç edilen menkul kıymetlerin kurul kaydına alınmasının her durumda zorunlu bulunması ve yurtdışı düzenlemelerde kayda alma uygulamasının temelde ihraç ve halka arzlarda kamuyu aydınlatma anlamında ortaya çıkması birlikte değerlendirildiğinde, ülkemiz uygulamasında kayda alma sürecinde sağlanacak muafiyetin, izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet kapsamında değerlendirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Bununla birlikte 2003 yılı sonunda yürürlüğe girmesi beklenen Direktif Tasarısı ile AB düzenlemesinde mevcut muafiyet koşullarının bir kısmının kaldırılması, bir kısmının değiştirilmesi, ayrıca Direktifin uygulamasının zorunlu tutulması öngörüldüğünden, yapılacak düzenleme çalışmalarında Direktif Tasarısının süre içinde değişiminin göz önüne alınması büyük önem taşımaktadır.

Bu çerçevede çalışma içerisinde, öncelikle liyakat yaklaşımı ve kamuyu aydınlatma yaklaşımının genel çerçevesi çizilerek, kamuyu aydınlatma yaklaşımı ile kayda alma süreci ilişkisi ortaya koyulmakta, daha sonra kayda alma sürecinin muafiyete konu olduğu durumlar ülke uygulamaları çerçevesinde incelenerek, genel değerlendirme ve sonuç bölümünde ülkemiz için uygulama önerileri getirilmektedir.

Çalışmanın “Ülkemizde Muafiyet Düzenlemelerinde Esas Alınması Gereken Hususlar” ve “Ülkemiz İçin Muafiyet Düzenlemesi Önerileri” bölümlerinde yer verilen açıklamalar çerçevesinde, ulaşılan sonuçlara aşağıda yer verilmektedir.

1) Hisse senetlerinin bu hisse senetlerinin ticareti ile uğraşan ya da sektörde faaliyet gösteren gerçek ya da tüzel kişilere ihraç ve halka arzında,

2) Hisse senetlerinin sınırlı sayıda ve belirli kişilere ihraç ve halka arzında,

3) İhraç ve/veya halka arz edilen hisse senetlerinin toplam satış fiyatının 40.000 Euro karşılığı Türk Lirası tutarı aşmaması durumunda,

4) a) Daha önce halka arz edilmiş hisse senetlerinin borsada işlem görmesi için başvuruda bulunulması,

b) Sayıları ve tahmini borsa değerleri veya nominal değerleri, nominal değerlerin bulunmaması halinde defter değerleri, aynı borsanın kotuna daha önce alınmış olan aynı gruptaki hisse senetlerinin sayılarının ya da yukarıda sayılanlara karşılık gelen değerlerinin %10’undan az olan hisse senetlerinin ihraç edilmesi durumlarında, gerekli kamuyu aydınlatma açıklamalarının yapılması kaydıyla,

ihraççıların izahname düzenleme yükümlülüğünden muaf tutulmasına yönelik düzenleme yapılması, SPKn.’nda herhangi bir değişiklik gerekmeksizin mümkün bulunmaktadır.

Bununla birlikte mevcut düzenlemelerde izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyetin tanındığı ancak konu ile ilgili açık bir hükme yer verilmeyen,

1) Hisse senetlerinin birleşme ile bağlantılı olarak ihraç ve halka arz edilmesi,

2) Hisse senetlerinin ortaklara bedelsiz olarak dağıtılması,

3) Hisse senetlerinin şirketin ödenmiş sermayesini değiştirmeyecek şekilde, hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerin yenileriyle değiştirilmesi sonucu ihraç edilmesi,

4) Hisse senetlerinin tahsisli olarak satılması,

durumlarının da düzenleme kapsamına alınması, yine SPKn.’nda herhangi bir değişiklik gerekmeksizin mümkün bulunmaktadır.

Son olarak mevcut durumda herhangi bir düzenlemede yer verilmeyen,

1) İhraç edilen hisse senetlerinin yatırımcı başına en az 40.000 Euro karşılığı TL bedelle satın alınabilmesi,

2) Birim kupür değeri en az 40.000 Euro karşılığı TL olan menkul kıymetlerin ihraç ve halka arz edilmesi,

3) Hisse senetlerinin bir ele geçirme anlaşması ile bağlantılı olarak ihraç edilmesi,

4) Hisse senetlerinin bir şirketin mevcut veya eski çalışanlarına şirket veya bir iştiraki tarafından ihraç veya halka arz edilmesi,

5) Hisse senetlerinin kar amacı gütmeyen ve kamu yararına çalışan kuruluşlarca ihraç edilmesi,

6) Hisse senetlerinin profesyonel yatırımcılara ihraç veya halka arz edilmesi,

durumları ise SPKn. veya ilgili diğer kanunlarda değişiklik yapılmak suretiyle izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet uygulamasına konu olabilecektir.

İhraççılara izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet tanınması suretiyle halka arzlarda izahname düzenleme yükümlülüğüne bağlı olarak ortaya çıkan bağımsız denetim, hukuki danışmanlık giderlerinin ortadan kalkması beklenmektedir. Halka arz sürecinin en uzun ve zahmetli safhasını izahnamenin hazırlanması ve SPKr. tarafından incelenmesi oluşturduğundan, söz konusu muafiyet hem ihraççının, hem de SPKr.’nun insan kaynaklarının farklı alanlarda kullanılması imkanını beraberinde getirecektir. Halka arz sürecinin kısalması ve ihraççının bu sebeple maruz kaldığı zamanlama riskinin ortadan kalkmasının muafiyet düzenlemesinin olası sonuçlarından en önemlileri olacağı düşünülmektedir.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	6
1.KAMUYU AYDINLATMA YAKLAŞIMI VE KAYDA ALMA SİSTEMİ	6
1.1. Genel Olarak	6
1.2. Ülkemizde Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı ve Kayda Alma Sistemi.....	7
1.3. Kayda Alma Sürecinde Farklılıklar	8
2.KAYDA ALMA YÜKÜMLÜLÜKLERİ VE MALİYETLERİ.....	8
3.KAYDA ALMA YÜKÜMLÜLÜKLERİNDEN MUAFİYETLER.....	9
4.ÜLKE DÜZENLEMELERİ.....	10
4.1.ABD Düzenlemeleri	10
4.1.1. Muaf Menkul Kıymetler (Exempt Securities).....	10
4.1.2. İşlem Muafiyetleri (Transaction Exemptions).....	12
4.1.2.1. Genel Olarak	12
4.1.2.2. Eyalet İçi Arzlar (Intrastate Offerings)	13
4.1.2.3. Tahsisli Satışlar (Private Placements).....	14
4.1.2.4. Küçük Arzlar(Limited Offerings)	15
4.1.2.5. İhraççının Takas İşlemleri (Issuer Exchanges).....	21
4.1.2.6. Eyalet Düzenlemeleri	21
4.1.2.7. Eyalet Muafiyetleri.....	21
4.2.AB Düzenlemeleri	21
4.2.1. AB 89/298 Direktifi	22
4.2.2. AB 2001/34 Direktifi	23
4.2.3. AB Direktif Tasarısı	24
4.3.İngiltere Düzenlemeleri	25
4.3.1. Genel Olarak	25
4.3.2. POS 1995 Düzenlemeleri	26
4.3.3. Financial Services and Markets Act 2000 Düzenlemeleri	28
4.3.4. UKLA Listing Rules Düzenlemeleri.....	29
5. ÜLKEMİZ DÜZENLEMELERİ	30
5.1. Ülkemizde Halka Arz ve Kayda Alma ile İlgili Düzenlemeler	30
5.2. Ülkemizde Kayda Alma ve İzahname Düzenleme Muafiyeti Düzenlemeleri.....	30
5.3. Ülkemiz Muafiyet Düzenlemelerinin Değerlendirilmesi	31
5.4. Ülkemizde Muafiyet Düzenlemelerinde Esas Alınması Gereken Hususlar	32
5.5. Ülkemiz İçin Muafiyet Düzenlemesi Önerileri	34
5.5.1. Kanun Değişikliği Gerekmeksizin Getirilebilecek Muafiyet Düzenlemeleri.....	34
5.5.2. Kanun Değişikliği Gerektiren Düzenlemeler	36
6.MUAFİYET DÜZENLEMELERİNİN SERMAYE PİYASASINA OLASI ETKİLERİ ..	38
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	38
KAYNAKÇA.....	41

KISALTMALAR CETVELİ

1933 Yasası- Securities Act of 1933

1934 Yasası- Securities Exchange Act of 1934

1996 Yasası- National Securities Markets Improvement Act

2000 Kanunu- Financial Services and Markets Act 2000

2001/34 Direktifi- 28.05.2001 tarih ve 2001/34/EEC sayılı “Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Alınması ve Bu Menkul Kıymetlerle İlgili Yayınlanması Gereken Bilgiler Hakkında Direktif”

89/298 Direktifi- 17.04.1989 tarih ve 89/298/EEC sayılı “Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında Yayınlanacak İzahnamenin Düzenlenmesi, Onaylanması ve Dağıtımını ile İlgili Şartların Koordinasyonu Hakkında Direktif”

AB- Avrupa Birliği

AB Direktif Tasarısı- “Menkul Kıymetlerin Halka Arzı veya Borsada İşlem Görmesi Durumunda İzahname İlanına İlişkin Direktif Tasarısı”

ABD- Amerika Birleşik Devletleri

AIM- Alternative Investment Market

ERISA- Employee Retirement and Income Security Act

İMKB- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

POS 1995- Public Offers of Securities Regulations 1995

SEC- Securities Exchange Commission

SPKn.- 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

SPKr. – Sermaye Piyasası Kurulu

T.C. - Türkiye Cumhuriyeti

T.L. – Türk Lirası

UKLA- United Kingdom Listing Authority

GİRİŞ

Bilindiği üzere siyasal sistemler sermaye piyasasındaki işlemlerin düzenlenmesi gereğini kabul etmişler ve bu düzenlemelerde yatırımcının korunması geleneksel amaç olmuştur. Bu amaca ulaşılacak üzere yapılan düzenlemelerde yatırımcının korunması amacının, aşırı bir maliyet yüküne katlanmadan veya ekonomide problem yaratmaksızın gerçekleştirilmesi hedeflenmekte ve yeterli bilgiye dayalı yatırım kararlarında bile bir risk üstlenildiği kabul edilmektedir. Bu varsayımdan hareketle yapılan düzenlemelerde, iki farklı yatırımcıyı koruma biçimine ulaşılmıştır. Bunlar sermaye piyasası düzenlemelerinde liyakat ve kamuyu aydınlatma yaklaşımlarıdır. (Tyson.1985)

Liyakat yaklaşımında ilgili kamu kuruluşu, yüksek riskli yatırımların piyasaya çıkmasını önleyerek yatırımcıyı bu tip yatırımlardan uzak tutmaya çalışır. Kamuyu aydınlatma yaklaşımında ise yatırımcıya yatırımın risk derecesini ölçmesine olanak sağlayacak düzeyde yeterli bilgi verilmesi amaçlanır.

Liyakat yaklaşımı ve uygulamadaki uzantısı izin sisteminden, kamuyu aydınlatma yaklaşımına dönüşen sürecin sonunda, kayda alma, kamuyu aydınlatma yaklaşımının uygulamadaki görünümü şeklinde; yapılacak halka arz, halka arz edilecek menkul kıymetler ve menkul kıymetleri halka arz edilen Şirket ile ilgili önemli bilgilerin, yatırımcılara tam olarak, zamanında ulaştırılarak, yatırımcının yatırım kararını verebilmesi için gerekli olan bilgilere sahip olmasını sağlama süreci olarak ortaya çıkmıştır.

Yurtdışı düzenlemeleri incelendiğinde, düzenleyici otoritelerin bir yandan kayda almaya tabi ihraç ve halka arzlar için etkin kamuyu aydınlatma standartları oluşturmaya, mevcut standartları geliştirmeye yönelik; kamuyu aydınlatma uygulaması ile sağlanacak faydaların, ortaya çıkan maliyetlerin altında kalmasının mümkün olduğu durumlarda, kayda alma yolu ile kamuyu aydınlatma uygulamasını belirli koşullarla kullanmadıkları gözlenmektedir.

Bu çerçevede, çalışma içerisinde, liyakat yaklaşımı ve kamuyu aydınlatma yaklaşımının genel çerçevesi çizilerek, kamuyu aydınlatma yaklaşımı ile kayda alma süreci ilişkisi ortaya koyulmakta, kayda alma sürecinin muafiyete konu olduğu durumlar ülke uygulamaları çerçevesinde incelenerek, ülkemiz için uygulama önerileri getirilmektedir.

1.KAMUYU AYDINLATMA YAKLAŞIMI VE KAYDA ALMA SİSTEMİ

1.1.Genel Olarak

Liyakat yaklaşımı genel olarak, bir yatırımın liyakatını ve yatırımcı açısından doğruluğunu saptayacak bir kamu kuruluşunun varlığını da beraberinde getirir. Kamuyu aydınlatma yaklaşımında ise, yatırımın doğruluğuna ilişkin değerlendirme yatırımcıda kalmak üzere, bir kamu kuruluşunun denetiminde sermaye piyasası ilgililerinin doğru bir biçimde, eksiksiz olarak zamanında bilgilendirilmesi amaçlanır.

Liyakat yaklaşımında ilgili kamu kuruluşu, yüksek riskli yatırımların piyasaya çıkmasını önleyerek yatırımcıyı bu tip yatırımlardan uzak tutmaya çalışır. Kamuyu aydınlatma yaklaşımında ise yatırımcıya yatırımın risk derecesini ölçmesine olanak sağlayacak düzeyde yeterli bilgi verilmesi amaçlanır.

Liyakat yaklaşımı çeşitli açılardan eleştiriye uğramıştır. Öncelikle liyakata ilişkin düzenlemeler, düzenleyici bir kuruluşun olanaksız olmasa bile son derece güç bir işlevi yerine getirmesini gerektirmektedir. Yatırım kararları bir dizi bireysel amaca bağlı olduğundan düzenleyici kurum, belirli bir menkul kıymetin yatırım yapılmaya layık olup olmadığını, tüm yatırımcıların yararını ve risk-getiri konusundaki tercihlerini gözeterek saptamak olanağına sahip olmayabilir. İkincisi, düzenleyici kurumun liyakatı belirleme işlevini tam olarak yerine getirebilecek şekilde örgütlenmesinin maliyetinin oldukça yüksek olabilmesidir. Bir diğer temel eleştiri ise, bu yaklaşımın düzenleyici kuruluşa oldukça fazla yetki vermesidir. Liyakata ilişkin düzenleme, doğası gereği, mevcut firmaları yeni kurulan firmalara göre daha çok gözetme eğilimindedir. Başlangıçta spekülâtif bulunan, bu nedenle yetkili kamu kuruluşunca yatırım yapılabilir görülmeyen ancak, zamanla çok başarılı olabilecek girişimler liyakat yaklaşımında engellenebilecektir ve bu durum kaynakların etkin kullanılmasına neden olabilecektir.

Kamuyu aydınlatma yaklaşımı genellikle üç temel işlevi yerine getirmeye çalışmaktadır. Bunlar koruyuculuk, caydırıcılık ve aydınlatıcılıktır. Koruyuculuk işlevi, yatırımcıya menkul kıymet ihraç eden şirketlerin yönetimi, denetimi ve finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile menkul kıymetlerin nitelikleri hakkında yeterli ve doğru bilgilerin zamanında ulaştırılması yoluyla gerçekleştirilmeye çalışılır. Dolayısıyla yatırımcının bilgilendirilmesi onun aldatılmasını engelleyen koruyucu bir araç olmaktadır. Caydırıcı işlev, hileli veya ahlak dışı uygulamaların ağır müeyyidelere bağlanması nedeniyle ilgililerin bu tür uygulamalardan uzak durmalarınıdır. Aydınlatıcı işlev ise yatırımcıya yatırım kararını verebilmesi için gerekli olan bilgilerin ayrıntılı olarak sunulmasını amaçlar. (Küçüksözen.1999: 15)

Liyakat yaklaşımı ve uygulamadaki uzantısı izin sisteminden, kamuyu aydınlatma yaklaşımına dönüşen sürecin sonunda kayda alma, kamuyu aydınlatma yaklaşımının uygulamadaki görünümü şeklinde; yapılacak halka arz, halka arz edilecek menkul kıymetler ve menkul kıymetleri halka arz edilen şirket ile ilgili önemli bilgilerin yatırımcılara tam olarak, zamanında ulaştırılarak, yatırımcının yatırım kararını verebilmesi için gerekli olan bilgilere sahip olmasını sağlama süreci olarak ortaya çıkmıştır.

1.2.Ülkemizde Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı ve Kayda Alma Sistemi

İzleyen bölümlerde geniş olarak anlatılacağı üzere, SPKn.'nun 4. maddesi uyarınca SPKn.'na tabi ortaklıklarca ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının SPKr.'na kaydettirilmesi zorunludur.

SPKn. 1992 yılında 3794 sayılı Kanunla değişmeden önce menkul kıymetlerin halka arzı için SPKr.'ndan izin alınması zorunlu idi. SPKr. menkul kıymetlerin halka arzına izin verirken, ilgili menkul kıymeti çıkaran ortaklık yönünden gereklilik, yeterlilik ve kaynaklar arası denge; halk (yatırımcı) yönünden ise verimlilik ve güven ilkelerini esas almaktaydı. Gereklilik ve yeterlilik; ortaklığın faaliyetlerini sağlıklı yürütmek ve geliştirmek için fon gereksiniminin sağlam verilere ve geçerli tahminlere dayanarak ortaklıkça kanıtlanmasını ifade etmektedir. Kaynak dengesi, ekonomik koşullara, işkolunun özelliklerine, ortaklık varlıklarını yapısına ve işletmecilik standartlarına göre, bir yandan öz ve yabancı kaynaklar öte yandan uzun ve kısa vadeli kaynaklar arasındaki rasyonel ilişkiyi göstermektedir. İhraç edilecek menkul kıymetin yatırımcı açısından verimliliği, ekonomik koşullara, ortaklığın öz

varlığına ve karlılık durumuna göre yeterli getiriye sağlaması; güven ilkesi ise, menkul kıymetin kar payı ve faizinin istikrarlı oluşunu, zamanında ödenmesini, değer kaybından korunmasını, vadesinde veya gerektiğinde paraya dönüştürülebilmesini ifade etmektedir. (SPKr. Seri I, No:1 Tebliğ md.1) İhraç talebinde bulunulan menkul kıymetin, ilgili ortaklık veya yatırımcı açısından yukarıda belirtilen ilkelere uygun olmaması halinde, SPKr. menkul kıymetlerin halka arzına izin vermemekteydi. Dolayısıyla SPKn.'nda 1992'den önce Türk sermaye piyasasında yatırımcının korunması açısından liyakat yaklaşımı benimsenmişti.

Günümüzde ise SPKr. ihraç ve halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin başvuruları, sermaye piyasasında kamunun aydınlatılması açısından gerekli ve yeterli bilgilerin doğru bir şekilde izahname ve sirkülerlerde yer alıp almadığı açısından incelemekte ve bunun sağlanması durumunda ilgili sermaye piyasası aracını kayda almaktadır. Dolayısıyla günümüzde Türk sermaye piyasasında yatırımcının korunması açısından kamuyu aydınlatma yaklaşımı benimsenmiş bulunmaktadır.(Küçüksozen.1999: 94)

1.3.Kayda Alma Sürecinde Farklılıklar

Kamuyu aydınlatma yaklaşımının menkul kıymetlerin halka arzı uygulamasındaki görünümü olan kayda alma sürecinin, ülke düzenlemelerinde birbirinden farklılık gösterdiği görülmektedir. İlerleyen bölümlerde üzerinde durulacağı üzere, ABD düzenlemesinde kayda alma (registration), kamuya ve düzenleyici otoritelere açıklanması zorunlu bilgileri içeren formun (registration statement) düzenleyici otorite tarafından onaylanması, düzenleyici otorite nezdinde tescil edilmesidir. İngiltere'de AB düzenlemelerine uygun olarak, borsada işlem görmek üzere halka arz edilen menkul kıymetlerin, düzenleyici otorite tarafından ulusal kota (main list) alınmasına (listing), borsada işlem görmeyecek menkul kıymetlerin halka arzında ise izahname düzenlenmesinin zorunlu tutulmasına yönelik uygulama bulunmaktadır. Ulusal kota alınmada, kotasyon formunun (listing particular) düzenlenmesi ve onaylanması zorunlu tutulmaktadır. Ülkemiz uygulamasında ise ihraç ve halka arz edilen hisse senetlerin kayda alınması ve halka arz edilebilmesi için izahname düzenlenmesinin zorunlu tutulması sürecin unsurları olarak ortaya çıkmaktadır.

2.KAYDA ALMA YÜKÜMLÜLÜKLERİ VE MALİYETLERİ

Ülke düzenlemelerinin tamamında yatırımcıların kararını verebilmesi için gerekli bilgilerin sağlanması, kayda alma belgesinin düzenleyici otorite tarafından onaylanarak, kamuya duyurulması yolu ile yapılmaktadır. Bu durumda kayda alma sürecinin ortaya çıkardığı en önemli yükümlülük de kayda alma belgesi ve çoğu kez onun ayrılmaz bir parçası olan, temel kamuyu aydınlatma aracı izahnamenin düzenlenmesi ve bunların tescili ile yayınlanmasına ilişkin yükümlülüklerdir.

İzahnamenin hazırlanarak düzenleyici otoritenin onayına sunulması sonrası 20 günden 30 güne değişen gözden geçirme ve onay süresi¹, çoğu zaman düzenleyici otoritelerin eksik bilgilerin

¹Kayda alma belgesinin SEC tarafından incelenme süresi ABD'de 20 gün iken, ülkemiz uygulamasında Kurul tarafından başvuruların 30 günde sonuçlandırılması gerekmektedir.

izahnamelere eklenmesi ve düzeltmelerin gerçekleştirilmesine yönelik talepleri nedeni ile uzamakta, bu durum da başarılı bir halka arzın en önemli bileşenlerinden olan “zamanlama” faktörünü devre dışı bırakabilmektedir.

“İzahname düzenleme yükümlülüğü” ile birlikte değerlendirilebilecek “muhasebe denetim giderleri” ile halka arz sürecine katılımı zorunlu diğer mali ve hukuki danışmanlar ile uzmanlara yapılan ödemeler halka arzda önemli maliyet unsurları olarak ortaya çıkmaktadır.

Bununla birlikte çoğu ülke düzenlemesinde “aracılık yüklenimi”nin zorunlu tutulması, düzenleyici otoritenin onay süresinin uzaması ile birlikte değerlendirildiğinde, piyasa şartlarında meydana gelen değişimlerle birlikte, “aracılık komisyonları” önemli bir maliyet unsuru olarak ortaya çıkabilmekte, aracı kuruma sağlanan toplam katkı anlamında “spread” ve ilk halka arzların genelinde görülen “düşük fiyatlandırma” halka arzın maliyetini yükseltmektedir. Bu maliyetler, yasal ödemeler ve basım, reklam harcamaları ile birlikte en önemli doğrudan maliyet unsuru olmaktadır.

Son olarak ülke düzenlemelerinin, izahnamelerde yer alan açıklamaların tam ve eksiksiz olmasını sağlamak amacıyla, eksik ve yatırımcıları yanıltıcı izahnamelerin söz konusu olduğu durumlarda ağır yaptırımlar öngörmesi de kayda alma sürecinde dikkate alınması gereken bir diğer önemli husus olarak ortaya çıkmaktadır.

3.KAYDA ALMA YÜKÜMLÜLÜKLERİNDEN MUAFİYETLER

Yukarıda yer verilen halka arzın maliyet unsurları da değerlendirildiğinde, hisse senetlerini kayda aldirmek kimi zaman kullanışsız ve yüksek maliyetli olabilmekte; kamuoyunu aydınlatma, aracılık yüklenimi ve kayda alma sonucu ortaya çıkan potansiyel sorumluluk sermaye girişinin sağladığı faydaları aşmaktadır. (Palmiter.1998: 121)

Bu nedenle ülke düzenlemelerinde; ihraççının küçük sermaye ihtiyacının bulunduğu, başka düzenlemelerin veya nitelikli yatırımcıların varolduğu ve kayda almanın maliyetinin sağlayacağı faydaları aşmasının mümkün olduğu düşünülen menkul kıymet ihraç ve halka arzları kayda alma yükümlülüklerinden muaf tutulmuştur.

Nitekim 2499 sayılı SPKn.’nu değiştiren, 3794 sayılı Kanunda 11. maddenin değişiklik gerekçesinde de, “...Kanunun kapsamının genişlemesi öngörüldüğünden, özellikle halka arz edilen - arz edilmeyen menkul kıymetlerle, ihraççı ve kuruluşlar arasında nitelikleri itibariyle ayırım yapılması, bu ayırımı bağlı olarak Kanunun getirdiği yükümlülüklerin kapsamının kademeli belirlenmesi, ihtiyacı doğmuştur. Bu konuda esnekliği temin etmek için, dördüncü fıkrafta, Kurul'a madde de açıkça sayılan hallerde, yabancı ülke uygulamalarında görüldüğü üzere, işin niteliği gereği, yükümlülüklerinden kısmen ya da tamamen muafiyet tanıma yetkisi verilmiştir.” denilmektedir.

Bu değerlendirmeler çerçevesinde, çalışma içerisinde;

-Kayda alma, konunun bütünlüğünün ve karşılaştırılabilirliğin sağlanması amacı ile, yatırımcıların sağlıklı bir yatırım kararı vermelerini temin edecek nitelikte önemli bilgilerin

açıklanmasının sağlanması için yetkili otoritelerin hazırlanacak kamuyu aydınlatma dokümanına onay süreci anlamında ve ihraç edilen hisse senetlerinin kayda alınması kapsamında;

-Kayda alma yükümlülükleri de, ihraç ve halka arz sonrası ortaya çıkan periyodik raporlama ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri dışarıda tutularak, ihraç ve halka arzlarla birlikte ortaya çıkan temel kamuyu aydınlatma yükümlülüğü olan izahname düzenleme ve onaya sunma yükümlülüğü kapsamında incelenmektedir.

Ülke uygulamalarında, ABD ve AB Düzenlemelerine ve AB Düzenlemelerinin başarılı bir uygulaması olan İngiltere Düzenlemelerine yer verilmektedir. Kayda alma sisteminin farklılık gösterdiği AB ve İngiltere Düzenlemelerinde ise kotasyon (listing) düzenlemeleri de incelemeye dahil edilmiştir.

4.ÜLKE DÜZENLEMELERİ

4.1.ABD Düzenlemeleri

ABD’de menkul kıymetlerin ilk halka arzları ve birincil piyasa işlemleri, federal sistemde Securities Act of 1933 (1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası (1933 Yasası)) ile düzenlenmektedir. 1933 Yasasının 5. Bölümü kayda alma belgesi (registration statement) geçerlilik kazanmadan, menkul kıymetlerin satışına dönük her tür çalışmayı ve satışını yasaklamaktadır. 1933 Yasasının 3. Bölümünde kayda alma yükümlülüklerinden muaf menkul kıymetler sayılarak, SEC’e bu muafiyeti genişletme yetkisi verilmiş ancak, toplam arz tutarı 5 milyon \$’dan fazla olan menkul kıymetlere muafiyet tanınmayacağına hükmolunmuştur. 1933 Yasasının 4. Bölümünde ise, 5. Bölüm yükümlülüklerinin uygulanmayacağı işlemler sayılarak, 4 (2) maddesi ile ihraççının bir halka arzla ilgili olmayan işlemlerinde, 4(6) maddesi ile de SEC düzenlemelerine uygun ve 3. Bölümde yer verilen 5 milyon \$ ‘lık sınırı aşmayan ihraç ve halka arz işlemlerinde muafiyet öngörülmüştür.

ABD düzenlemelerinde menkul kıymet arzları federal düzenleme olan 1933 Yasasının yanı sıra, Blue-Sky Laws² denilen eyalet yasalarına da tabi olmak durumundadır. 1996 Yasası (National Securities Markets Improvement Act) ile 1933 Yasasından muaf arzlarda, eyalet yasaları uyarınca kayda almanın uygulanmamasına yönelik düzenleme getirilmiş olmasına karşın, bazı eyaletlerde 1996 Yasası ile getirilen sistemin uygulanmaması nedeniyle, arzlarda eyalet yasası yükümlülüklerinin de karşılanması gerekmektedir.

Sonuç olarak, ABD uygulamasında 1933 Yasasının 5. Bölümü uyarınca ihraççıların halka arz edecekleri menkul kıymetleri SEC kaydına aldırma ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu yükümlülüklerden iki değişik şekilde muaf tutulmak mümkündür.

- 1.Arz edilen menkul kıymetin muaf menkul kıymet olması.
- 2.Arz işleminin muaf bir işlem olması.

4.1.1.Muaf Menkul Kıymetler (Exempt Securities)

Muaf menkul kıymetler olan, kamu menkul kıymetleri, kısa dönem finansman bonusu, bankalar tarafından ihraç edilen menkul kıymetler ve devlet düzenlemesine tabi sigorta şirketlerinin ihraç ettiği

² Menkul kıymet ihraçlarında tabi olunan eyalet yasaları.

sigorta poliçeleri, menkul kıymetler piyasasının önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Herhangi bir muaf menkul kıymet gerek arzında, gerekse sonradan el değiştirmesinde, her zaman kayda alınmadan muaftır.

4.1.1.1. Muaf Menkul Kıymetlerin Tabi Bulunduğu Düzenlemeler

Muaf menkul kıymetler, 1933 Yasasının kayda alma yükümlülüklerinden tamamen muaf olmalarına karşın, bazı dolandırıcılık karşıtı (antifraud) düzenlemelere tabi olmaya devam ederler.

1. Muaf menkul kıymetler menkul kıymetler yasalarının dolandırıcılık-karşıtı düzenlemelerine tabidir.

2. SEC, herhangi bir menkul kıymet satıcısı için 1933 Yasasının ihraç ve halka arzlarda yatırımcıların her türlü vasıta ile aldatılmasını önlemeye yönelik 17. Bölümünü işletebilir.

3. Menkul kıymet alıcıları 1933 Yasasının 12(a)(2) Bölümüne göre, arzın (kayda alınmış olsun olmasın) 1933 Yasasına aykırı olarak sunulması nedeniyle halka arz gibi algılandığı durumda, muaf kamu menkul kıymetleri dışında, satışı iptal ve satış bedelinin iadesini talep etme hakkına (rescission remedy) sahiptirler.

4. 1934 Yasasının menkul kıymet alım-satımında yatırımcıların aldatılmasını önlemeye yönelik 10b-5 Kuralı, 1933 Yasasının muafiyet tanıdıkları da dahil olmak üzere tüm menkul kıymet satışlarına uygulanabilmektedir.

5. Kongre, 1996 Yasası ile çok sayıda eyalet yasasının kullanımını sınırlamakla birlikte, birçok küçük ve eyalet-içi arzlar için eyalet düzenlemelerinin uygulanmasının kaldırılmasına onay vermemiştir. Böylece bu arzlar eyalet düzenlemelerine tabi kalmıştır. Buna ek olarak tüm menkul kıymet arzları muaf olsun olmasın dolandırıcılık karşıtı eyalet düzenlemelerine tabidir.

4.1.1.2. Muaf Menkul Kıymet Türleri

Yasanın birinci grup muafiyetleri, ihraççı ve (muaf menkul kıymetler denilen) arz edilen menkul kıymet türlerinde odaklanmıştır.

a. Kamu Menkul Kıymetleri: Muaf menkul kıymetlerin en belirgin kategorisini kamu kurumları tarafından ihraç veya garanti edilenler oluşturmaktadır. Bu sebeple, A.B.D., eyaletler veya yerel yönetimler tarafından ihraç edilen bono ve tahviller, ihraç ve sonrası el değiştirmelerde 1933 Yasasının 5. Bölümünde yer verilen kayda alma yükümlülüğünden muaftır.

b. Finansman Bonosu: 1933 Yasasının 3(a)3 Bölümünde “cari bir işleme dayalı...” vadesi 9 aydan kısa” şeklinde tanımlanan finansman bonusu bir diğer önemli muaf menkul kıymet türüdür. 1993 Yasası, finansman bonusu piyasalarının gelişmişliğinin yatırımcıları korumaya uygun olduğunu varsaymaktadır. Finansman bonoları 5. Bölüm düzenlemelerine tabi olmamasına karşın, bunların halka arzında rol alan ihraççılar ve aracı kurumlar potansiyel kayda alınma yükümlülüğüyle karşı karşıya bulunmaktadır.

c. SEC Dışı Düzenlemeye Tabi Menkul Kıymetler: 1933 Yasası, başka bir düzenlemenin yatırımcılar için yeterli korumayı sağladığı teorisine dayanarak bazı menkul kıymetleri düzenleme dışında tutmuştur. Bunlar; eyalet düzenlemesine tabi sigorta şirketlerince ihraç edilen sigorta poliçeleri ve gelir sözleşmeleri, finans kurumlarının ihraç ettiği menkul kıymetler, ERISA’ya göre düzenlenmiş

vergiden muaf emeklilik planları, mahkeme onayı ile batık banka yeddi eminleri tarafından ihraç edilen menkul kıymetler, federal düzenlemeye tabi taşımacılık şirketlerinin, demiryolu taşıtlarının kar/zarar katılma belgeleri olarak örneklendirilebilir.

d.Kar Amacı Gütmeyen Kuruluşların Menkul Kıymetleri: Kar amacı gütmeyen ihraççılar, net kazançları bir bireye, ortağa ya da bunların her birine fayda sağlamadıkça, menkul kıymetlerini kayda aldirmekle yükümlü değildir. Bu muafiyet; din, eğitim, hayır ya da ıslah işleri ile uğraşmak üzere organize olan ve faaliyette bulunan, tipik vergiden muaf kuruluşları kapsamaktadır ve kar amacı gütmeyen kuruluşları kayda almakla yükümlü tutmanın dolaylı olarak hayır amacı güden yatırımcılar için maliyetleri yükselteceği varsayımına dayanmaktadır.

4.1.2. İşlem Muafiyetleri (Transaction Exemptions)

4.1.2.1.Genel Olarak

1933 Yasasının ikinci tür kayda alma muafiyetleri arz biçimleri üzerine odaklanmaktadır ki; bunlara işlem muafiyetleri denir. İşlem muafiyeti altında satılan menkul kıymetlerin kendisi muaf menkul kıymet haline gelmez. Her işleme tabi tutulduklarında, ihraççı kayda almadan muafiyet için bir işlem muafiyeti bulmak mecburiyetindedir. İşlem muafiyetleri eyalet içi arzlarla, tahsisli satışlara ve ihraççıların bazı küçük halka arzları ile takaslarına uygulanmaktadır.

İşlem muafiyetleri ile ilgili önemli kavram ve tanımlara aşağıda yer verilmektedir.

a.Piyasada Alım-Satım Muafiyetleri (Market Trading Exemption): İşlem muafiyetleri çoğunlukla ihraççıların yatırımcıları tarafından ya da kontrolü elinde tutan kişiler tarafından gerçekleştirilen ikincil arzlarla değil, birincil arzlarına uygulanmaktadır. İhraççı, yüklenici ya da aracı dışındaki kişilere uygulanan alım-satım muafiyeti, menkul kıymetlerin dağılımı ile alım satımını birbirinden ayırmaktadır.

b.İspat Etme Mecburiyeti (Burden to Establish Exemption): İşlem muafiyetine tabi olmak isteyen kişiler, muafiyetin tüm koşullarını sağladıklarını ispat etmek mecburiyetindedir. Bu yükümlülük yerine getirilmezse muafiyet ortadan kalkar ve kayda alınmamış menkul kıymetlerin satışı ile ilgili olarak 1933 Yasasının 5. Bölümüne aykırı uygulamalarda cezai sorumlulukla ilgili 12. Bölüm hükümleri uygulama alanı bulur.

c.Entegrasyon (Integration): Bir ihracın işlem muafiyetine tabi olması için muafiyetin tüm koşullarını sağlaması gerekir. Entegrasyon prensibine göre bir ihraççı, arzın tamamının muafiyetlerin herhangi birini sağlamadığı durumda, ihracı farklı parçaların ayrı muafiyetleri sağladığı parçalara ayıramaz. Bu prensip ihraççıları muaf bir arz (exempt offering) yapılandırmasında hassas davranmaya zorlamak suretiyle koruyucu bir rol üstlenmektedir.

Çok safhalı bir arzın entegre bir arzı oluşturduğu durumda SEC bu safhalarla ilgili 5 maddeli bir test uygular ve aşağıdaki sorulara cevap arar.

Bu işlem safhaları;

1) Bütüncül bir finansman planının kısımları mıdır?

- 2) Aynı türden menkul kıymetlerle mi ilgilidir?
- 3) Birbirine yakın zamanlarda mı gerçekleşmiştir?
- 4) Aynı sebeple mi çıkarılmaktadır?
- 5) Aynı genel amaca ulaşmak için mi yapılmaktadır?

Sonuç olarak bu test muafiyetin uygulanacağı işlemin tek bir finansman işlemi olup olmadığını sorgular.

Bununla birlikte SEC muafiyetlerinin çoğu ihraççının zamanlamasına odaklanan güvenli liman entegrasyon testlerini³ (safe harbour integration test) de içermektedir. SEC'in güvenli liman kurallarından 502 sayılı Kurala göre birbiri arasında 6 aydan fazla süre olan satış setleri ayrı arzlar olarak kabul edilir ve bu setler entegrasyona tabi tutulmaz. Buna ek olarak, 152 sayılı Kurala göre; 1933 Yasasının 4. Bölümünden muaf bir tahsisli satış gerçekleştirmiş bir ihraççı, entegrasyona tabi tutulmaksızın, kayda alınmış bir halka arza başlayabilir.

4.1.2.2.Eyalet İçi Arzlar (Intrastate Offerings)

4.1.2.2.1.Genel Olarak

1933 Yasasının 3(a)11 Bölümüne göre bir eyalette yerleşik ihraççılar tarafından, o eyalette yerleşikler için gerçekleştirilen, tamamen yerel arzlar kayda alma yükümlülüğünden muafır. İhraç edilen kişi sayısına ya da bu kişilerin yeterliliklerine ilişkin herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. Muafiyet için bir eyalet düzenlemesinin karşılanması ya da eyalet tarafından menkul kıymetlerin kayda alınması da gerekli bulunmamaktadır. İhraç tutarına, genel çağrıya ilişkin bir sınırlama, SEC ile birlikte doldurulması gereken bir belge ya da kamuyu aydınlatma yükümlüğü de bulunmamaktadır.

Yasama organına göre bu muafiyetin gerekçeleri, öncelikle eyalet içi arzlar da eyalet düzenlemeleri ile federal dolandırıcılık karşıtı düzenlemelerin yeterli olması ayrıca, eyaletlerin ve yatırımcıların, ihraççıya ilişkin bilgiye erişim ve ihraççıyı inceleme şanslarının ulusal ihraçlara göre daha fazla olmasıdır.

Bunlara ek olarak, SEC muafiyetle ilgili bir güvenli liman kuralını yürürlüğe koymuştur. 147 sayılı Kural, ihraççı ve satın alma teklifi verenlerin aynı eyalette olduğu ve eyalet dışı satışlara ne zaman izin verilebileceği konularında, ihracın kapsamı ile ilgili standartlar ortaya koymuştur. 147 sayılı kural genel bir kural değildir, kuralın standartları sağlanmasa dahi 1933 Yasasının 3. Bölümüne göre muafiyet söz konusu olabilir.

Eyalet içi arz muafiyeti (intrastate exemption) artırılacak sermaye tutarına, muafiyetin ne sıklıkta kullanılacağına, teklifte bulunanların ve satın alanların niteliklerine veya sayısına ilişkin limitler öngörmemektedir. Buna karşın 1933 Yasası düzenlemelerinden muaf bir eyalet içi arz, ilgili eyaletin blue-sky düzenlemelerine tabi olmaya devam etmektedir.

4.1.2.2.2. Eyalet İçi İhraççı

1933 Yasasının 3. Bölüm muafiyetine göre ihraççı, ihracın yapıldığı eyalette faaliyette bulunmalı ve yerleşik olmalıdır. Kanunen bir şirket kurulduğu eyalette yerleşik sayılır. Mahkeme kararlarına göre

³ Güvenli liman muafiyetleri SEC tarafından Kanunların uygulamalarına getirilen istisnai düzenlemelerdir.

ise bir ihraççının gelirlerinin, varlıklarının, merkezinin bulunduğu ve halka arz gelirlerini kullandığı yer ihraççının faaliyette bulunduğu yer sayılmaktadır.

147 sayılı Kuralda ise kurumsal olmayan ihraççıların (non-corporate issuer) “yerleşikliği”, ihraççının örgütlendiği eyalet; örgütlenmemiş bir ortaklık söz konusu ise temel faaliyetinin bulunduğu yer olarak açıklanmakta, ”faaliyet gösterme” (doing business) yükümlülüğü ise sayısal olarak tanımlanmaktadır. Buna göre bir ihraççının merkezinin bulunduğu ve brüt gelirin %80’inin sağlandığı, konsolide varlıklarının %80’inin bulunduğu ve arzdan sağlanan kaynağın %80’inin kullanıldığı eyalet, faaliyet gösterdiği eyalettir.

4.1.2.2.3.Eyalet İçi Arz

Yasal muafiyete göre ihraç tek bir eyalette yerleşik kişilere teklif ve satış içermelidir. Teklifte bulunulan kişilerle veya alıcılara ilgili yeterlilik anlamında ya da sayısal sınırlamalar bulunmamaktadır.

SEC ve mahkemelerin yorumuna göre, muafiyet için teklifte bulunulanlar ile satın alımda bulunanlar, ilgili dönemde, ihraççının eyaletinde yerleşik ve ikamet etmek niyetinde olmalıdır. Eyalet dışı yerleşik tek bir kimseye, satışla sonuçlanmasa dahi bir teklif veya satışın söz konusu olması halinde muafiyet ortadan kalkar. Herhangi bir kimsenin yüklenici gibi hareket ederek eyalet dışında yerleşiklere teklifte veya satışta bulunması durumunda da sonuç aynıdır. Buna karşın eyalet içi alıcılar dağıtımın tamamlandığı durumda (come to rest harbour) eyalet dışı yatırımcılara satışta bulunabilirler.

4.1.2.2.4.Eyalet İçi Arzın Kapsamı

Entegrasyon prensibine göre bir eyalet içi arz, eyalet dışı yatırımcılara yönelik geniş ölçekli bir arzın parçası olamaz. Daha önce de ifade edildiği üzere 1933 Yasasının 3(a)(11) Bölümüne göre bir ihracın parçası olan arz ve satışların tüm muafiyet şartlarını taşımaları gerekmektedir ancak, 6 aylık güvenli liman kuralına göre eyalet içi arzın 6 ay öncesinde veya tamamlanmasının 6 ay sonrasında yapılan arz ve satışlar entegre edilmezler.

4.1.2.3.Tahsisli Satışlar (Private Placements)

4.1.2.3.1. Genel Olarak

1933 Yasasının 4(2) bölümüne göre, ihraççı tarafından yapılan ve halka arz içermeyen işlemler kayda alınmadan muaftır. Halka arz içermeyen işlemin 1933 Yasasında tanımı bulunmamakla birlikte, SEC ve mahkemelere göre tahsisli satış muafiyetinin, yatırımcıların kendilerini koruyabilecek birikim ve bilgiye sahip olduğu durumda kayda alma almadan muafiyet olarak tanımlandığı görülmektedir.

4.1.2.3.2.Tahsisli Satış Düzenlemeleri ve Kavramlar

Tahsisli satış muafiyeti iki şekilde ortaya çıkmaktadır.

1) **Yasal Muafiyet:** 1933 Yasasının 4(2) Bölümü muafiyeti, ihraççıları 1933 Yasasının tüm kamuoyunu aydınlatma ve kayda alma yükümlülüklerinden muaf tutar.

2) **Güvenli Liman Kuralı:** İlerleyen bölümlerde açıklanacak D Düzenlemesinin 506 sayılı kuralı belirli yatırımcılara yönelik açıklamalarda bulunma zorunluluğu konusunda ihraççılara yol göstermektedir.

Mahkemelerin yorumlarına göre muafiyet, yatırımcı sayısı ya da tahsisli satış tutarı ile ilgili bir kısıtlama getirmemektedir. Bunun yerine mahkemeler yatırımcı niteliği ve ihraççı bilgilerine erişim ile ilgili değişkenliği tespit etmiştir. Konuyla ilgili önemli kavramlara aşağıda yer verilmektedir.

1.Yatırımcının Nitelikli Olması (Investor Qualification): Yatırımcıların nitelikli olması konusunda alt mahkemelerin yorumlarında yatırımcıların yatırımı değerleyebilme yeterliliği ile bilgiye erişime (bilginin ulaşılabilirliği ve ihraççının kamuoyunu aydınlatma durumu temelinde) odaklanıldığı görülmekte ve buna göre yatırımcının yeterliliği düştükçe daha fazla bilgilendirme gerekmektedir.

2.Niteliksiz Bilgi ve Muafiyet: Mahkemelere göre, nitelikli yatırımcıların izahnamelerle karşılaştırılabilir bilgi edinmeleri mümkün değil ise, ya da izahnamelerle karşılaştırılabilir bilgi söz konusu olsa dahi yatırımcılar nitelikli değil ise muafiyet söz konusu olamaz.

3.Bilgiye erişim ve gerçek açıklama: Mahkemelere göre, yatırımcıların izahnamelerde bulunan bilgilerle karşılaştırılabilir bilgi almaları veya bilgiye erişimleri mümkün olmak zorundadır. Bilgiye erişimin mümkün olmasında yatırımcının içerden öğrenen statüsü, ihraççı ile ailevi veya imtiyazlı ilişkisi ya da ekonomik pazarlık gücü ölçüt olarak alınmaktadır.

4. Genel Çağrı Yasağı: Teklifte bulunulanların tümünün nitelikli olması genel çağrıya karşı bir yasaktır. Buna göre reklam veya açık yatırım seminerleri muafiyeti ortadan kaldırabilir, çünkü teklif verenlerin tümünün nitelikli olduğunun ispatı mümkün olmayabilir. Bu nedenle tahsisli satış yapan ihraççılar menkul kıymet şirketlerinin potansiyel yatırımcıları önceden izlemeye dayanan çalışmalarından yararlanmaktadır.

5.Yeniden satış kısıtlamaları: Tahsis ile alım yapan yatırımcılar yeniden bunları niteliksiz yatırımcılara satamazlar. Bu tür yeniden satışlar bütün teklifi halka arza ve yeniden satış yapan yatırımcıları yükleniciye dönüştürür. Bu nedenle, ihraççılar kısıtlanmış menkul kıymet olarak bilinen tahsisli satılan menkul kıymetlerin transfer edilebilirliğini kısıtlamaya çabalarlar. Tipik olarak, tahsisli satıştaki alım sözleşmesi, transfer kısıtlamaları içerir. İhraççı, aracı kurumuna, yeniden satışın 1933 Yasasının kayda alma yükümlülüğüne konu olduğu gösterilmediği sürece hiçbir transferi kaydetmemesi konusunda talimat verir.

4.1.2.4.Küçük Arzlar(Limited Offerings)

1933 Yasasının 3(b) Bölümü SEC'e belli bir tutarı geçmeyen arzlara muafiyet tanıma yetkisini vermektedir ve bu tutar 5 milyon \$'dır. SEC yetkisini çok çeşitli yollarla kullanmaktadır.

4.1.2.4.1. A Düzenlemesi

1933 Yasasının 3(b) Bölümüne dayanarak düzenlenen bu sistem ile SEC tarafından 12 aylık dönem boyunca devam eden ve toplam fiyatı 5 milyon \$'a kadar olan arzlar için mini-kayıt rejimi düzenlenmiştir.

Yatırımcı sayısı ve niteliğine ilişkin herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. Ayrıca izleyen bölümlerde açıklanacak 504 sayılı kural uyarınca yapılacak 1 milyon \$'lık arz, A Düzenlemesi arzı ile ileride açıklanacak toplama işlemine (aggregation) tabi tutulmaz. Böylece her iki muafiyetin birlikte

kullanımı durumunda ihraççılar bir yıl içerisinde kayda alma yükümlülüğüne tabi olmaksızın 6 milyon \$ tutarında fon temin edebilirler.

A Düzenlemesi; sirküler kullanılması ve sirküler doldurma ve dağıtım yükümlülükleri ile 1933 Yasasının 5. Bölüm yükümlülüklerini andırmakla birlikte, ihraççı sadece basitleştirilmiş bir kamuyu aydınlatma belgesi doldurmak durumundadır. Bu formda mali bilgilere yer verilmesi gerekir, fakat mali bilgilerin bağımsız denetimden geçmesi gerekmez. Satışlar belgenin doldurulmasından veya düzeltmeden 20 gün sonra başlayabilir. Bekleme süresi boyunca arz, satış için onaylanmadan önce ön sirkülerler (preliminary offering circulars) kullanılabilir.

Buna ilave olarak, A Düzenlemesi ihraççıların ön talep toplamasına (to test the waters) izin verir ve halka arz dökümanı doldurulmadan önce yatırımcı talebi ortaya çıkarılabilir. Tekrar satışa ve genel çağrıya ilişkin yasaklamalar da söz konusu değildir. Ayrıca, kayda alma söz konusu olmadığından, 1933 Yasasının kayda alma belgesinde yanıltıcı açıklamalar nedeniyle sorumluluğu düzenleyen 11. Bölümü düzenlemelerine de tabi olunmaz.

A Düzenlemesi sadece, Securities Exchange Act of 1934 (1934 Yasası) uyarınca periyodik raporlama yükümlülükleri olmayan Amerikan ve Kanada ihraççıları için mevcuttur. Bu ihraççıların “bad boy provisions” denilen yasalara göre yasaklı bulunmaması gerekmektedir. Bu yasaklılara örnek olarak, SEC’in gözetimde olan ihraççılar, son 5 yıldaki SEC uyarılarına tabi olan ihraççılar, son 5 yılda federal veya eyalet menkul kıymet ihlalleri dolayısıyla mahkum olan veya yasaklı veya posta yolu ile dolandırıcılık yapmış ihraççılar, idarecileri veya sermayelerinin %10’u oranında paya sahip ortakları benzer SEC müeyyidelerine veya mahkeme kararlarına konu olan ihraççılar ve geçmişinde kanuna aykırı uygulamalar olan yüklenici kullanan ihraççılar gösterilebilir.

4.1.2.4.2. Küçük Yatırım Firmaları (Small Business Investment Companies)

Kongre, 1958 yılında, SEC’in muafiyet tanımaya ilişkin yetkisini küçük yatırım firmaları tarafından yapılan arzlarda da kullanmak üzere genişletmiştir. SEC, 1933 Yasasının 3(c) Bölümünün kendisine verdiği yetkiye dayanarak, E Düzenlemesi ve 601-610 (a) Kuralları ile bu tür şirketler tarafından 5 milyon \$’a kadar yapılan arzlara muafiyet tanımaktadır.

4.1.2.4.3. Akredite Yatırımcı Halka Arzları (Accredited Investor Offerings)

1980’de kanunlaşan 1933 Yasasının 4(6) Bölümü, yalnızca ileride açıklanacak akredite yatırımcılar için 5 milyon \$’a kadar yapılan arzlara için herhangi bir reklam veya halka çağrının olmadığı ve ihraççının SEC ile bir ilan doldurduğu durumda kendi kendine işleyen (self-operative) bir muafiyettir. 4(6) Bölüm düzenlemesi altında akredite yatırımcı kategorileri esas olarak D Düzenlemesi kategorileri ile aynıdır.

4(6) muafiyetinin kullanımı az olmuştur. Sadece kurumsal yatırımcılara satış yapan ihraççılar genellikle; dolar limiti, ilan doldurma yükümlülüğü veya yatırımcı yeterliliği için sabit bir kriteri olmayan ve kurumsal pay sahipleri arasında ticarete 144A Kuralına göre izin veren, 4(2) muafiyetini kullanırlar.

4.1.2.4.4. D Düzenlemesi

SEC, 1933 Yasasının 3(b) bölümünün kendisine verdiği yetkiye dayanarak, yetkisini 505 sayılı kural ile küçük arzlara 1 milyon \$'a kadar ve 506 sayılı kural ile halka arz niteliği taşımayan arzlara, 35'den daha fazla akredite olmayan yatırımcı olmadığı sürece 5 milyon \$'a kadar muafiyet vermek için kullanmaktadır. SEC bu iki muafiyeti, güvenli liman muafiyeti ile birlikte karıştırarak D Düzenlemesi olarak bilinen bir kurallar setine çevirmiştir.

4.1.2.4.4.1. 504 Sayılı Kural ve Eyalet Yasalarına Tabi Küçük Arzlar

Halka açık olmayan şirketler 12 aylık bir dönem içinde 1 milyon \$'a kadar menkul kıymet satabilirler. Yatırımcı sayısı veya yeterliliği ile ilgili herhangi bir sınırlama yoktur. İhraççı her tür genel reklam kullanabilir ve çağrıda bulunabilir. Bunun da ötesinde yeniden satışlar üzerinde bir kısıtlama yoktur. Bu geniş muafiyeti adapte ederken SEC, eyalet kanunlarının yatırımcıya yeterli koruma sağladığını ve SEC düzenlemesinin haksız yükümlülük olduğunu varsaymıştır.

4.1.2.4.4.2. 505 Sayılı Kural ve SEC Şartlarına Tabi Olan Orta Büyüklükteki Arz

Raporlama yükümlülüğü olmayan, A Düzenlemesine göre yatırım şirketi ve yasaklı olmayan ihraççılar, kayda alma yükümlülüğü olmaksızın, 12 aylık bir dönem içinde 5 milyon \$'a kadar menkul kıymet satabilirler. Burada 504 sayılı kuraldan farklı olarak genel reklam veya çağrıya izin verilmemektedir. Bir diğer farklı uygulamaysa ihraç ile limitsiz sayıda akredite yatırımcıya satış yapılabilmesi, ancak akredite olmayan yatırımcı sayısının 35'ten fazla olamamasıdır. Bu durumda akredite olmayan yatırımcıların tümünün yazılı olarak bilgilendirme formu alması ve ihraççı ile ilgili her tür soruyu sorma şansına sahip olması gerekmektedir. 505 sayılı kurala göre edinilen menkul kıymetler kısıtlı (restricted securities) olurlar.

4.1.2.4.4.3. 506 Sayılı Kural (Güvenli Liman Düzenlemelerine Tabi Arzlar (Private Offerings Subject to SEC Safe Harbor Conditions))

504 ve 505 Kurallarından farklı olarak yatırım şirketlerini, 1934 Yasasına göre raporlama yükümlülüğü olan şirketleri hatta, bir engel de olmaksızın yasaklı şirketleri de kapsayacak şekilde, herhangi bir şirket 505 sayılı kuraldaki şartlara ek olarak bir fazla şartla limitsiz sayıda menkul kıymet satabilir. Eğer satış akredite olmayan yatırımcılara yapılıyorsa; her bir akredite olmayan yatırımcı (tek başına veya alış temsilcisiyle birlikte) ihraççının işi ve mali konularda yatırımın getiri ve risklerini değerlendirebilecek bir yeterli bilgiye ve deneyime sahip olmalıdır. 506 sayılı kural genel nitelikli bir kural değildir, Kuralın standartlarını sağlamayan ihraçlar buna rağmen 4(2) bölümü standartlarına göre muafiyete sahip olabilirler.

4.1.2.4.4.4. 502 Sayılı Kural ve Entegrasyon (Integration)

D Düzenlemesi arzları yukarıda sözü edilen entegrasyon prensibince düzenlenmektedir. D Düzenlemesinin parçası olan bütün arz ve satışlar ilgili muafiyet kuralının tüm şartlarını karşılamalıdır. İşlemler, eğer SEC'in beş aşamalı testini karşılarılarsa, entegre edilirler. Buna karşın 502(a) sayılı kurala göre, D düzenlemesine uygun arzın başlamasından 6 ay önce ve bitişinden 6 ay sonra gerçekleşen arz ve satışlar entegrasyona tabi tutulmaz.

4.1.2.4.4.5. Toplama (Aggregation)

1933 Yasasının 3(b) Bölümünde yer alan küçük arz muafiyetine uygun olarak adapte edilen 504 ve 505 sayılı kurallar ihraççının 12 aylık bir dönemde alabileceği toplam dolar miktarını tavan koyar. Tavan alttakileri toplayarak elde edilebilir:

1) 504 ve 505 sayılı kuralların muafiyetlerine uygun olarak satılan tüm menkul kıymetlerin arz fiyatı,

2) 504, 505, 701 sayılı kurallar veya A Düzenlemesine dayanarak önceki 12 ay içinde satılan tüm menkul kıymetlerin arz fiyatı,

3) Geçmiş 12 ay içinde 1933 Yasasının 5. Bölümde aykırı olarak arz edilen ve muaf olmayan ancak kayda da alınmaksızın satılan tüm menkul kıymetlerin arz fiyatı.

Bu toplam 504 sayılı kurala göre 1 milyon \$'ı veya 505 sayılı kurala göre ise 5 milyon \$'ı geçemez.

Entegrasyon, farklı arz ve satışlara tek bir arz olarak davranmayı içerirken, toplama, 12 aylık bir dönemde finanse edilen miktarın 504 ve 505 sayılı kurallardaki dolar limitlerini geçip geçmediğinin basit bir hesaplamasını içermektedir.

Entegrasyon, toplama problemi olmasa da meydana gelebilir. Örneğin, Ocak'ta 20 eyalet içi alıcıya yapılan 1 milyon \$'lık eyalet içi arz Mart'ta 20 eyalet dışı alıcıya yapılan 2 milyon \$'lık 505 sayılı kural arzı tarafından takip edilsin. Eğer entegre edilirse; eyalet dışı alıcılardan dolayı birleştirilmiş arz, eyalet içi arz muafiyetini karşılamaz. 40 alıcının tamamı akredite değilse 505 sayılı kuralın muafiyetini de karşılamaz. Buna karşın, Ocak ve Mart arzları toplandığında, 505 sayılı kuralın 5 milyon \$'lık tavanı aşılmamaktadır.

4.1.2.4.4.6. 501 Sayılı Kural ve Akredite Yatırımcı

501 sayılı kural D düzenlemesinin tanımlamalara yer veren kısmıdır. Kural ile yeterlikli yatırımcı kavramına, kendisini koruyabilecek iş tecrübesi ve bilgisine sahip yatırımcı anlamında 'akredite yatırımcı' tanımı ile açıklık getirmiştir. Kural akredite yatırımcı kategorilerini aşağıdaki şekilde sınıflandırmaktadır.

a.Kurumsal Yatırımcılar: Bankalar, tasarruf kurumları, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, yatırım fonları, ERISA emeklilik planları.

b.Büyük Kurumlar: Vergiden muaf kurumlar ve 5 milyon \$'dan fazla varlığa sahip kar amaçlı kurumlar.

c.Önemli İçerden Öğrenenler (Key Insiders): Direktörler, üst düzey personel, ihraççının büyük ortakları.

d.Milyonerler: Eşleri ile birlikte 1 milyon \$'dan fazla net varlığı olan kimseler.

e.Şişman Kediler (Fat Cats): Son iki yılda tek başlarına 200 bin \$ ve eşleri ile 300 bin \$ net geliri olan ve ileride de bu beklentisi olan kimseler.

f.Risk Sermayesi Şirketleri: Belirgin bir yönetim katkısı sağlayabilecekleri başlangıç aşamasındaki şirketlere yatırım yapan şirketler.

g.Yetkin Yeddiemin Şirketleri (Sophisticated Trusts): Yetkin bir yönetici tarafından yönetilen 5 milyon dolardan fazla varlığı bulunan yeddiemin şirketleri.

h.Akredite Varlıklar(Accredited Entity): Tüm ortakları akredite yatırımcı olan varlıklar.

D düzenlemesine göre bu kategorilerde yer alan ya da ihraççının bu kategoriler içerisinde olmaları gerektiği konusunda objektif kanaati olan yatırımcılar, kendilerini koruyabilecek kadar yetkin bir yatırım danışmanına ulaşma şansına sahip yatırımcılardır. İhraççılar ve danışmanlar talepte bulunanlardan genellikle yeterliliklerini gösterir bir uygunluk beyanı (suitability letter) talep etmektedir.

4.1.2.4.4.7. Akredite Olmayan Alıcılar

505 ve 506 sayılı kurallarda yer alan 35 akredite olmayan yatırımcı tavanı açık değildir. Her iki kural da 35 alıcı tavanı koyarken, teklifte bulunulan kişi sayısına bir tavan öngörmemektedir. Bu durumda akredite olan ve olmayan alıcıların her ikisinin de sayısının sınırlandırıldığı anlamı çıksa da, 501(e) sayılı kural, akredite yatırımcı sayısını, alıcı sayısının belirlenmesinde dışarıda tutmaktadır. Sonuç olarak 35 alıcı sınırı gerçekte 35 akredite olmayan yatırımcı sınırı şeklinde anlaşılmalıdır.

Bununla birlikte D Düzenlemesi ilgili alıcıların mükerrer sayılması sorununu da önlemektedir. Akredite olsun, olmasın bir yatırımcı kendisi için alım yaptığında, eşi veya kendisiyle beraber yaşayan akrabaları tarafından yapılan alımlar; bir yeddiemin şirketi ya da yatırımcının belirgin bir yakınlığı olan bir kurum adına yapılan alımlar dikkate alınmaz. Böylece bir akredite olmayan yatırımcının kararı ile farklı kanallardan yapılan alımlar tek bir akredite olmayan yatırımcı alımı olarak sayılır.

4.1.2.4.4.8. 502 Sayılı Kural ve Genel Çağrı (No General Solicitation)

1933 Yasasının 4(2) Bölümü uyarınca, D Düzenlemesi akredite olmayan yatırımcılara teklifte bulunulmasını yasaklamamakta ancak, 505 ve 506 sayılı kurallara göre teklifte genel çağrı ve reklama yasaklama getirmektedir. Yasak davete (çağrıya) örnek olarak D Düzenlemesinde gazete, dergi, televizyon ve radyo reklamları; açık seminerler ve yatırım toplantıları örnek olarak verilmektedir.

Bir çağrının ne zaman genel bir çağrı olarak değerlendirileceği konusunda ise SEC yorumlamasına göre yasaklama, ihraççının teklifte bulunulan ile devam etmekte olan bir ilişkisinin bulunmadığı durumda ortaya çıkar. Yani ihraççının teklifte bulunulanların tümünün yatırım yeterliliğini ve finansal durumunu bilmesi gerekir. Buna göre de önceden yapılan bir uygunluk denetimi D düzenlemesine göre genel çağrı sayılmamaktadır. Ancak bu uygulama ihraççılara yatırımcıların durumunu araştırmak üzere menkul kıymet firması ile anlaşmak maliyetini yüklemesi nedeni ile eleştirilere maruz kalmaktadır.

4.1.2.4.4.9. 502 Sayılı Kural ve Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

505 ve 506 sayılı kurallara göre yalnızca akredite yatırımcılara yapılan arzlarda bir kamuoyunu aydınlatma yükümlülüğü bulunmamakla birlikte, bazı arzlar genel dolandırıcılık karşıtı düzenlemelere maruz kalabilmektedir. Ancak akredite olmayan tek bir yatırımcının bulunması halinde akredite olmayan tüm yatırımcıların aydınlatılması zorunludur. İhraççının raporlama yükümlüsü olduğu durumda ihraççı son yıllık raporu ile 1933 Yasasında öngörülen diğer formları doldurmalı ve arzın ayrıntılı açıklamasını yapmalıdır. Öte yandan raporlama yükümlülüğü bulunmayan şirketlerin kamuyu aydınlatma yükümlülüğü arzın büyüklüğüne bağlı olarak değişmektedir.

2 milyon \$'a kadar: A düzenlemesine göre sirküler ve 502(b) sayılı kurala uygun mali açıklamalar.

2 milyon \$ - 7.5 milyon \$: İhraççıya uygun izahnamenin birinci kısmı.

7.5 milyon \$'ın üstü: İhraççıya uygun izahnamenin birinci kısmı ve 502(b) sayılı kurala uygun mali açıklamalar.

Genelde yatırımcılar ihraççının son iki yıllık mali tablolarını dikkate alırlar. 2 milyon \$'a kadar olan arzlarda sadece bilançoların bağımsız denetimden geçirilmesi yeterlidir. Bunun üstündeki tutarlarda tüm mali tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi zorunludur. Yine de bu durumun maliyet açısından mümkün olmadığı durumlarda sadece bilançoların bağımsız denetimden geçirilmesine olanak tanınmaktadır.

Zorunlu bilgilendirme dışında, akredite olmayan yatırımcılar akredite olanlara verilen tüm bilgilerin bir özetini almak hakkına sahiptir ancak, bunun tersi söz konusu değildir. Her iki grup yatırımcı da ihraççıya soru sorma ve ihraççıdan teyit alma haklarına sahiptir.

4.1.2.4.4.10. 502 Sayılı Kural ve Tekrar Satış Yasaklamaları (Resale Restrictions)

505 ve 506 sayılı kurallara göre arzlara göre satılan menkul kıymetler kısıtlanmış menkul kıymetlerdir ve kayda alınmaksızın veya başka bir muafiyete tabi olmaksızın satışlarının yapılması mümkün değildir. D Düzenlemesi, ihraççılardan, yatırımcılara niyet mektubu imzalatmak ve menkul kıymetlerin satış yasağına ilişkin kamuoyunu aydınlatmak gibi önlemler alınmak suretiyle, muaf olmayan ve kayda alınmamış menkul kıymetlerin satışlarını önlemek üzere gereken özeni göstermesini istemektedir.

4.1.2.4.4.11. 502 Sayılı Kural ve Form D

502 Kuralına göre D düzenlemesine dayanarak yapılan arzlarda için ilk satışı izleyen 15 gün içerisinde SEC ile birlikte bir açıklama doldurulması zorunludur. SEC bu açıklamayı D Düzenlemesine göre yapılan arzlarda yakından izlenmesi amacıyla kullanmaktadır.

4.1.2.4.4.12. 508 Sayılı Kural ve Kısmi Uygunluk (Incomplete Compliance)

İhraççının D Düzenlemesi yükümlülüklerini karşılamadığı durumlarda ihraççının eksikliklerin önemsiz olduğunu ispat etmesi halinde muafiyet ortadan kalkmaz. 508(a) sayılı kurala göre;

1) Uygunsuzluk, muafiyet sağlamak amacı ile yatırımcının koruması azaltır nitelikte olmamalıdır,

2) Uygunsuzluk, yatırımcı sayısı veya ihraç tutarına ilişkin sınırlamalar ve genel çağrı ile ilgili olmamalıdır,

3) İhraççı iyi niyetle tam uyum sağlamak üzere çaba sarf etmiş olmalıdır.

Bir diğer önemli konu da, D Düzenlemesinin güvenli liman kurallarını düzenlemiş olmasıdır. Böylece Düzenlemeye uyulmasa dahi bir başka muafiyet, örneğin 1933 Yasasının 4(2) Bölümünde yer alan tahsisli satış muafiyeti veya eyalet içi arz muafiyetinin şartlarının sağlanması mümkündür.

4.1.2.5. İhraççının Takas İşlemleri (Issuer Exchanges)

Kongrenin 1933 yılında kayda alma maliyetlerine katlanmaksızın öz sermaye düzenlemeleri yapmak isteyen sorunlu şirketlerin talepleri ile karşı karşıya kalması sonrasında, bir ihraççının sermaye yapısını menkul kıymetlerini mevcut hissedarları ile takas yaparak ayarlaması durumunda 1933 Yasasının 3 (a) 9 Bölümüne göre bu takaslar için komisyon ücreti ödenmemesine yönelik muafiyet tanınmıştır. Aynı şekilde 1933 Yasasının 3 (a) 10 Bölümü ile de hukuki sebeplerle mahkeme onayı ile takas için ihraç edilmiş menkul kıymetler için de muafiyet öngörülmüştür.

4.1.2.6. Eyalet Düzenlemeleri

ABD Düzenlemesinde menkul kıymet arzlarının çoğunda federal muafiyetleri sağlamak yeterli gelmemekte, eyalet düzenlemelerine göre kayda alınma mecburi olabilmektedir.

Bu durumda eyalet yasalarının uygulamasına ilişkin 1996 Yasası ile yaratılan öncelik rejimi önem kazanmıştır. Bu yasa ile 1933 Yasasının değişik 18'inci bölümünde federal düzenlemelere göre kayda almadan muaf bazı özel arzlar için blue-sky kaydının aranmaması öngörülmüştür. Buna göre federal muafiyet düzenlemeleri yatırımcıları korumak için yeterli gelmekte ve eyalet düzenlemeleri sermaye oluşumunda ek külfetler ortaya çıkarmaktadır. Bu uygulama muafiyetleri, arzların nitelikli yatırımcılara yönelik olduğu durumda, arzların muaf menkul kıymetlerden oluştuğu durumda veya 1933 Yasasının 4(2) Bölümüne ve D düzenlemesinin 506 sayılı kurala göre yapılan arzlar için geçerlidir.

4.1.2.7. Eyalet Muafiyetleri

Federal düzenlemelerden muaf olan çoğu halka arz eyalet düzenlemelerine tabi olmaktadır. Bunlar 1933 Yasasının 3(b) bölümünde yer alan küçük arz muafiyeti, 4(2) bölümünde yer alan tahsisli satış muafiyeti ve eyalet içi arz muafiyetleri olabilir. Eyaletten eyalete değişen eyalet muafiyetleri ise federal olanlara karşı çok daha sıkı düzenlemeler içermektedir. Uniform Securities Act'e göre 1933 Yasası ile öngörülenlere benzer bazen daha geniş bir muaf menkul kıymet tanımı ortaya çıkmaktadır. Bunlar kamu menkul kıymetleri, finansman bonosu, SEC dışı düzenlemeye tabi menkul kıymetler, kar amacı gütmeyen kuruluşların menkul kıymetleri olarak sayılabilir.

Buna ek olarak çoğu eyalet, bir eyalette 12 aylık bir dönemde 10 kişiden (bazı eyaletlerde 25 kişiye yükseltilmiştir) az yatırımcıya yönelmiş kısıtlı arzlara muafiyet tanımaktadır. Herhangi bir parasal sınır bulunmamakta, kurumsal yatırımcılar bu sayısal kısıtlamalara dahil edilmemektedir. Bazı eyaletler D düzenlemesine uygun olarak tavanı teklif edilenlere değil alıcı sayısına göre belirlemektedir.

4.2. AB Düzenlemeleri

AB'nde halka arzlarda uygulanacak kuralların çerçevesini aşağıda verilen Direktifler belirlemektedir.

1)17.04.1989 tarih ve 89/298/EEC sayılı “Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında Yayınlanacak İzahnamenin Düzenlenmesi, Onaylanması ve Dağıtımı ile İlgili Şartların Koordinasyonu Hakkında Direktif”.

2)28.05.2001 tarih ve 2001/34/EEC sayılı “Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna Alınmasına ve Bu Menkul Kıymetlerle İlgili Yayınlanması Gereken Bilgiler Hakkında Direktif”.

89/298 Direktifi ile yapılacak halka arz ile aynı zamanda borsa kotasyon başvurusunun söz konusu olmadığı durumda düzenlenmesi gereken izahnamenin standartları belirlenmektedir. Halka arz ile aynı zamanda borsa kotasyon başvurusu söz konusu ise 2001/34 Direktifi uygulanmaktadır.

İlk halka arzlarda düzenlenmesi gereken izahnameler ile ilgili olarak ayrıca bir de Direktif tasarısı bulunmaktadır. Entegre bir AB sermaye piyasası yaratılması ve ihraççılar için “tek bir pasaport” amaçlarına ulaşılmasında gerekli adımlardan biri olan “AB’ de geçerli tek izahname”ye ilişkin Direktif tasarısı, Avrupa Komisyonu tarafından 30 Mayıs 2001 tarihinde kabul edilmiştir. Söz konusu Tasarı ile izahnameye ilişkin olarak daha önce 2001/34 ve 89/298 Direktiflerinde düzenlenen konular tek bir düzenleme altında toplanmış ve sistemde değişiklikler öngörülmüştür.

4.2.1. AB 89/298 Direktifi

89/298 Direktifinin 2. maddesi ile uygulama alanı olarak üye ülkelerde ilk defa halka arz edilen ve söz konusu üye ülkelerde bulunan borsalarda kota alınmamış menkul kıymetler, 4. maddesi ile de izahnamenin yayınlanma zorunluluğu düzenlenmiştir.

Buna karşın 89/298 Direktifinin 2. maddesi ile ayrıca, bir arzın halka arz sayılmadığı, böylelikle 89/298 Direktifinin uygulanmayacağı haller belirlenmiştir. 89/298 Direktifinin uygulanmayacağı, dolayısıyla izahname düzenleme vb. yükümlülüklerden muafiyet öngören düzenlemeler ABD düzenlemesinde benzer biçimde iki gruba ayrılmaktadır. Birinci grup muafiyetler arz türüne, ikinci grup muafiyetler ise arz edilen menkul kıymetlerin türlerine ilişkindir.

1) İhraç Türüne İlişkin Muafiyetler

a) Devredilebilir menkul kıymetlerin, bu menkul kıymetlerin ticareti ile uğraşan ya da sektörde faaliyet gösteren gerçek ya da tüzel kişilere arzında ve/veya,

b) Devredilebilir menkul kıymetlerin, sınırlı sayıda kişilere arz edilmesinde ve/veya,

c) Halka arz edilen devredilebilir menkul kıymetlerin toplam satış tutarının 40.000 Euro'yu aşmaması durumunda ve/veya,

d) Halka arz edilen devredilebilir menkul kıymetlerin yatırımcı başına en az 40,000 Euro'luk bir bedelle satın alınabilmesi durumunda

89/298 Direktifi uygulanmaz, dolayısıyla izahname yayınlanmaz.

2) Devredilebilir menkul kıymet türlerine ilişkin muafiyetler

a) Birim kupür değerleri en az 40.000 Euro olan devredilebilir menkul kıymetler,

b) Kapalı uçlular dışında, kolektif yatırım kuruluşlarınca çıkarılan devredilebilir menkul kıymetler,

- c) Bir ülke ya da bu ülkenin herhangi bir yerel ya da bölgesel otoritesince sunulan veya bir veya birden fazla üye ülkenin katılımıyla oluşturulmuş uluslararası kamu kuruluşlarınca arz edilen devredilebilir menkul kıymetler,
- d) Ele geçirme anlaşması ile bağlantılı olarak arz edilen devredilebilir menkul kıymetler,
- e) Birleşme ile bağlantılı olarak arz edilen devredilebilir menkul kıymetler,
- f) Ortaklara bedelsiz olarak dağıtılan hisse senetleri,
- g) Şirketin ödenmiş sermayesini değiştirmeyecek şekilde, hisse senedi veya diğer menkul kıymetlerin yenileriyle değiştirilmesi sonucu ihraç edilen menkul kıymetler,
- h) İşverenler tarafından çalışanlara verilen devredilebilir menkul kıymetler,
- ı) Aynı üye ülkede ilgili izahname ve diğer dökümanları yayımlanmış hisse senedine dönüştürülebilir tahviller ve varantlara dayanılarak ihraç edilen devredilebilir menkul kıymetler,
- i) İlgili Devlet tarafından tanınan, kar amacı gütmeyen kuruluşlar veya yasal statüsü bulunan birliklerce tarafsız amaçlarını gerçekleştirmek amacıyla ihraç edilen devredilebilir menkul kıymetler,
- j) Sahiplerine “building societies” “Credits populaires”, “Genossenschaftsbanken” veya “Industrial and Proviient Societies” gibi kuruluşların hizmetlerinden yararlanma hakkı ya da söz konusu kuruluşlara üye olma hakkı sağlayan hisse senetleri ya da hisse senetlerine eş devredilebilir menkul kıymetler,
- k) Genel bir reklam ya da satış kampanyasına konu olmayan euro-menkul kıymetler, için 89/298 Direktifi uygulanmaz, dolayısıyla izahname yayınlanmaz.

Bunlara ek olarak 89/298 Direktifinin 11. maddesi ile hisse senetlerinin bir grubunun borsada işlem görüyor olması durumunda, yeni ihraca konu olan menkul kıymetlerin sayısının, nominal değerinin veya piyasa değerinin, borsada dolaşımda bulunan aynı gruptaki hisse senetlerinin %10'unun altında kalması halinde, borsadaki bildirim şartlarının bir sonucu olarak, izahnamede yer alan bilgilere eşdeğer nitelikte bilgilerin günü gününe yatırımcılara iletilmiş olması koşuluyla, izahname düzenlenmesine kısmi ya da tam istisna getirilebilmesi hususu üye ülkelere seçimlik hak olarak tanınmıştır.

Görüldüğü üzere 89/298 Direktifinde, sınırlı sayıda kişiye, belirli kişilere yapılan arzlar ve belirli bir büyüklüğün altındaki tutarda veya belirli tutarın üzerinde yatırımcı başına arzın yapılması durumları, ABD düzenlemelerine paralel bir biçimde; halka arz olarak kabul edilmemektedir. Bunun dışında birleşme, ele geçirme, hisse değişimi durumlarında da halka arz söz konusu olmadığından izahname düzenleme yükümlülüğü ortaya çıkmamaktadır.

4.2.2. AB 2001/34 Direktifi

2001/34 Direktifinin 20. maddesi uyarınca üye ülkeler, menkul kıymetlerin ülkelerinde bulunan ya da faaliyet gösteren bir borsanın resmi kotuna alınmasının Direktifte belirlenen bilgileri içeren “kotasyon formu”nun (listing particulars) ilanı şartına bağlı olmasını sağlamak durumundadırlar.

2001/34 Direktifinin 3. maddesi uyarınca kotasyon formunun düzenlenmesi, içeriği, yayımlanması ile ilgili 20-41. maddeler, kapalı uçlular dışındaki kolektif yatırım kuruluşları ve üye

devletler, bu devletlerin bölgesel ve yerel otoriteleri tarafından ihraç edilen kuruluşlar için uygulanmaz. Bunun dışında muafiyet sağlanabilecek hususlar ise üye ülkelerin seçimlik hakkına bağlanmıştır.

2001/34 Direktifinin 23. maddesine göre üye ülkeler aşağıdaki durumlarda kotasyon formunun yayınlanmasına tam ya da kısmi istisna getirebilirler. Düzenlemeler büyük ölçüde 89/298 Direktifi ile getirilen muafiyet düzenlemelerine paralellik göstermekle birlikte en önemli fark, resmi kotasyon başvurusunun söz konusu olması nedeni ile menkul kıymetlerin borsaya kabulünden geriye doğru 12 ay içinde, aynı üye ülkede kotasyon formunda yer alan bilgileri içeren bir dökümanın yayınlanması, menkul kıymetlerin miktar ve niteliğine ve menkul kıymetlerin ihraç şekillerine ilişkin bilgilerin ilan edilmiş bulunması gibi kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin zorunlu tutulması olarak ortaya çıkmaktadır.

2001/34 Direktifinde, 89/298 Direktifine göre önemli bir fark da sınırlı tutarda halka arz kavramında kendisini göstermektedir. Borsa kotasyonunun söz konusu olması sebebiyle, bu düzenlemeye göre 40.000 Euro'luk tutardan daha az tutardaki arz yerine; Borsa kotuna alınmak istenen menkul kıymetlerin, sayıları, tahmini piyasa değerleri veya nominal değerleri veya nominal değerlerinin bulunmaması halinde defter değerleri aynı borsanın kotuna daha önce alınmış aynı grup hisse senetlerinin sayılarının ya da yukarıda sayılanlara karşılık gelen değerlerinin % 10'undan az olan hisse senetlerinin arzı kotasyon formu düzenleme yükümlülüğünden muafır. Ancak bu durumda da kamuyu aydınlatmayla ilgili yukarıdaki şartlar varlığını sürdürmektedir.

Sınırlı sayıda, belirli kişilere arza ilişkin muafiyet, aynı grup hisse senetlerinin aynı borsanın kotunda bulunması kaydıyla, şirket çalışanlarına arz için söz konusu olmaktadır.

Menkul kıymetleri kotasyon başvurusuna konu şirketin hisse senetlerinin başvuru tarihinde en az 3 yıldır diğer bir üye ülke borsasına kote edilmiş ve üye ülke otoritesinin şirketin yükümlüklerini yerine getirdiğine ilişkin bildirimının bulunması durumunda da kotasyon formu içeriğine eşdeğer bilgilerin kamuya açıklanması koşulu ile izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet söz konusu bulunmaktadır.

Böylece borsa kotuna girme başvurusu nedeniyle hisse senetlerinin arz edilmesi durumunda muafiyet imkanının, borsa kotuna girme başvurusun söz konusu olmadığı durumda hisse senetlerinin arz edilmesine göre daha sınırlı olduğu ve daha sıkı kamuyu aydınlatma şartlarına tabi tutulduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ülkemizde de bu ayırımın dikkate alınmasının yerinde olacağı düşünülmektedir.

4.2.3. AB Direktif Tasarısı

2003 sonunda yürürlüğe girmesi öngörülen Direktif Tasarısının 1.1 maddesi ile menkul kıymetlerin halka arzı ya da düzenli bir piyasada işleme kabul edilmesi halinde, izahnamenin düzenlenmesi, onayı ve dağıtımına ilişkin esaslar düzenlenmiştir.

Direktif tasarısının 4. maddesine göre üye ülkeler, kendi sınırları içinde menkul kıymetlerin halka arzı halinde veya düzenli bir piyasaya işleme kabul edilmesi halinde bir izahnamenin yayınlanmasını temin ederler.

Direktif tasarısının 3. maddesinde hangi hallerde izahname yayınlanmayacağı düzenlenmiştir. Tasarının 4. maddesinde aynı muafiyetlerin menkul kıymetlerin düzenli piyasaya işleme kabul edilmesi halinde yayınlanacak izahnameler için de uygulanacağı ayrıca belirtilmektedir.

89/298 Direktifinde yer alan muafiyet düzenlemelerinden farklı uygulamalar içeren Direktif tasarısı düzenlemelerine aşağıda yer verilmektedir.

1. Direktif tasarısının 2.c maddesine göre ‘Profesyonel Yatırımcılar’a arz edilen ya da profesyonel yatırımcıların kendi adları ya da başka profesyonel yatırımcılar adına işlem yaptıkları menkul kıymetler için izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet söz konusudur. Yine düzenli bir piyasada işlem gören menkul kıymetlerin profesyonel yatırımcılar arasındaki arzında da muafiyet söz konusudur.

2. Profesyonel yatırımcı Direktif tasarısının 2.c maddesinde tanımlanmış olup, buna göre;

a. Kredi kuruluşları, yatırım kuruluşları, yetkili diğer finansal kuruluşlar, sigorta şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları ve bunların yönetici kuruluşları, emeklilik fonları ve bunların yönetici şirketleri, mal dealerları dahil olmak üzere finansal piyasalarda işlem yapmak üzere yetkili kılınan ya da düzenlenen kuruluşlar,

b. Düzenli piyasalara finansal araçları kabul edilen ihraççılar, bilanço toplamı 12.500.000 Euro, net satış tutarı 25.000.000 Euro veya finansal yıl boyunca ortalama çalışan sayısı 250 olması yönündeki kriterlerden en az ikisini taşıyan büyük şirketler ya da ortaklıklar ile amaçları finansal araçlara yatırım yapmak olan kurumsal yatırımcıları kapsayacak şekilde büyük ortaklıklar ve kurumsal yatırımcılar,

c. Ulusal veya bölgesel devletler, merkez bankaları, Dünya Bankası, IMF, gibi uluslararası ya da çok uluslu kuruluşlar,

d. Yukarıda a-c alt maddelerindeki şartları taşımamakla birlikte finansal portföyünün büyüklüğü 500.000 Euro’yu aşan ve en az bir yıldır işlem ve hizmet kurallarını bilecek şekilde finansal piyasada profesyonel bir pozisyonda çalışan ve profesyonel yatırımcı olarak tanımlanmak istenen yatırımcılar, profesyonel yatırımcı olarak tanımlanmıştır.

3) Profesyonel yatırımcılar dışındaki kısıtlı sayıda (yatırımcıya üye ülke başına 150 kişiden az olmak üzere) kişiye arzın yapıldığı haller için muafiyet tanınmıştır.

4) 89/298 Direktifindeki 40.000 Euro olarak belirlenen arz büyüklüğüne ilişkin muafiyetlerde tutar 50.000 Euro’ya yükseltilmiştir. Toplam satış tutarı 40.000 Euro’dan daha az olan arzlar için tanınan muafiyet ise kaldırılmıştır.

5) Ayrıca muafiyet tanınan arzlarda edinilen menkul kıymetlerin tekrar arz edilmesi halinde muafiyetlerin uygulanmayacağı düzenlenmiştir.

4.3.İngiltere Düzenlemeleri

4.3.1. Genel Olarak

İngiltere’de menkul kıymet ihraç ve halka arzlarında, AB düzenlemeleri paralelinde ikili bir ayırım ve uyulması gereken üç ayrı düzenleme bulunmaktadır. Yapılacak halka arz ile aynı zamanda ulusal kota girme başvurusu söz konusu değil ise, halka arz Public Offers of Securities Regulations 1995

(POS 1995) düzenlemelerine tabi olmakta, yapılacak halka arz ile aynı zamanda ulusal kota girme başvurusu söz konusu ise halka arz Financial Services and Markets Act 2000'e (2000 Menkul Kıymet Hizmetleri ve Piyasaları Kanunu) ve bu Kanunun 6. Bölümünde verilen yetkiye dayanarak çıkarılan Kotasyon Kuralları'na (Listing Rules) tabi olmaktadır.

Her iki Kanuna göre de halka arz söz konusu ise izahname hazırlanması ve bu izahnamenin tescili zorunludur. Ulusal kota girme başvurusu söz konusu ise izahnamenin yetkili otorite olan UKLA (United Kingdom Listing Authority) tarafından onayı da gerekmektedir. Buna karşın her iki Kanunda da bir arzın halka arz sayılmadığı durumlar belirlenerek, bu yükümlülüklerden muafiyetler öngörülmüştür.

İngiltere Düzenlemelerinde dikkat çeken önemli bir konu da, AB düzenlemelerine benzer biçimde, ulusal kota girme başvurusu ile hisse senetlerinin arz edilmesi durumunda muafiyet imkanının, ulusal kota girme başvurusunun söz konusu olmadığı durumda hisse senetlerinin arz edilmesine göre, daha sınırlı ve daha sıkı kamuyu aydınlatma şartlarına tabi tutulması olarak karşımıza çıkmaktadır.

4.3.2. POS 1995 Düzenlemeleri

POS 1995 Düzenlemelerinde halka arzın tanımı yapıldıktan sonra, halka arz olarak kabul edilmeyen ve düzenlemelerin uygulanmayacağı işlemler 2. Bölümün 7. maddesinde "Muafiyetler" başlığı altında gösterilmektedir. Düzenlemelere göre İngiltere'de gerçekleştirilen menkul kıymet arzları aşağıdaki şartları taşıdığı sürece halka arz olarak değerlendirilmemektedir.

1) Menkul kıymetlerin sadece,

a) Esas faaliyeti, kendi adına veya aracı olarak yatırım araçlarının alım satımı, saklanması ve yönetimiyle uğraşan kişilere,

b) Faaliyetleri nedeniyle kendi adına veya aracı olarak, yatırım araçlarının alım satımı, saklanması ve yönetimiyle uğraşması beklenebilecek kişilere,

c) Meslekleri, mevkileri ve işleri nedeniyle arzla ilgili kişilere,
arz edilmesi.

Bu muafiyet ile olağan faaliyetleri ve işletme amaçları doğrultusunda yatırım araçları ile ilgilenen profesyonel yatırımcılarla sınırlı arzların halka arz sayılmaması, kurumsal yatırımcı niteliğindeki bu grupların, arzı kabul etmeleri nedeni ile ortaya çıkabilecek riskler hakkında yeterli bilgiye sahip olmaları ile açıklanmaktadır.

2) Menkul kıymetlerin 50 kişiden fazlasına arz edilmemesi.

Bu şartın sağlanıp sağlanmadığının kontrolünde; ABD'de yer alan toplama (aggregation) prensibine benzer biçimde; yapılan arz, aynı grup hisse senetlerinin daha önce aynı kişi tarafından yapılmış diğer arzları, arzın yapılma tarihinden önceki son 12 ay içinde yapılan arzlar ve daha önce aynı madde hükmü gereği halka arz kapsamında değerlendirilmemiş arzlar birlikte değerlendirilmektedir. Bu düzenleme ile muafiyetten faydalanmak suretiyle, büyük bir halka arzı parçalara bölerek kamuyu aydınlatmaksızın çok sayıda yatırımcıya halka arz gerçekleştirilmesinin önlenmeye çalışıldığı görülmektedir.

3) Menkul kıymetlerin, üyeleri arasında, ilgili dernek veya birlikle olan ilişkiler ve arz gelirin kullanımını açısından ilgi birliği bulunan, dernek ve birliklerin üyelerine arz edilmesi.

4) Menkul kıymetlerin, ihraççının gerçekçi gerekçelere dayanarak, ilgili menkul kıymetlerin taşıdığı risklerin bilincinde olduğuna inandığı sınırlı sayıda kişiye arz edilmesi.

Bu değerlendirme yapılırken arzı yapanın, şirket hakkında sağladığı bilgiler dışında sağladığı bilgiler dikkate alınmamaktadır. Düzenlemeler ile ilgili bir makalede, (Phealan.1998:3) piyasa uygulayıcılarının menkul kıymetlerin taşıdığı risklerin bilincinde olması anlamında, yeterliliğin belirlenmesinde, kriter olarak arzı yapanın faaliyet gösterdiği sektördeki yeterliliğin mi yoksa finans sektöründeki yeterliliğin mi esas alınması gerektiği konusunda çelişkiye düştüklerinin ortaya çıktığı ifade edilmektedir.

5) Menkul kıymetlerin yüklenim anlaşması yapılması için davet nedeniyle arz edilmesi,

6) Menkul kıymetlerin halka kapalı bir şirketin;

a) Çalışanlarına ve üyelerine,

b) Çalışanlarının ve üyelerinin ailelerine,

c) Ortaklarına⁴,

arz edilmesi.

Bu maddede yer alan “şirket çalışanın ailesi” ibaresiyle kastedilen; çalışanın eşi, dul eşi, çocukları, üvey çocukları ve bunların soyundan gelenler ile yardım sandığından direkt yararlananlardır. Düzenlemede bu kişiler arz eden hakkında yatırım yapacak kadar bilgiye sahip olması muhtemel kişiler olarak değerlendirilmiştir.

7) Menkul kıymetlerin kamu kurumları ile yerel ve genel idarelere arz edilmesi.

8) Arz edilen menkul kıymetler için ödenecek toplam bedelin 40.000 Euro’yu geçmemesi.

Yukarıda 2. maddede yer verilen muafiyete benzer biçimde, yapılan arzın, aynı grup hisse senetlerinin daha önce aynı kişi tarafından yapılmış diğer arzları, arzın yapılma tarihinden önceki son 12 ay içinde yapılan arzlar ve daha önce aynı madde hükmü gereği halka arz kapsamında değerlendirilmemiş arzların da dikkate alınması gerekmektedir.

9) Tek bir yatırımcı tarafından arz edilen menkul kıymetler için ödenen minimum tutarın 40.000 Euro’dan az olmaması,

10) Arz edilen menkul kıymetlerin en az 40.000 Euro’luk kupürler halinde ihraç edilmesi,

11) Menkul kıymetlerin devir teklifi⁵ nedeniyle arz edilmesi,

12) Menkul kıymetlerin birleşme⁶ nedeniyle arz edilmesi,

13) Menkul kıymetlerin hisse senedi olması ve ihraççının ortaklarına bedelsiz olarak dağıtılması.

14) Bir şirkete ait hisse senetlerinin yine aynı şirkete ait hisse senetleriyle değiştirilmesi ve bu işlem sonucunda ilgili şirketin sermayesinin artmaması.

15) Menkul kıymetlerin belirli şartları taşıyanlar arasından belirlenen belli bir gruba veya ilgili şartları taşıyan herkese arz edilmesi.

⁴ FSA 1986, Schedule 1, 2’inci paragrafta belirlenmiş olan şirketlerin ortaklarına.

⁵ Devir teklifi Companies Act 1985’in XIII A bölümündeki anlamda kullanılmaktadır.

⁶ Birleşme 78/855/ECC no’lu Konsey Direktifindeki anlamda kullanılmaktadır.

Bu maddede yer alan “belli şartları taşıyanlar” ifadesiyle kastedilen arzı gerçekleştiren şirket bünyesinde halen çalışmakta olanlar, ilgili şirketin eski çalışanları, arzı gerçekleştiren şirketle aynı grupta yer alan başka bir şirketin eski ve halen çalışmakta olan çalışanları ve adı geçenlerin eşleri, dul eşleri, 18 yaşından küçük çocukları ve üvey çocuklarıdır.

16) Başka menkul kıymetlerle değiştirilebilir menkul kıymetlerin değiştirilmesi yoluyla elde edilmiş menkul kıymetlerin, ilgili değiştirilebilir menkul kıymetler ile ilgili izahnamenin İngiltere’de yayınlanmış olması kaydıyla arzı.

17) Aşağıda yer alan kurumlara benzer amaçlar taşıyan, kar amacı gütmeyen, kurulduğu ülke veya bölge tarafından tanınmış olan kurumların menkul kıymetlerinin arz edilmesi ve bu arzdan sağlanan gelirlerin bu kurumların amaçları doğrultusunda kullanılması;

- a) Yardım dernekleri
- b) Konut birlikleri,
- c) Sektörel ve ekonomik birlikler,

18) Arz edilen menkul kıymetlerin hisse senedi olması ve bu hisse senetlerinin;

a) Yapı kooperatiflerinin, sektörel ve ekonomik birliklerin sağladığı imkanlardan yararlanma olanağı sağlaması,

b) Adı geçen kurumlardan herhangi birine üyelik hakkı sağlaması,

19) Arz edilen menkul kıymetlerin Avrupa kökenli olması ve arzla ilgili olarak yatırım işleriyle profesyonel olarak ilgilenmeyen kişilerin dikkatini çekecek reklamlar yapılmaması,

20) Arz edilen menkul kıymetlerin daha önce izahnamesinin yayınlanmış olması ve izahnamesi yayınlanmış menkul kıymetlerle aynı grupta olması ve aynı zamanda çıkarılmış olması,

21) Arz edilen menkul kıymetlerin devredilemez olması.

Yukarıdaki muafiyetlerin dışında yetkili otorite, daha önceden bir borsada işleme kabul edilen hisse senetlerinin miktarını % 10’dan az değiştiren ve ihraççıyla ilgili bilginin izlenebildiği durumlarda, izahname düzenlenmemesine karar vermeye yetkilidir.

Genel olarak POS Düzenlemeleri incelendiğinde 89/298 sayılı AB Direktifi ile tam bir uyum sağladığı, buna ek olarak, AB ile çerçevesi çizilen bazı muafiyet düzenlemelerinde sayısal eşikler getirdiği, bazı kavramları açıkça ortaya koyduğu görülmektedir.

Sınırlı sayıda kişi kavramında eşğin 50 kişi olarak belirlenmesi, “belirli şartları taşıyan kişiler” kavramının şirketin mevcut veya eski çalışanları ile bunların akrabaları olarak belirlenmesi bu düzenlemelere örnek olarak gösterilebilir.

4.3.3. Financial Services and Markets Act 2000 Düzenlemeleri

2000 Kanununun 11 no’lu ekinde (Schedule 11) halka arzın tanımı yapılarak, kanuna tabi olmayan arzlar 21 maddede “muaf arzlar” başlığı altında düzenlenmiştir. Söz konusu muaf arzların tamamına yakını POS düzenlemelerine paralel olup, farklı olanlarına aşağıda yer verilmektedir.

1)Hisse senedi değişimi nedeniyle gerçekleştirilen arzlar,

- 2) İzahname düzenlenerek halka arz edilen menkul kıymetlerle aynı grupta olan menkul kıymetlerin arzı,
- 3) Kısa vadeli menkul kıymetlerin arzı,
- 4) Devri mümkün olmayan menkul kıymetlerin arzı.

4.3.4. UKLA Listing Rules Düzenlemeleri

4.3.4.1. Kotasyon Formu Düzenleme Muafiyetleri

İngiltere Kotasyon Kurallarında 2001/34 direktifi ile tamamen paralel düzenlemelere yer verildiği görülmektedir. Menkul kıymet arzlarının halka arz kapsamında değerlendirildiği ve ulusal kota girme başvurusunun söz konusu olduğu durumda ortaya çıkan kotasyon formu düzenleme yükümlülüğünden muafiyetlere kotasyon kurallarının 5. Bölümünün 23. maddesinde yer verilmektedir.

Aşağıdaki menkul kıymetleri ulusal kotta aldırarak isteyen ihraççılar;

- 1) Daha önce halka arz edilmiş menkul kıymetler,
- 2) Bir ele geçirme teklifi ile bağlantılı olarak ihraç edilmiş menkul kıymetler,
- 3) Birleşme, devir ve bölünme, aktifin bir kısmının devri ya da aynı sermaye konulması nedeniyle ihraç edilen menkul kıymetler,

için menkul kıymetlerin borsaya kabulünden geriye doğru 12 ay içerisinde kotasyon formundaki bilgilere eşdeğer bilgileri içeren bir belge ilan edilmiş olması, daha sonra meydana gelen önemli değişikliklerin yayınlanmış ve bu belgenin halka açık tutulması koşulları ile kotasyon formu düzenleme yükümlülüğünden muafır.

Bunlara ek olarak menkul kıymetleri Topluluk üyesi bir ülkede en az 3 yıldır kote edilmiş bulunan veya hisse senetleri iki yıldır İngiltere'nin kot dışı piyasası olan AIM'de işlem görmekte olan ihraççılar da "Muaf Kotasyon Formu" denilen kamuyu aydınlatma belgesini düzenleyerek, Kurallarda yer alan şekilde ilan etmek şartıyla kotasyon formu düzenleme yükümlülüğünden muafır.

4.3.4.2. İkincil Halka Arzlarda Kotasyon Formu Düzenleme Muafiyeti

Kotasyon Kurallarının 5. bölümünün 27. maddesine göre ilk halka arzlardan sonra gerçekleşecek ihraç ve halka arzlar için aşağıdaki durumlarda ihraççılar; kotasyon formu düzenleme yükümlülüğünden muafır. Ancak bu durumlarda da menkul kıymetlere ilişkin açıklamaların ilan edilmesi gerekir.

- 1) İç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarında,
- 2) Hisse senedi değişimlerinde,
- 3) Aynı gruptan kayıtlı hisselerin %10'u tutarında yapılan arzlarda,
- 4) Aynı gruptan hisselerin kota alınmış olması durumunda çalışanlara yapılan tahsisli satışlarda,
- 5) Hisse senetlerini temsilen sertifika çıkarılmasında.

5. ÜLKEMİZ DÜZENLEMELERİ

5.1. Ülkemizde Halka Arz ve Kayda Alma ile İlgili Düzenlemeler

Ülkemiz uygulamasında menkul kıymetlerin halka arzı, kayda alınması ve kayda alma yükümlülüklerinden muafiyetler SPKn. ve SPKr. Tebliğleri ile düzenlenmiştir.

Sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınması, ihracı ve halka arzı ile satışında uyulacak esaslar SPKn.'nun II. Bölümünde ve ilgili Tebliğlerde yer almaktadır.

SPKn.'nun 3. maddesinde ihraç ve halka arz kavramlarının tanımlarına yer verilmiştir. Buna göre ihraç, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışlarıdır.

Halka arz ise,

- 1.Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını;
- 2.Halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini;
- 3.Hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini;
- 4.Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını,

ifade eder.

SPKn.'nun 11. maddesine göre ise pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar.

SPKn.'nun 4. maddesine göre ihraç ve halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının SPKr.'na kaydettirilmesi zorunlu olup, 6. maddesine göre ise sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgilerin izahnamede yer alması gerekmektedir.

SPKn.'nda yer alan düzenlemeler incelendiğinde, her türlü ihracın, dolayısı ile menkul kıymet satışının, Kurul kaydına alınması gerektiği, her türlü halka arz için izahname düzenleme yükümlüğünün yerine getirilmesinin zorunlu olduğu görülmektedir.

5.2. Ülkemizde Kayda Alma ve İzahname Düzenleme Muafiyeti Düzenlemeleri

Her türlü ihracın Kurul kaydına alınmasını zorunlu tutan SPKn. 4. maddesi bu yükümlülüğe bir istisna yaratmıştır. Buna göre genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez Bankası'nca ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının SPKr.'na kaydettirilmesi zorunlu değildir. Ancak bu ihraçlar hakkında SPKr.'na bilgi verilmesi gerekmektedir.

Çalışmada kapsamındaki, izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet düzenlemesine dayanak teşkil edebilecek asıl muafiyet düzenlemesine ise, SPKn.'nun 11. maddesinin 4. fıkrasında yer verilmektedir. Bu maddeye göre;

Kanun kapsamına giren ihraççılardan,

- 1.Anonim ortaklık niteliğini haiz olmayanlar,

- 2.Sermaye piyasası araçlarını halka arz etmeyenler,
- 3.Aktif toplamı, brüt satış hasılatı, ihraç veya halka arz tutarı Kurulun belirleyeceği miktardan az olanlar,
- 4.Diğer sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz edenler,

SPKr.'nca bu Kanuna tabi olmalarından kaynaklanan yükümlülüklerinden kısmen veya tamamen muaf tutulabilirler. Aynı fıkra, SPKr. bu muafiyet şartlarını, ihraççıların SPKr. kaydından çıkma veya çıkarılma esasları ile halka arz işlemlerinden kısmen muafiyet şartlarını tebliğlerle belirleme konusunda yetki tanımıştır.

Bu yetkiye dayanarak düzenlenen Seri:IV, No:9 “İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile de muafiyet düzenlemelerine yer verilmiş, ancak düzenlemeler kar dağıtımı, bağımsız denetim ve ilan muafiyetleri ile sınırlı tutulmuş, izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyete ilişkin hükümlere bu Tebliğde yer verilmemiştir.

Buna ek olarak Seri:IV, No:9 Tebliği'nin kapsamı da sınırlanmıştır. Hisse senetleri borsada işlem gören ve kayıtlı sermaye sisteminde bulunan ortaklıklar ile aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım danışmanlığı şirketleri ve yatırım ortaklıkları hakkında Tebliğde öngörülen muafiyete hükümleri uygulanmamaktadır.

Seri:IV, No:9 Tebliğinde yer verilmeyen izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet düzenlemelerine, menkul kıymet ihraçlarına ilişkin Tebliğlerde yer verilmektedir.

Çalışma kapsamında incelenen Seri:I, No:26 “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nin 8, 9 ve 10. maddelerine göre hisse senedi ihraçlarında iç kaynakların sermayeye eklenmesi, temettüün sermayeye eklenmesi ve tahsisli satış hallerinde izahname düzenlenmesine gerek bulunmamaktadır. Tebliğde farklı halka arz türlerinde izahname düzenleme yükümlülüğü ve izahname ilgili esaslara yer verilmekte, bu üç ihraç türü için, hisse senetlerinin halka arzı söz konusu olmadığından muafiyet söz konusu olmaktadır. Ancak yurtdışı uygulamalarda yer aldığı biçimde bu ihraç türleri için “.....durumunda izahname düzenlemez” şeklinde açık bir hükme Tebliğde yer verilmediği görülmektedir.

5.3.Ülkemiz Muafiyet Düzenlemelerinin Değerlendirilmesi

Sermaye piyasası mevzuatında kayda alma yükümlülüğünden muafiyet düzenlemeleri yabancı ülke ve AB düzenlemeleri karşısında oldukça sınırlı kalmaktadır.

Öncelikle, ülkemizde kayda alma yükümlülüğünden muafiyet söz konusu olmamaktadır. Her türlü menkul kıymet ihracında SPKn. hükümleri uygulanır ve ihraç edilen menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınması zorunludur. Ancak SPKn.'nun 4. maddesinde yer alan kayda almanın, bizzat menkul kıymetlerin kaydı anlamını taşıdığı, yurtdışı düzenlemelerde kamuyu aydınlatma yaklaşımı çerçevesinde ele alınan kayda alma kavramından farklı bir anlamda kullanıldığı görülmektedir.

Bu noktada giriş bölümünde de belirtilen kayda alma sürecinin ülke düzenlemelerindeki farklı uygulamalarından bahsetmek yerinde olacaktır. Özellikle kamuyu aydınlatma kavramının ortaya çıktığı ABD düzenlemesinde, kayda alma yükümlülüğü (registration requirement), ülkemiz düzenlemesinde

izahnameye karşılık gelen “registration statement” SEC tarafından onaylanmadan herhangi bir vasıta ile menkul kıymet satışının yapılmamasıdır. AB düzenlemesinde de benzer biçimde izahname veya kotasyon formunun düzenlenmesinin, kotasyon veya satış için şart olduğu görülmektedir.

Bu nedenle, çalışmada kayda alma yükümlülüğünden muafiyet kavramının, ülkemiz için öneri getirilmesinde izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet kavramı ile karşılanmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

İkinci olarak, SPKn. ile verilen yetkiye karşın, çalışma içinde kayda alma yükümlülüğü olarak alınan izahname düzenleme yükümlülüğüne ilişkin açık muafiyet hükümlerine herhangi bir düzenlemede yer verilmemiş, önceki bölümde söz edildiği üzere Tebliğlerde zımni muafiyetler yaratılmıştır.

Son olarak SPKn.’nun 11. maddesinde Kurula düzenleme yetkisi verilmiş olmakla birlikte, Kanunun gerekçesinde de belirtildiği üzere, bu yetki Kanunda belirtilen hallerle sınırlandırılmıştır.

Bu hallerden, anonim ortaklık niteliğine haiz olmama, anonim ortaklık dışındaki bir ortaklığın TTK ve SPKn. uyarınca hisse senedi ihraç etmesinin mümkün bulunmadığı düşünüldüğünde, borçlanma araçları ile sınırlı kalmaktadır.

Sermaye piyasası araçlarını halka arz etmeme koşulu, ABD düzenlemesine paralel bir düzenleme olup, tahsisli satışlarla ilgili muafiyet düzenlemesi mümkün bulunmaktadır. Ancak bu halde dahi 4. madde uyarınca ihraç edilen menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınması zorunlu bulunmaktadır.

Aktif toplamı, brüt satış hasılatı, ihraç veya halka arz tutarı SPKn.’nin belirleyeceği miktardan az olan ihraççılarla ilgili düzenleme de yine ABD ve AB düzenlemesi ile paralellik arz etmekle birlikte, düzenleme ile sadece üst sınır getirilmiş olduğundan, yatırımcıların, gerek mali durumları, gerekse mali piyasalarla ilgili yeterlilikleri sebebi ile Kanuni korumaya ihtiyaç duymayacağı varsayıldığı büyük miktarda ihraçlarda muafiyet söz konusu bulunmamaktadır.

Muafiyetin söz konusu olabileceği diğer sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzının ise mevcut durumda işlerliği bulunmamaktadır.

5.4.Ülkemizde Muafiyet Düzenlemelerinde Esas Alınması Gereken Hususlar

Ülkemiz için düzenleme önerileri getirilirken, yurtdışında yer alan kavramların ülkemizde kullanımında esas alınan yaklaşımlara ve doğrudan muafiyet düzenlemeleri ile ilgili olmayan düzenleme önerilerine aşağıda yer verilmektedir.

1) AB ve İngiltere düzenlemesinde kotasyon formu (listing particular) olarak ifade edilen dökümanın içeriğinin, ülkemiz uygulamasında yer alan kotasyon formundan ziyade izahname ile örtüştüğü sonucuna ulaşılmaktadır. Bu nedenle “kotasyon formu” kavramının, çalışmada kullanıldığı şekilde, ülkemiz uygulamasında “izahname” kavramı şeklinde düzenlenmesinin ya da İMKB ile birlikte kotasyon formunun içeriğinin geliştirilmesine yönelik çalışma yapılarak yeni bir düzenleme getirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

2) SPKn.’nun 3. maddesinde halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının ve hisse senetlerinin satışı da halka arz tanımının içerisinde değerlendirildiğinden, halka açık bir anonim ortaklığın yapacağı tahsisli sermaye artırımının da halka arz şeklinde değerlendirilmesi ve bu

durumda, uygulamada görülmemekle birlikte, izahname düzenlenmesi gerekmektedir. Bu değerlendirmenin de, Seri:I, No:26 “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nin 3. maddesinde yer alan tahsisli satış tanımını⁷ ortadan kaldırdığı, böylece halka açık şirketler için “halka arz edilmeksizin satış” uygulamasının, sonuçta SPKn.’da tanımlanan “ihraç” kavramının geçerliliğini yitirdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Tahsisli satış kavramı, yurtdışı düzenlemelerde “halka arz edilmeksizin satış” anlamında, izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyetin en önemli uygulama alanı olduğu da dikkate alınarak, çalışmada Seri:I, No:26 Tebliğinde yer alan anlamda değerlendirilmiştir. Bununla birlikte SPKn.’nda yer alan ve tahsisli sermaye artırımlarında izahname düzenlenmesini gerekli hale getirebilecek ihraç ve halka arz tanımlamalarında değişiklik yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

2) ABD ve AB düzenlemelerinde yer alan menkul kıymetlerin arz edilmesini (offer) karşılar nitelikte bir kavram ülkemiz mevzuatında yer almamaktadır. İhraç kavramının tanımına göre işlemin bir satışla sonuçlanması, halka arz kavramının tanımına göre ise, menkul kıymetlerin halka sunulması, genel bir çağrı içermesi söz konusu olmaktadır. Bunun yerine ihraç ve halka arz kavramlarının birlikte kullanılması ya da "offer" kavramına karşılık gelecek, çağrıda ve davette bulunma, ancak bu çağrının genel nitelikte ve halka değil halkın bir bölümüne dönük olması anlamında, SPKn.’nda yeni bir tanımlama yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Ancak ihraç ve halka arz kavramlarının mevcut durumda SPKn. ile düzenlenmiş olması sebebi ile çalışmada ilk yöntem tercih edilmiştir.

3) Kurulun muafiyet düzenlemelerinin yer aldığı Seri:IV, No:9 Tebliğinde, hisse senetleri borsada işlem gören ve kayıtlı sermaye sisteminde bulunan ortaklıklar ile aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım danışmanlığı şirketleri ve yatırım ortaklıkları hakkında, muafiyete ilişkin hükümlerin uygulanmayacağı öngörülmektedir. İzahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet düzenlemelerinin de aynı Tebliğde düzenlenmesi halinde, izleyen bölümde belirtilen ihraç ve halka arzları gerçekleştiren ihraççıların muafiyet sağlaması mümkün olamayacağından, Tebliğin ilgili maddesinin değiştirilmesi ya da izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyete ilişkin düzenlemelerde, ilgili maddesinin uygulanmamasına dönük düzenleme yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

4) AB Direktiflerinde yer alan izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet düzenlemelerinde, ihraç ve halka arz edilen hisse senetlerinin borsa kotasyonu başvurusunun olup olmaması şeklinde ayırım ve borsa kotasyonunun söz konusu olduğu durumda da daha sınırlı muafiyetler bulunduğu göz önüne alarak, ülkemiz düzenlemesinde de muafiyet şartlarının, borsa kotasyonunun söz konusu olduğu durumlarda sınırlandırılmasının ve sıkı kamuyu aydınlatma koşullarına bağlanmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

⁷ Sermaye artırımlarında artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile mevcut hisselerin hissedarlarınca, halka arz edilmeyerek, doğrudan dışarıda yerleşik kişilere, kayıt öncesi belirlenmiş yurt içinde yerleşik kişilere tahsisli olarak veya Borsanın ilgili pazarında toptan satışı.

5.5. Ülkemiz İçin Muafiyet Düzenlemesi Önerileri

19 Mart 2001 tarihinde 57. T.C. Hükümetince onaylanan “AB Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı” (Ulusal Program) ile ülkemiz tarafından, menkul kıymet düzenlemeleri ile ilgili AB mevzuatının üstlenilerek uygulanması nihai hedef olarak belirlenmiştir. Ulusal programda uygulamaların orta vadede gerçekleştirilmesi taahhüt edilerek, sorumlu kuruluş olarak SPKr. gösterilmiştir.

Ulusal programın menkul kıymet düzenlemeleri ile ilgili bölümünde “Mevcut Durum” başlığı altında, “...Menkul kıymetler ile ilgili olarak gerek ihraç veya kotasyon esnasında, gerekse sürekli olarak yayımlanması gereken bilgilerle ilgili olarak, Türkiye’de hiçbir istisna söz konusu olmamaktadır. AB’de ise belli durumlarda izahname yayımlanma yükümlülüğüne istisna getirilebilmektedir.” denilmektedir.

Bu çerçevede, ülkemiz için kayda alma yükümlülüklerinden muafiyete ilişkin düzenleme önerileri getirilmesinde, öncelikle Kurulumuz nezdinde sürdürülen AB mevzuatına uyum çalışmaları çerçevesinde değerlendirilmeye gidilmiş, bu değerlendirmede ABD düzenlemelerinden, AB Düzenlemelerini destekler nitelikte olanlar da dikkate alınmıştır.

AB Direktiflerinde hisse senetlerinin ihraç ve halka arzında muafiyet için belirtilen koşulların, SPKn.’nunda ve ilgili kanunlarda değişiklik yapılmaksızın ve değişiklik yapılması kaydıyla ülkemizde uygulanabilirliği açısından iki grupta değerlendirilmesine aşağıda yer verilmektedir.

5.5.1. Kanun Değişikliği Gerekmaksızın Getirilebilecek Muafiyet Düzenlemeleri

1) Menkul kıymetlerin bu menkul kıymetlerin ticareti ile uğraşan ya da sektörde faaliyet gösteren gerçek ya da tüzel kişilere arzı.

Kurulumuzun Seri:I, No:26 Tebliği”nin 3. maddesinde tanımlanan “tahsisli satış” düzenlemesi, maddede tanımlanan kişilere yapılan ihraçları kapsamaktadır, ancak maddede tanımlanan kişilerle sınırlı bir halka arz söz konusu olduğunda izahname düzenleme yükümlülüğü doğacaktır. Tahsisli satışa ilişkin açık bir muafiyet düzenlemesine yer verilmediği de düşünüldüğünde, menkul kıymetlerin maddede tanımlanan kişilere halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışının izahname düzenleme yükümlülüğünden muaf tutulmasına yönelik düzenleme yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, Direktif Tasarısı ile bu muafiyetin kaldırılarak, profesyonel yatırımcı kavramı kapsamında değerlendirilmesi hususunun düzenlemede dikkate alınması uygun olacaktır.

2) Menkul kıymetlerin sınırlı sayıda kişilere arzı

_SPKn.’nun 11. maddesinde şirketin paylarının halka arz olunmuş sayılmasında ortak sayısı kriteri 250 olarak belirlenmiştir. Seri:I, No:26 Tebliği”nin 3. maddesinde tanımlanan “tahsisli satış” kavramı da, “sınırlı sayıda kişi” kavramını ‘halka arz edilmeksizin satış’ anlamında kapsamakta ve bu durumda izahname düzenlemesi gerekmektedir. Yapılacak düzenleme ile sınırlı sayıda kişiye halka arz durumunun da kapsama alınmasının, SPKn.11. maddesindeki ortak sayısı kriterinin ve Direktif Tasarısı ile sınırlı sayıda kişi kavramına açıklık getirilerek, eşğin 150 kişi olarak belirlenmesi uygulamasının da dikkate alınmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

3) Arz edilen menkul kıymetlerin toplam satış fiyatının 40.000 Euro 'yu aşmaması durumunda

Mevcut durumda, bu madde ile tanınan muafiyeti karşılayan bir düzenleme bulunmaması ve SPKn.'nun 11/4 maddesinde SPKr.'na düzenleme yapılabilmesi konusunda açık yetki tanınmış olması nedeniyle, konu ile ilgili düzenleme yapılması mümkün olmakla birlikte, direktif tasarısında söz konusu muafiyet kaldırılmıştır. ABD düzenlemesinde eşik tutar 1 milyon \$ olarak belirlenmiş olmakla birlikte, AB üyesi İngiltere'de 40.000 Euro'luk eşik tutarın aynen alındığı görüldüğünden, ülkemiz uygulamasında İngiltere düzenlemesinin benimsenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

4) Birleşme ile bağlantılı olarak arz edilen menkul kıymetler.

Mevcut durumda birleşme nedeniyle yapılan sermaye artırımlarında, halka arz söz konusu olmadığından, izahname düzenleme yükümlülüğü bulunmamakla birlikte, konu ile ilgili açık bir muafiyet düzenlemesi bulunmaması nedeniyle, yapılacak düzenlemeye bu yönde açık bir hüküm eklenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

5) Ortaklara bedelsiz olarak dağıtılan hisse senetleri.

Kurulumuz Seri:I, No:26 "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"nin 8. maddesi uyarınca iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarında halka arz söz konusu olmadığından izahname düzenleme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Ancak konu ile ilgili açık bir hüküm bulunmaması nedeniyle, yapılacak düzenlemeye bu yönde açık bir hüküm eklenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

6) Şirketin ödenmiş sermayesini değiştirmeyecek şekilde hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerin yenileriyle değiştirilmesi sonucu ihraç edilen menkul kıymetler.

Yurt dışında, öz sermaye düzenlemeleri çerçevesinde, şirketin kendi hisse senetlerini geri alması uygulamasını da içeren düzenlemenin bu boyutunun, TTK md. 329 hükmü uyarınca hisse senetlerinin geri alınması mümkün bulunmadığından, uygulanabilirliği bulunmamakla birlikte, Kurulumuz Seri:I, No:5 "Hisse Senetlerinin Şekil Şartlarına İlişkin Tebliğ"in 11. maddesi, 4 no'lu ekinin "Diğer Unsurlar" Bölümünün 2. ve 3. fıkraları ve Seri:I, No:7 "Seri:I, No:5 Hisse Senetlerinin Şekil Şartlarına İlişkin Tebliğ'e Ek Tebliğ"in 6. maddesi uyarınca kupür birleştirilmesi, bölünmesi, tertip birleştirmesi ve hisse senetlerinin değiştirilmesine amacı ile hisse senedi ihraç edilmesi durumunda uygulanması mümkün bulunmaktadır. Kupür birleştirilmesi, bölünmesi, tertip birleştirmesi ve hisse senetlerinin değiştirilmesi durumlarında bir halka arz söz konusu olmadığından izahname düzenleme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Ancak konu ile ilgili açık bir hüküm bulunmaması nedeniyle, yapılacak düzenlemeye bu yönde açık bir hüküm eklenmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

7) Daha önce halka arz edilmiş menkul kıymetlerin borsada işlem görmesi için başvuruda bulunulması

Bu durumda bir halka arz söz konusu olmadığından, izahname düzenleme yükümlülüğü de bulunmamaktadır. Konu ile ilgili açık bir düzenleme bulunmaması nedeniyle, yapılacak düzenlemeye hüküm konmasının, getirilecek düzenlemede, AB düzenlemelerinde muafiyetin söz konusu olabilmesi için öngörülen, ihraçının düzenleyici otorite nezdinde periyodik yükümlülüklerini yerine getirmiş

olması ve izahnamenin ilan şartlarına uygun olarak, ihraç edilen menkul kıymetler ile ilgili açıklamalarda bulunmuş olması koşullarına yer verilmesinin, uygun olacağı düşünülmektedir.

8) Sayıları ve tahmini borsa değerleri veya nominal değerleri, nominal değerlerin bulunmaması halinde defter değerleri aynı borsanın kotuna daha önce alınmış olan aynı gruptaki hisse senetlerinin sayılarının ya da yukarıda sayılanlara karşılık gelen değerlerinin %10'undan az olan hisse senetlerinin ihracı

Mevcut durumda SPKr.'nca belirlenecek tutardan daha az tutarda ihraç veya halka arz söz konusu olduğunda, SPKn.'nun 11/4 maddesi uyarınca, ihraççıya izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet tanınmasına dönük düzenleme yapılması mümkün bulunmaktadır. Ayrıca bu muafiyetin uygulanması 89/298 ve 2001/34 direktiflerinde üye ülke yetkili otoritelerinin seçimler hakkı iken direktif tasarısı ile uygulama zorunluluğu getirilmesi de dikkate alınarak, konu ile ilgili düzenleme yapılmasının, muafiyetin AB düzenlemeleri paralelinde izahnamede yer alan bilgilere eşdeğer nitelikteki bilgilerin yatırımcılara düzenli olarak sağlanması koşuluna bağlanmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

9) Üye devletteki başka bir borsanın resmi kotuna daha önce kabul edilmiş olan menkul kıymetlerin bir borsada işlem görme başvurusu

Mevcut durumda ülkemizde hisse senetlerinin işlem gördüğü birden fazla borsa bulunmaması nedeniyle, madde düzenlemesi uygulanabilir bulunmamaktadır. İleriye dönük bir düzenleme olarak gerçekleştirilmesinin mümkün olduğu düşünülmektedir.

10) Tahsisli Satışlar

Kurulumuz Seri:I, No:26 “Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği”nin 10. maddesine göre tahsisli satış yapılması durumunda izahname düzenleme yükümlülüğü bulunmakla birlikte, konu ile ilgili olarak açık bir hüküm bulunmaması nedeniyle, yapılacak düzenlemede bu muafiyete yer verilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

5.5.2.Kanun Değişikliği Gerektiren Düzenlemeler

1) İhraç edilen menkul kıymetlerin yatırımcı başına en az 40.000 Euro bir bedelle satın alınabilmesi durumu

2) Birim kupür değeri en az 40.000 Euro olan menkul kıymetlerin ihraç ve halka arz edilmesi

Büyük tutarlı ihraçlar ile ve alım gücü yüksek yatırımcılara dönük düzenlemeler, 2499 sayılı SPKn.'nun 11. maddesine göre Kurulun belirleyeceği tutardan daha az tutarlı halka arz ve ihraçlara muafiyet tanınmasının mümkün olması nedeniyle, mevcut durumda uygulanabilir bulunmamaktadır. Maddede yer alan muafiyet SPKn.'nun 11. maddesinde Kurula belirlediği tutardan daha fazla tutardaki ihraçlar için de düzenleme yapma yetkisinin verilmesi halinde uygulanabilir olacaktır. Bu durumda 40.000 Euro'luk asgari tutarın direktif tasarısı ile 50.000 Euro'ya çıkarılması uygulamasının da dikkate alınmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

3) Bir ele geçirme antlaşması ile bağlantılı olarak ihraç edilen menkul kıymetler

Mevcut durumda Sermaye Piyasası Mevzuatında ele geçirme (takeover)'ye dönük açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Benzer nitelikte bir düzenleme olan Seri:IV, No:8 “ Halka Açık Anonim

Ortaklıkların Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yolu ile Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 17. maddesi uyarınca çağrı işleminde önerilecek bedelin nakit karşılığı olması zorunlu bulunmaktadır. Bu nedenle de hisse takası şeklinde gerçekleşmesi mümkün ele geçirme tekliflerinde menkul kıymet ihracı söz konusu olmamaktadır. Maddede yer verilen muafiyetin uygulanabilmesi için Seri:IV No:8 Tebliğinde nakit esas dışında takas esasına ve ele geçirme teklifi ile ilgili menkul kıymet ihracına ilişkin açıklamalara yer verilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

4) Bir şirketin mevcut veya eski çalışanlarına şirket veya bir iştiraki tarafından arz edilen menkul kıymetler

TTK'nın 329. maddesi uyarınca, maddede sayılan haller dışında, bir şirketin kendi hisse senetlerini geri alması mümkün bulunmadığından, bir şirketin çalışanlarına ihraç etmek üzere rezerv hisse senedi bulundurması ve rezervlerinde mevcut hisse senetlerini ihraç etmesi mümkün bulunmamaktadır. Bu kapsamda bir ihraç için TTK'nun ilgili maddesinde değişiklik yapılması gerekli bulunmaktadır. Hisse senetlerinin sermaye artırımı yolu ile çalışanlara halka arz veya ihraç edilmesi durumunda ise, Seri:I, No:26 Tebliği'nin 3. maddesinde tanımlanan "tahsisli satış" kapsamında değerlendirilmesi mümkün bulunmakla birlikte, maddede tanımlanan anlamda sınırlı sayıda kişiye tahsis, ayrıca bu kişilere halka arz durumunda da muafiyet tanınmasına dönük açık bir düzenleme bulunmadığından, yapılacak düzenlemelerde bu muafiyete yer verilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

5) Kar amacı gütmeyen ve kamu yararına çalışan kuruluşlarca ihraç edilen menkul kıymetler

2499 sayılı SPKn.'nin 3. ve 4. maddeleri uyarınca Sermaye Piyasası araçlarının ihraç ve halka arzının anonim ortaklıklar, mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler tarafından gerçekleştirilebilmesi mümkün bulunmaktadır. Hisse senedi ihraç ve halka arzlarının anonim ortaklıklar tarafından yapılabilmesinin mümkün olması ve TTK'nın 279. maddesi uyarınca anonim şirketlerin iktisadi amaç için kurulmaları nedenleriyle, hisse senedi ihraçlarının kar amacı gütmeyen bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmesi mevcut düzenlemeler çerçevesinde mümkün bulunmamaktadır. Muafiyetin uygulanabilmesi için TTK'nın veya SPKn.'nin ilgili maddelerinde bu tip kuruluşlarca hisse senedi ihracının mümkün hale getirilmesi gerekli bulunmaktadır.

6) Profesyonel Yatırımcılara Arz

ABD düzenlemesinde yer alan akredite yatırımcı kavramını karşılar nitelikteki AB düzenlemesinin yatırım kararı açısından önemli bilgilere erişimi mümkün kurumsal yatırımcılara ve sahip olduğu varlıklar, bilgi eksikliğinden doğabilecek yatırımın risklerini karşılayabilecek büyüklükte olan, yatırımcılara dönük, aktif büyüklüğü, portföy büyüklüğüne ilişkin asgari tutarlar belirleyen düzenlemeler, SPKn.'nin 11. maddesinde Kurula belirlediği tutardan daha fazla tutarda aktif toplamı, satış hasılatına sahip ortaklıklar için de düzenleme yapma yetkisinin verilmesi, portföy büyüklüğünün de kriterler arasına alınması durumunda uygulanabilir olacaktır.

6.MUAFİYET DÜZENLEMELERİNİN SERMAYE PİYASASINA OLASI ETKİLERİ

Ülke düzenlemelerinin ve bu düzenlemelerin gerekçelerinin incelenmesi neticesinde ihraççılara kayda alma yükümlülüğünden muafiyet tanınmasına yönelik düzenlemelerin; özellikle, faaliyetlerine yeni başlamış, fon ihtiyacı olan ve bunu sermaye piyasaları aracılığı ile temin etmek isteyen, görece daha sınırlı bir ihraç düşünen, ancak kayda alma süreci ile sürecin ortaya çıkardığı maliyetleri karşılayabilecek yeterlikte olmayan firmalar için getirildiği görülmektedir.

Muafiyet düzenlemeleri, kayda alma sürecinde ortaya çıkan kimi maliyetlerin azaltılması kimilerinin ise tamamen ortadan kalkması sonucunu doğurmakta, böylece sermaye piyasası aracılığı ile fon teminini kolaylaştırarak, sermayenin tabana yayılması amacına hizmet etmektedir.

Muafiyetlerin sağlanmasının en önemli sonuçlarından birisinin, izahnamenin hazırlanarak düzenleyici otoritenin onayına sunulması ve onay sürecinin değişkenliği nedeni ile halka arzın en önemli bileşenlerinden olan “zamanlama” faktörünün devre dışı kalmasının önlenmesi olacağı düşünülmektedir. Gerek ihraççı gerekse SPKr. için halka arz sürecinin en uzun ve zahmetli kısmı olan izahnamenin hazırlanması ve incelenmesi kısmının ortadan kalkması ile halka arz sürecinin kısalması böylece zamanlama riskinin de ortadan kalkması mümkün görülmektedir.

“İzahname düzenleme yükümlülüğü” ile ortaya çıkan “muhasebe denetim giderleri” ile halka arz sürecine katılımı zorunlu diğer mali ve hukuki danışmanlar ile uzmanlara yapılan ödemelerin ortadan kalkmasının da ihraççılar için önemli ölçüde özendirici olacağı düşünülmektedir.

Bunun yanı sıra hem ihraççılar için izahnamelerin hazırlanmasından ve SPKr. için incelenmesinden sorumlu insan kaynakları ile ilgili diğer kaynakların da farklı alanlara aktarılması ile tasarruf imkanı doğacaktır.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Menkul kıymetlerin ihraç ve halka arzında kayda alma muafiyetleri sağlanması, günümüzde tüm sermaye piyasalarında sermayenin tabana yayılması ve sermaye piyasalarının gelişmesi anlamında önemli bir yöntem halini almıştır.

Düzenleyici otoriteler, bir yandan kayda almaya tabi ihraç ve halka arzlar için etkin kamuyu aydınlatma standartları oluşturmaya, mevcut standartları geliştirmeye yönelirken, kamuyu aydınlatma uygulaması ile sağlanacak faydaların, ortaya çıkacak maliyetlerin altında kalmasının mümkün olduğu durumlarda, kayda alma yolu ile kamuyu aydınlatma uygulamasını belirli koşullarla kullanmamaktadırlar.

Yabancı ülke uygulamalarında; özellikle, faaliyetlerine yeni başlamış, fon ihtiyacı olan ve bunu sermaye piyasaları aracılığı ile temin etmek isteyen, görece daha sınırlı bir ihraç düşünen, ancak kayda alma süreci ile sürecin ortaya çıkardığı maliyetleri karşılayabilecek yeterlikte olmayan firmalar için kayda alma muafiyetleri düzenlendiği görülmektedir.

Belirli menkul kıymet türlerinde ve belirli ihraççılar için de, ilgili diğer kanunların yasal korumayı sağladığı veya kamuyu aydınlatma yolu ile korumanın gerekli bulunmadığı durumlarda muafiyet düzenlemeleri mevcuttur.

Son olarak, mali durumları veya mali piyasalardaki yeterlikleri ve bilgiye ulaşmada sorunlarının olamayacağı düşünülen, özellikle kurumsal, profesyonel yatırımcılara yapılan ihraç ve halka arzların da muafiyet kapsamına alındığı görülmektedir.

Ülkemizde SPKn.'nun 11. maddesinin 4. fıkrası ile Kurula halka arz edilen - arz edilmeyen menkul kıymetlerle, ihraççı ve kuruluşlar arasında nitelikleri itibarıyla ayırım yapılması, bu ayırma bağlı olarak Kanunun getirdiği yükümlülüklerin kapsamının kademeli belirlenmesine yönelik düzenleme yapma yetkisi verilmiştir.

SPKn.'nun bu maddesine dayanarak hazırlanan Seri:IV No:9 Tebliğinde ise doğrudan ihraç ve halka arzlarla ilişkin bir muafiyet düzenlemesi bulunmamaktadır. Konu ile ilgili muafiyet düzenlemelerine, uygulamada, Seri:I No:26 Tebliğinde, zımni olarak, iç kaynakların sermayeye eklenmesi, temettüün sermayeye eklenmesi ve tahsisli satışlarla sınırlı biçimde, ihraççılara izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet tanınması anlamında yer verildiği görülmektedir.

19 Mart 2001 tarihinde 57. T.C. Hükümetince onaylanan "AB Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı" (Ulusal Program) ile menkul kıymet düzenlemeleri ile ilgili AB Mevzuatının üstlenilerek uygulanması, ülkemiz tarafından, nihai hedef olarak belirlenmiştir. Ulusal Program'da uygulamaların orta vadede gerçekleştirilmesi taahhüt edilerek, sorumlu kuruluş olarak SPKn. gösterilmiştir.

Bu çerçevede, AB düzenlemeleri ile ülkemiz mevzuatının paralel hale getirilmesi çalışmalarının hız kazandığı, son olarak 2003 yılında yürürlüğe girmesi beklenen Direktif tasarısının üye ülkelerde uygulamasının zorunlu tutulması da dikkate alındığında, AB'nin ilgili direktiflerinde ve direktif tasarısında yer alan muafiyet düzenlemeleri ile uyumlu düzenlemelerin ülkemizde de uygulanmaya başlanmasının, uygulamalarda köklü ve gelişmiş sermaye piyasası bulunan ABD'nin muafiyet düzenlemelerinin de dikkate alınmasının ve bu çerçevede SPKn.'nun 4. maddesi uyarınca ihraç edilen menkul kıymetlerin kurul kaydına alınması her durumda zorunlu bulunduğundan, kayda alma sürecinde sağlanacak muafiyetin, izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet kapsamında değerlendirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Bununla birlikte 2003 yılı sonunda yürürlüğe girmesi beklenen Direktif Tasarısı ile AB düzenlemesinde mevcut muafiyet koşullarının bir kısmının kaldırılması, bir kısmının değiştirilmesi, ayrıca Direktifin uygulamasının zorunlu tutulması öngörüldüğünden, yapılacak düzenleme çalışmalarında Direktif Tasarısının süre içinde değişiminin göz önüne alınması büyük önem taşımaktadır.

Bu kapsamda, çalışmanın "Ülkemizde Muafiyet Düzenlemelerinde Esas Alınması Gereken Hususlar" ve "Ülkemiz İçin Muafiyet Düzenlemesi Önerileri" bölümlerinde yer verilen açıklamalar çerçevesinde,

1) Hisse senetlerinin bu hisse senetlerinin ticareti ile uğraşan ya da sektörde faaliyet gösteren gerçek ya da tüzel kişilere ihraç ve halka arzında,

- 2) Hisse senetlerinin sınırlı sayıda ve belirli kişilere ihraç ve halka arzında,
- 3) İhraç ve/veya halka arz edilen hisse senetlerinin toplam satış fiyatının 40.000 Euro karşılığı TL tutarı aşmaması durumunda,
- 4) a) Daha önce halka arz edilmiş hisse senetlerinin borsada işlem görmesi için başvuruda bulunulması,
b) Sayıları ve tahmini borsa değerleri veya nominal değerleri, nominal değerlerin bulunmaması halinde defter değerleri, aynı borsanın kotuna daha önce alınmış olan aynı gruptaki hisse senetlerinin sayılarının ya da yukarıda sayılanlara karşılık gelen değerlerinin %10'undan az olan hisse senetlerinin ihraç edilmesi durumlarında ise, gerekli kamuyu aydınlatma açıklamalarının yapılması kaydıyla,

ihraççıların izahname düzenleme yükümlülüğünden muaf tutulmasına yönelik düzenleme yapılması, SPKn.'nunda herhangi bir değişiklik gerekmeksizin mümkün bulunmaktadır.

Bununla birlikte mevcut düzenlemelerde izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyetin tanındığı ancak, konu ile ilgili açık bir hükme yer verilmeyen,

- 1) Hisse senetlerinin birleşme ile bağlantılı olarak ihraç ve halka arz edilmesi,
- 2) Hisse senetlerinin ortaklara bedelsiz olarak dağıtılması,
- 3) Hisse senetlerinin, şirketin ödenmiş sermayesini değiştirmeyecek şekilde, hisse senedi ve diğer menkul kıymetlerin yenileriyle değiştirilmesi sonucu ihraç edilmesi,
- 4) Hisse senetlerinin tahsisli olarak satılması,

durumlarının da düzenleme kapsamına alınması, yine SPKn.'nda herhangi bir değişiklik gerekmeksizin mümkün bulunmaktadır.

Son olarak mevcut durumda herhangi bir düzenlemede yer verilmeyen,

- 1) İhraç edilen hisse senetlerinin yatırımcı başına en az 40.000 Euro karşılığı TL bir bedelle satın alınabilmesi,
- 2) Birim kupür değeri en az 40.000 Euro karşılığı TL olan menkul kıymetlerin ihraç ve halka arz edilmesi,
- 3) Hisse senetlerinin bir ele geçirme antlaşması ile bağlantılı olarak ihraç edilmesi,
- 4) Hisse senetlerinin bir şirketin mevcut veya eski çalışanlarına şirket veya bir iştiraki tarafından ihraç veya halka arz edilmesi,
- 5) Hisse senetlerinin kar amacı gütmeyen ve kamu yararına çalışan kuruluşlarca ihraç edilmesi,
- 6) Hisse senetlerinin profesyonel yatırımcılara ihraç veya halka arz edilmesi,

durumları ise SPKn. veya ilgili diğer kanunlarda değişiklik yapılmak suretiyle izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet uygulamasına konu olabilecektir.

İhraççılara izahname düzenleme yükümlülüğünden muafiyet tanınması suretiyle, halka arzlarda izahname düzenleme yükümlülüğüne bağlı olarak ortaya çıkan bağımsız denetim, hukuki danışmanlık giderlerinin ortadan kalkması beklenmektedir. Halka arz sürecinin en uzun ve zahmetli safhasını izahnamenin hazırlanması ve SPKr. tarafından incelenmesi oluşturduğundan, söz konusu muafiyet hem ihraççının hem de SPKr.'nun insan kaynaklarının farklı alanlarda kullanılması imkanını beraberinde

getirecektir. Muafiyet düzenlemesinin olası sonuçlarından en önemlisinin ise halka arz sürecinin kısılması ve ihraççının bu sebeple maruz kaldığı zamanlama riskinin ortadan kalkması olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

A) Kitap, Makale ve Araştırma Raporları

ALCOCK, Alistair

2000 “Securities Regulation in England and the United Kingdom” International Securities Regulation United Kingdom Booklet 1 Commentary 1, Oceana Publications.

ALTINTAŞ, M. Berra

1985 ABD’de Menkul Kıymet İhraçlarında Tescil Yükümlülüğünden Muafiyetler Halka Açık Bir Şirketin Yükümlülükleri ve ABD ve Türk Sistemlerindeki İzahnamelerin Karşılaştırılması, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu.

BUZLUPINAR, Elif ve Başk.

2002 Türk Sermaye Piyasasında Avrupa Birliği ile Uyum Sürecinde Halka Arz Düzenlemeleri ve Uygulamaları Açısından Getirilebilecek Yenilikler ve Düzenleme Önerileri, Sermaye Piyasası Kurulu Öneri Raporu.

EKŞİT, Ayşegül

2002a Halka Arzlar (89/298 Direktifi), Sermaye Piyasası Kurulu Avrupa Birliği- Türk Mevzuatı Karşılaştırma Raporu.

2002b Borsaya Kotasyon (2001/34 Direktifi), Sermaye Piyasası Kurulu Avrupa Birliği- Türk Mevzuatı Karşılaştırma Raporu.

EKŞİT, Ayşegül ve Başk.

2002 Halka Arz Süreci, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu.

2001 İngiltere’de İlk Halka Arzlar, Sermaye Piyasası Kurulu Görüş ve Öneri Raporu.

HAZEN, Thomas Lee

1996 The Law Of Securities Regulation, West Publishing Co.

KOÇ, İ. Özlem

1998 Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama, SPK Yayınları No:118 Ankara.

KÜÇÜKSÖZEN, Cemal

1999 Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi, SPK Yayınları No:131 Ankara.

Mc LEAN, Gary ve Philip HALL

2002 The Complete Guide to Listing on the London Stock Exchange 1. Bölüm, ISI Publications.

PALMITER, Alan R.

1998 Securities Regulation, Aspen Law & Business.

PHEALAN, Will

1998 “Public Offers of Securities” Consultation Paper.

TURNBULL, Steven

1998 A Practitioner’s Guide to the Stock Exchange Yellow Book 2. Bölüm, City&Financial Publishing.

TYSON, William C.

1985 “Legal Aspects of Securities Regulation in United States” Recent Developments in Capital Markets in Turkey: Proceedings of the OECD-CMB Conference in 1985, CMB ANKARA.

B) Mevzuat

- 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.
- 28.05.2001 ve 2001/34/EEC sayılı “Menkul Kıymetlerin Resmi Borsa Kotuna. Alınmasına ve Bu Menkul Kıymetlerle İlgili Yayınlanması Gereken Bilgiler Hakkında AB Direktifi.
- 17.04.1989 ve 89/298/EEC sayılı “Menkul Kıymetlerin Halka Arzı Sırasında Yayınlanacak İzahnamenin Düzenlenmesi, Onaylanması ve Dağıtımı ile İlgili Şartların Koordinasyonu Hakkında AB Direktifi.
- Financial Services and Markets Act 2000.
- Menkul Kıymetlerin Halka Arzı veya Borsada İşlem Görmesi Durumunda İzahname İlanına İlişkin AB Direktif Tasarısı.
- National Securities Markets Improvement Act.
- Public Offers of Securities Regulations 1995.
- Securities Act of 1933.
- Securities Exchange Act of 1934.
- United Kingdom Listing Rules.