



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**HİSSE SENETLERİ PİYASASI İÇİN RAF KAYIT
DÜZENLEMESİ VE TÜRK SERMAYE PİYASASINA
UYGULANABİLİRLİĞİ**

YETERLİK ETÜDÜ

Galip ÇİFTÇİ
Uzman Yardımcısı

ANKARA
Ekim 2001

YÖNETİCİ ÖZETİ

Dünyada küreselleşme süreci devam ederken, bunun etkisi sermaye piyasalarına da yansımaktadır. Ülkeler arasında mevzuatın uyumlulaştırılması için çalışmalar yapılmakta, bürokrasinin azaltılması, ihraç prosedürlerinin kolaylaştırılması, yatırımcıların daha fazla bilgiye daha kolay ulaşması yolu ile, dünyada serbest olarak dolaşan sermayeden daha fazla pay elde edilmeye ve piyasaların daha da gelişmesine çalışılmaktadır.

Bu kapsamda uygulamaya geçirilen kayda alma ve ihraç sistemlerinden birisi de raf kayıt sistemidir.

Bugün raf kayıt sistemi olarak anılan, ABD ve Avrupa Birliği Ülkeleri kökenli iki farklı sistem bulunmaktadır.

ABD'de 1980'li yılların başından itibaren uygulanan raf kayıt sistemi, 2 yıllık bir dönemde ihraç edilmesi öngörülen menkul kıymetlerin yetkili sermaye piyasası otoritesi tarafından fiilen kayda alınarak satışa hazır hale getirilmesidir. ABD uygulamasında sistem, ismini, satılacak menkul kıymetlerin rafta beklediği ve satış gerçekleştirilirken menkul kıymetlerin raftan indirildiği varsayımından almaktadır. Belirli uygunluk koşullarını sağlayan ihraççılara açık olan sistemin amacı, ihraç prosedürünü hızlandırmak, ihraççıya fiyat ve zamanlama açısından esneklik sağlamak ve daha büyük miktarda ihraçları teşvik etmektir.

Avrupa Birliği'nde uygulanan raf kayıt sistemi ise, bir kayda alma değil, kamuyu aydınlatma sistemidir. Sözkonusu uygulamada rafta bekleyen; şirket yönetimi, faaliyeti, finansal sonuçları ve benzeri bilgileri içeren kamuyu aydınlatma dokümanıdır (raf dokümanı). Yapılacak ihraçlar sırasında, raf dokümanının, ihraçla ilgili spesifik bilgileri içeren kısa bir "arz notu" ile tamamlanması, dolayısıyla, izahnamenin ikiye bölünerek, kamuyu aydınlatmanın daha etkin bir şekilde sağlanması, sistemin temelini oluşturmaktadır. Genellikle, menkul kıymetleri bir borsada işlem gören tüm şirketlere açık olan AB raf kayıt sisteminin amacı; yatırımcıların sisteme tabi şirket hakkındaki

bilgilenme olanaklarını artırmak, AB Ülkeleri arasında kurulacak ortak bir kamuyu aydınlatma sistemi ile, çokuluslu ihraçlarda, farklı ülkelerde değişik kapsamlarda farklı dokümanlar üretilmesi gerekliliğini ortadan kaldırarak bürokrasiyi azaltmak ve AB Ülkeleri arasında sınırötesi ihraçları teşvik etmektir. Sistem, sağladığı diğer olanakların yanı sıra, birincil piyasalar için düzenlenecek raf dokümanının, ikincil piyasa katılımcılarına da sürekli güncel bilgi sağlamasına olanak vermesi, dolayısıyla ikincil piyasalarda da kamuyu aydınlatmayı artırması yönünden dikkat çekici bir uygulamadır. Sistemin sağladığı bu avantajlar nedeniyle, Avrupa Birliği'nde, raf kayıt sisteminin ileriki dönemlerde zorunlu hale getirilmesi tartışılmaktadır.

Mevzuatımızda, ABD'de uygulanan raf kayıt sistemine benzer bir sistem, borçlanma senedi ihraçları için mevcut olup, ihraççılar, 1 yıl içinde gerçekleştirecekleri tüm ihraçlarının Kurul kaydına alınmasını talep edebilmektedirler. Ancak, benzer bir uygulama hisse senedi ihraçları için geçerli değildir.

Kamuyu aydınlatma sistemleri açısından baktığımızda ise; AB Ülkelerinde uygulandığı şekliyle bir raf kayıt sistemi, ülkemiz mevzuatında mevcut değildir. Türkiye'de birincil piyasalarda kamuyu aydınlatma, temel olarak, izahname ve sirkülerlerle sağlanmaktadır. Mevcut uygulamada, halka arz ve ihraçlarda en kapsamlı kamuyu aydınlatma dokümanı olan izahnameler; basılı olarak ve sadece ihraç sırasında yayımlanmakta, ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan edilmekte ve satış sırasında, satışın yapıldığı yerlerde yeterli sayılarda bulundurulup talep edenlere verilmektedir. İzahnameler, bu tür bir dokümanın mevcudiyetine yönelik bilgi eksikliğinin yanısıra, elektronik ortamda yayımlanmaması, yayım ve dağıtım ağının sınırlı olması, belirli bir süre için yayımlanması nedenleriyle geniş kitlelere ulaşmamaktadır. Şirketlerin mali tabloları ile gerçekleştirilecek ihraca ilişkin spesifik bilgileri içeren sirkülerler ise günlük gazetelerde ilan edilmektedir.

Çalışmada, yukarıda belirtilen ABD ve Avrupa Birliği raf kayıt sistemleri ayrıntılı olarak incelenmiş ve bu sistemlerin Türkiye sermaye piyasasına uygulanabilirlikleri değerlendirilmiştir.

Sözkonusu çalışma neticesinde;

A) ABD raf kayıt sisteminin, hisse senetleri piyasasında;

1. Özelleştirme kapsamındaki anonim ortaklıkların, *özelleştirme niteliğindeki* halka arzlarında,

2. Halka kapalı şirket statüsündeki anonim ortaklıkların, büyük miktarlı ve büyük halka arz oranlı halka açılmalarında,

3. İMKB Ulusal-30 Endeksine dahil Borsa şirketlerinin, primli ve tahsisli ihraç olmayan, yeni pay alma haklarının kısıtlanmadığı sermaye artırımlarında,

kayda alma tarihini izleyen 2 yıl içinde yapılacak hisse senedi ihraç tutarının kayda alınması şeklinde uygulanmasının,

B) Avrupa Birliği raf kayıt sisteminin;

Türk sermaye piyasasında daha etkin bir kamuyu aydınlatma sistemi kurulmasına, AB mevzuatına uyum sürecine katkı sağlanmasına, ortaklıklar hakkında bilgi akışını ve şeffaflığı artırması ve bilgiye ulaşımı hızlandırması nedeniyle yabancı sermaye girişinin artmasına, başta AB olmak üzere gelişmiş piyasalara yapılacak menkul kıymet ihraçlarını kolaylaştırmasına ve teşvik etmesine yol açacağı düşünüldüğünden; ihraç ve halka arzlarda yayımlanan izahnamenin raf dokümanı ve arz notu şeklinde ikiye bölünmesi suretiyle, şu aşamada isteğe bağlı olarak, hisse senetleri İMKB Ulusal Pazarda ve Bölgesel Pazarda işlem gören ve belirli koşulları taşıyan şirketler için, Avrupa Birliği Ülkelerinin düzenlemeleri esas alınarak uygulamaya geçirilmesinin,

faydalı olacağı kanaat ve sonuçlarına ulaşılmıştır.

İÇİNDEKİLER

I. GİRİŞ	1
II. RAF KAYIT SİSTEMİ UYGULAMALARI	3
2.1. AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİ RAF KAYIT SİSTEMİ	3
2.1.1. IOSCO Çalışması ve UKAS'lar	3
2.1.2. UKAS'ların Altyapısını Hazırlayan Çalışmalar	4
2.1.3. Raf Kayıt.....	5
2.1.3.1. Temel Yapı	5
2.1.3.2. Raf Kayıt Sistemlerine İlişkin Değerlendirmeler	7
2.1.4. UKAS'ların Raf Kayıt Sistemlerinde Kullanımı	7
2.1.4.1. FESCO'nun Raf Kayıt Projesi.....	8
2.1.4.2. ABD'de Menkul Kıymetlerin Kısa-Form Kayıtları.....	10
2.1.4.3. Japonya'da Raf Kayıt Sistemi	12
2.1.5. IOSCO Çalışmasının Sonucunda Tespit Edilen Hususlar	13
2.1.6. Uluslararası Kamuyu Aydınlatma Standartlarının (UKAS) Raf Kayıt Sistemleri İçin Bölümlemesi.....	13
2.1.7. İngiltere Raf Kayıt Sistemi –Sistemin İşleyiş Esasları	16
2.1.8. Raf Kayıt Uygulamasına Karşı Görüşler, Çekinceler	20
2.2. ABD RAF KAYIT SİSTEMİ	22
2.2.1. Tanım ve Uygulama	22
2.2.2. Raf Kayıt Sisteminden Yararlanabilmek İçin Seçilebilirlik Kriterleri.....	24
2.2.3. Raf Kayıt Sisteminin Avantajları.....	25
2.2.4. Raf Kayıt Sisteminin Dezavantajları	25
2.2.5. ABD'de Son Üç Yılda Yapılan Raf Kayıtlar	26
III. Avrupa Birliği ve ABD Raf Kayıt Sisteminin Türk Sermaye Piyasası İçin Uygulanabilirliklerinin Değerlendirilmesi ve Öneriler	29
3.1. AB Uygulamasının Türkiye İçin Değerlendirilmesi ve Öneriler	29
3.2. ABD Uygulamasının Türkiye İçin Değerlendirilmesi ve Öneriler	32
3.2.1. KİT'lerin Özelleştirilmesi İçin Yapılacak İhraçlarda Raf Kayıt Uygulaması	34
3.2.2. Halka Açılmalarda Raf Kayıt Uygulaması	34
3.2.3. İMKB Ulusal-30 Endeksine Dahil Borsa'da İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Artırımlarında Raf Kayıt Uygulaması	36
IV. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	37

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
Borsa	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
FESCO	: Forum of European Securities Commissions
FSA	: Financial Services Authority (İngiltere Finansal Hizmetler Otoritesi)
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JFSA	: The Japanese Financial Services Agency (Japonya Finansal Hizmetler Otoritesi)
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
SEC	: Securities and Exchange Commission (ABD)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TTSG	: Türk Ticaret Sicili Gazetesi
UKAS	: Sınırötesi İhraçlar ve İlk Kayda Alınmalar İçin Uluslararası Kamuyu Aydınlatma Standartları

TABLÖLAR

TABLO-1 Uluslararası Kamuyu Aydınlatma Standartlarının (UKAS) Raf Kayıt Sistemleri İçin Bölümlemesi	14
TABLO-2 Son 3 yılda SEC Tarafından Kayda Alınan Menkul Kıymetler	27

I. GİRİŞ

Dünyada küreselleşme süreci hızla devam ederken, bunun etkisi sermaye piyasalarına da yansımaktadır. Ülkeler arasında mevzuatın uyumlulaştırılması için çalışmalar yapılmakta, bürokrasinin azaltılması, ihraç prosedürlerinin kolaylaştırılması, yatırımcıların daha fazla bilgiye daha kolay ulaşması yolu ile, dünyada serbest olarak dolaşan sermayeden daha fazla pay elde edilmeye ve piyasaların daha da gelişmesine çalışılmaktadır.

Bu kapsamda uygulamaya geçirilen kayda alma ve ihraç sistemlerinden birisi de raf kayıt sistemidir.

Bugün raf kayıt sistemi olarak anılan ABD ve Avrupa Birliği Ülkeleri kökenli iki farklı sistem bulunmaktadır.

ABD'de 1980'li yılların başından itibaren uygulanan raf kayıt sistemi, 2 yıllık bir dönemde ihraç edilmesi öngörülen menkul kıymetlerin yetkili sermaye piyasası otoritesi tarafından fiilen kayda alınarak satışa hazır hale getirilmesidir. ABD uygulamasında sistem, ismini, satılacak menkul kıymetlerin rafta beklediği ve satış gerçekleştirilirken menkul kıymetlerin raftan indirildiği varsayımından almaktadır. Belirli uygunluk koşullarını sağlayan ihraççılara açık olan sistemin amacı, ihraç prosedürünü hızlandırmak, ihraççıya fiyat ve zamanlama açısından esneklik sağlamak ve daha büyük miktarda ihraçları teşvik etmektir.

Avrupa Birliği'nde uygulanan raf kayıt sistemi ise bir kayda alma değil, kamuyu aydınlatma sistemidir. Söz konusu uygulamada rafta bekleyen; şirket yönetimi, faaliyeti, finansal sonuçları ve benzeri bilgileri içeren bir kamuyu aydınlatma dokümanıdır (raf dokümanı). Yapılacak ihraçlar sırasında, raf dokümanının, ihraçla ilgili spesifik bilgileri içeren kısa bir "arz notu" ile

tamamlanması, dolayısıyla, izahnamenin ikiye bölünerek, kamuyu aydınlatmanın daha etkin bir şekilde sağlanması sistemin temelini oluşturmaktadır.

Genellikle, menkul kıymetleri bir borsada işlem gören tüm şirketlere açık olan AB raf kayıt sisteminin amacı, yatırımcıların şirket ve gerçekleştirilecek ihraç hakkında bilgilenme olanaklarını artırmak, kurulacak ortak bir kamuyu aydınlatma sistemi ile, çokuluslu ihraçlarda, farklı ülkelerde değişik kapsamlarda farklı dokümanlar üretilmesi gerekliliğini ortadan kaldırarak bürokrasiyi azaltmak ve Avrupa Birliği ülkeleri arasında sınırötesi ihraçları teşvik etmektir.

Ülkemiz mevzuatında, ABD'de uygulanan raf kayıt sisteminin benzeri, borçlanma senetleri ihraçları için mevcut olup, ihraççılar, 1 yıl içinde yapılacak tüm ihraçlarının Kurul kaydına alınmasını talep edebilmektedir. Ancak, benzer bir uygulama hisse senedi ihraçları için geçerli değildir.

Avrupa Birliği Ülkelerinde uygulandığı şekliyle bir raf kayıt sistemi veya benzer bir sistem ülkemizde mevcut değildir. Türkiye'de birincil piyasalarda kamuyu aydınlatma temel olarak izahname ve sirkülerlerle sağlanmaktadır. Bunun yanı sıra, üçer aylık dönemler itibariyle yayımlanan mali tablolar, altışar aylık dönemler itibariyle kamuya açıklanan bağımsız denetim raporları ve şirket genel kurullarında yatırımcıların bilgisine sunulmak üzere düzenlenen faaliyet raporları da kamuyu aydınlatma dokümanları olarak sistemde yer almaktadır. Yukarıda sayılan kamuyu aydınlatma dokümanlarından pek çoğu ikincil piyasalara bilgi sağlamamaktadır.

Bu çalışmanın amacı, raf kayıt sistemlerini incelemek ve bu sistemlerin Türkiye sermaye piyasasına, özellikle de en aktif menkul kıymet piyasası olan hisse senedi piyasasına, uygulanabilirliklerini değerlendirmektir. Çalışmanın ikinci bölümünde Avrupa Birliği Ülkeleri ve ABD başta olmak üzere çeşitli ülkelerde uygulanan raf kayıt sistemleri hakkında bilgi verilmekte, üçüncü bölümünde ise bu sistemlerin Türkiye'ye uygulanabilirliği hakkındaki değerlendirme ve önerilere yer verilmektedir.

II. RAF KAYIT SİSTEMİ UYGULAMALARI

2.1. AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİ RAF KAYIT SİSTEMİ

2.1.1. IOSCO Çalışması ve UKAS'lar

IOSCO, "Sınırötesi İhraçlar ve İlk Kayda Alınmalar İçin Uluslararası Kamuyu Aydınlatma Standartları(UKAS)"nı 1998 yılında onaylamıştır ve o tarihten bu yana, IOSCO'nun Teknik Komitesinde temsil edilen pek çok ülke, sınırötesi ihraçlarda bu standartlarda hazırlanmış dokümanları kabul etmeye hazır hale geldiklerini ya da bu yönde adımlar atıldığını bildirmişlerdir. Aynı zamanda, bu ülkelerden bazıları UKAS'ları, IOSCO tarafından kabul edilenden daha geniş şekilde kullanmaya başlamışlardır. UKAS'ların kullanım alanının genişletilmesi, UKAS'ların ana kamuyu aydınlatma konularını içeren yüksek kalite standartlar olarak daha geniş kabul görmesini sağlamıştır. Bu durum aynı zamanda, UKAS'ların daha fazla kabulünü ve kullanımını teşvik edici olmakta ve çokuluslu ihraççılar üzerindeki bürokratik yükü hafifletmektedir.

Bu trendin bir parçası olarak, pek çok IOSCO üyesi, UKAS'ları, "raf kayıt" olarak anılan ve sermaye piyasalarına daha hızlı erişim sağlayan bir halka arz sistemi ile birlikte kullanma kavramını ortaya koymuşlardır. Burada anılan raf kayıt sistemi, şirket hakkında temel bilgileri içeren ve ihraççıların belirli aralıklarla güncelleyerek sermaye piyasası otoritesine sundukları ana bir kamuyu aydınlatma dokümanını tanımlamaktadır. İhraççı yeni bir arz yapmak istemesi durumunda, bu defa sadece ihraçla ilgili spesifik bilgileri içeren ek bir dokümanı kamuya açıklamaktadır.

Aynı seviyede yatırımcı koruması sağlayan raf kayıt sistemleri, kullanışlı bir halka arz yöntemi olarak, olumlu bir piyasa gelişmesidir. Bir raf kayıt sistemini uygulamaya geçirmeye karar vermek ve bu sistemin gönüllü ya da zorunlu olması, her ülkenin kendi yasal sistemine ve sermaye piyasalarının ihtiyaçlarına bağlı

olmakla birlikte, pek çok ülke ihraççılara bu tür bir halka arz sistemi sunmaya ilgi göstermektedir.

2.1.2. UKAS'ların Altyapısını Hazırlayan Çalışmalar

IOSCO, çokuluslu ihraççıların birden fazla ülkede yapacağı halka arzlarda karşılaştıkları engelleri azaltmaya çalışmıştır. IOSCO, 1989 tarihli "Uluslararası Hisse Senedi Arzları" isimli raporunda, sermaye artırımlarında verimliliğin, halka arz düşünülen ülkeler için tek bir kamuyu aydınlatma dokümanının kullanılması suretiyle artırılabilceğini belirtmiştir. Raporun önerilerinden birisi, sermaye piyasası otoritelerinin "kendi mevzuat hükümleri ve yatırımcıyı koruma amaçları ile uyumlu olduğu sürece", tek bir kamuyu aydınlatma dokümanı kullanımının kolaylaştırılmasını teşvik etmeleriydi. Bu kamuyu aydınlatma dokümanı ile ilgili öneriyi geliştirmesi için bir Teknik Komite görevlendirilmiş ve yapılan çalışma sonucunda "Sınırötesi İhraçlar ve İlk Kayda Almalar İçin Uluslararası Kamuyu Aydınlatma Standartları (UKAS)" Eylül 1998'de IOSCO Başkanlar Komitesi tarafından onaylanmıştır.

IOSCO tarafından onaylanan UKAS'lar, *hisse senetlerinin* sınırötesi ihraçlarında ya da ilk kayda almalarda kullanılmak için geliştirilmiştir. Onaylanan metin, izahnamede verilecek ihraççının faaliyet konusu, yönetimi ve satılmak istenen menkul kıymetler gibi finansal olmayan bilgiler için standartlar belirlemekteydi. Buna karşın, UKAS'ların yayımlandığı 1998 yılından bu yana IOSCO üyeleri, bu standartlar için daha geniş kullanımlar yaratmışlardır. Sözkonusu standartların yıllık faaliyet raporlarının düzenlenmesinde ya da hisse senedi dışındaki menkul kıymetler için kullanımı bu genişletme örnekleri arasındadır. Bu standartların orjinal amaçlarının ötesinde daha fazla genişletilerek kullanımı, ihraççıların ve sermaye piyasası otoritelerinin bu standartları kabulünü ve kullanımının yaygınlaştırılmasını teşvik etmesini gerektiren olumlu bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.1.3. Raf Kayıt

2.1.3.1. Temel Yapı

Raf kayıt sistemlerinin pek çoğu benzer özellikler taşımaktadırlar. Sistem, ihraççılara genellikle yılda bir kere güncellenen ve belirli bilgilerin açıklandığı temel bir dokümanın (bundan sonra "Raf Dokümanı" olarak anılacaktır) kamuya açıklanmasına olanak tanımaktadır. Bu raf dokümanı, şirketin iş alanı, yönetimi ve sermaye yapısı hakkında temel bilgileri sağlamaktadır. Aynı zamanda, mali tablo formatında geçmiş finansal bilgileri ve şirket yönetiminin bu geçmiş bilgiler üzerindeki yorumunu da içerebilir. Bu raf dokümanı, ilgili menkul kıymet piyasaları düzenleyici otoritesine sunulmaktadır. İhraççı, menkul kıymet arz etmek istediği zaman arz notu denilen, sadece ihraca konu menkul kıymet ve ihraç süreci hakkında bilgi veren özet bir ek doküman sunarak satışı tamamlamaktadır. Bu iki doküman - raf dokümanı ve arz notu- birlikte ele alındığında, bir izahnamede yer alacak bilgilerin tamamını yatırımcılara sağlamaktadır.

İhraççılar, genellikle halka arz yapacakları zaman raf dokümanının tamamını güncellemek zorunda değillerdir. Bunun yerine yayımından sonra raf dokümanında yer alan bilgilerde meydana gelen önemli değişiklikleri ve gelişmeleri bildirmeleri yeterlidir. Önemli değişikliklere ve yeni gelişmelere genellikle arz notunda yer verilmektedir.

Yukarıda tanımlanan temel raf sistemi yapısının değişik çeşitleri mevcuttur ve aynı zamanda, bu tür bir yapı oluştururken dikkate alınacak belirli konular bulunmaktadır. Bu konulardan bazıları şunlardır:

Raf Kayıt Sistemi İçin Uygunluk

Bir ülkenin raf sistemi tüm kayıtlı şirketlere, belirli bir süre borsada işlem görmüş ya da kayıta bulunmuş şirketlere açık olabilirken; sadece belirli bazı uygunluk koşullarını taşıyan şirketlerle de sınırlı olabilir. Örneğin, sistemin kullanımı; aktif toplamı, piyasa değeri, işlem hacmi veya başka bir kriter yönünden belirli büyüklük koşullarını sağlayan ya da sık menkul kıymet ihraç eden şirketler ile sınırlandırılabilir.

Dokümanların Açıklanması

Bir ülke, raf belgesinin daha önce ulaştırılmış olması ya da kamuya açık ve istenildiğinde elde edilebilecek olması koşuluyla ihraçının, potansiyel yatırımcılara sadece arz notunu açıklamasına izin verebilir. Diğer bir seçenekte ise, ihraççılara raf dokümanı ve arz notunun her ikisini potansiyel yatırımcılara açıklamak yükümlülüğü getirilebilir.

Menkul Kıymet Otoritesinin İnceleme Zamanlaması

Menkul Kıymet Piyasaları Düzenleyici Otoriteleri tarafından raf dokümanının incelenme zamanının belirlenmesi diğer bir konudur; bu inceleme genellikle, arz sürecinin hızlandırılması için raf dokümanının teslim edildiği zaman yapılmaktadır.

Raf Dokümanına Temel Teşkil Edecek Diğer Dokümanların Kullanımı

Başka amaçlar için hazırlanmış dokümanlar da raf dokümanı ile aynı işlevi görebilir. Örneğin; raf sistemini kullanmaya uygun bulunan bir ihraççı, yıllık faaliyet raporunun bir raf dokümanında istenen bilgilerin tamamına yakınına karşılığını tespit ederse, bu faaliyet raporunu genişleterek ya da buna ek bir doküman sağlayarak, raf dokümanı işlevini görecektir bir belge üretebilir.

Bir ülkenin raf sistemini uygulayıp uygulamaması ve uygulanacak sistemin ayrıntıları; o ülkenin yasaları, düzenleyici yapısı, ihraççı talebi ve yatırımcı kabulü gibi çeşitli etkenlere bağlı bulunmaktadır.

2.1.3.2. Raf Kayıt Sistemlerine İlişkin Değerlendirmeler

Raf sistemleri ile ilgili olarak anılan en büyük fayda, ihraççıların sermaye piyasalarına daha hızlı erişim sağlamasıdır. İhraççılar raf dokümanını, yakın zamanda gerçekleşecek bir ihracın baskısı olmadan hazırlamakta, spesifik bir ihraç planlandığında ise arz notunu sınırlı içeriği nedeniyle çok hızlı bir şekilde düzenleyebilmektedirler. Raf dokümanı, ilgili sermaye piyasası otoritesine sunulduğunda incelenirse, arz notunun gözden geçirilmesi ya da düzeltilmesi için gereken süre, tam kapsamlı bir izahnamenin incelenmesi için gereken süreden çok daha az zaman almaktadır. Raf sistemleri aynı zamanda ihraççının izahname düzenlenmesi ile ilgili maliyetlerini de azaltabilmektedirler.

Raf sistemleri temel olarak yatırımcıların raf dokümanı aracılığı ile şirketleri daha iyi tanımalarını ve arz notunu elde ettiklerinde sadece yapılacak spesifik ihraçla ilgili bilgilere odaklanmalarını sağlamaktadır. Yatırımcılar ve sermaye piyasaları bu sistemden fayda sağlamaktadır, çünkü; raf dokümanı aracılığı ile ihraççı kendi iş faaliyeti, yönetimi ve faaliyet sonuçları hakkında genellikle yıllık olarak düzenli olarak güncellenen temel bilgileri temin etmektedir. İkincil piyasalardaki işlem hacminin birincil piyasalardaki hacimden kat kat fazla olması nedeniyle, yatırımcıların cari şirket bilgilerine her zaman ihtiyacı bulunmaktadır. Raf dokümanı, izahname ile karşılaştırıldığında, ihraççıların bu talebinin, zaman ve kaynak açısından daha ucuza karşılanması için iyi bir yol olmaktadır.

2.1.4. UKAS'ların Raf Kayıt Sistemlerinde Kullanımı

Daha önce belirtildiği gibi, UKAS'lar bir halka arzda ya da ilk kayda almada yer verilecek temel konuları kapsayan kamuya açıklanacak bilgilerden oluşmaktadır. UKAS'ların raf kayıt sistemlerine uyarlanması, kamuya açıklanacak bilgiler, raf dokümanında yer alacak bilgiler ve arz notunda yer alacak bilgiler olarak ikiye

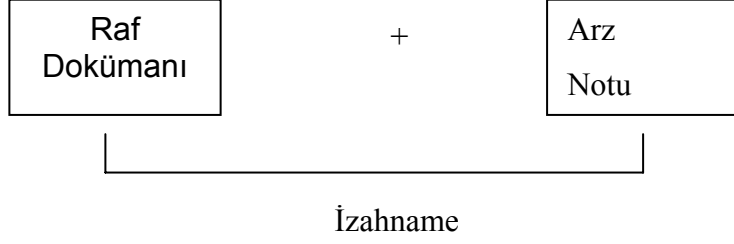
bölünmüştür.¹ UKAS'larda yer alan bilgileri bu şekilde ikiye bölen ülkeler çok benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Raf dokümanında ve arz notunda yer verilecek bilgiler ilerleyen bölümlerde verilmektedir. UKAS'ların raf dokümanı ve arz notu şeklinde ikiye bölünmesi Avrupa Sermaye Piyasaları Otoriteleri Forumu (FESCO) ve (SEC)'nin ortak bir çalışmasına dayanmaktadır. Aynı zamanda, Japonya sermaye piyasası otoritesi The Japanese Financial Services Agency(JFSA)'de yıllık faaliyet raporlarına ilişkin kendi düzenlemelerini, bu çalışma sonuçları ile karşılaştırarak hangi şirket bilgilerinin yıllık olarak güncellenmesi gerektiği üzerine yeni bir bakış açısı oluşturmayı kabul etmiştir.

2.1.4.1. FESCO'nun Raf Kayıt Projesi

İşleyiş ve biçim açısından birbirine çok benzeyen raf kayıt sistemleri bugün, Belçika, Fransa, İtalya, İspanya ve İngiltere'de uygulanmaktadır. Tüm ülkelerde, raf sisteminin uygulanması isteğe bağlıdır ve sistemi uygulamayı kabul eden kayıttaki ihraççılar, yıllık olarak "kayıt dokümanı (raf dokümanı)" olarak anılan ve bir izahnamede yer alan bilgilerin büyük bölümünü kapsayan² bir doküman hazırlamakla yükümlüdürler. Ülkelerin çoğunda bu doküman, sermaye piyasası otoritelerinin web sayfalarında yayımlanmaktadır. Sistemin olduğu ülkelerde raf dokümanını teslim eden ihraççıların, ileriki 12 aylık dönemde bir menkul kıymet ihraç etmek istemeleri durumunda, tek yapmaları gereken, izahnameye göre eksik kalan bilgileri tamamlayan kısa bir "menkul kıymet notu (arz notu)" düzenleyerek bu notu yayımlamaları ve dağıtmaları ve gerek duyuluyorsa kayıt dokümanındaki önemli bilgileri güncellemeleridir.

¹ UKAS'lar ilk başlarda sadece sınırötesi ihraç ve kayda almalar için oluşturulmuş olmakla birlikte, ülkelerin kendi kamuyu aydınlatma düzenlemelerine benzerlikleri nedeniyle, UKAS'lar çerçevesinde hazırlanmış raf kayıt sistemleri, hem sınırötesi ihraçlar hem de yerli ihraçlar için uygun olabilmektedir.

² Raf dokümanı, bir izahnamede yer alan bilgilerin 80/390/EC sayılı Avrupa Birliği Direktifinin ikinci bölümünde yer alan hüküm ve koşullar hariç, tamamını kapsamaktadır.



Kayıt dokümanları yılın herhangi bir zamanında hazırlanabilmekle birlikte, çoğu ihraççı bu dokümanı, içerdiği bilgiler nedeniyle, yıllık faaliyet raporları ve hesap dönemleri sonu itibarıyla hazırlamaktadırlar. Aksi istenmedikçe, kayıt dokümanları 12 ay süreyle geçerli olmaktadır. Dokümanın bir örneği, ücretsiz olarak kamunun incelemesine açık tutulmakta ve yukarıda belirtildiği üzere, çoğu ülkede sermaye piyasası otoritesinin web sayfasında yayımlanmaktadır.

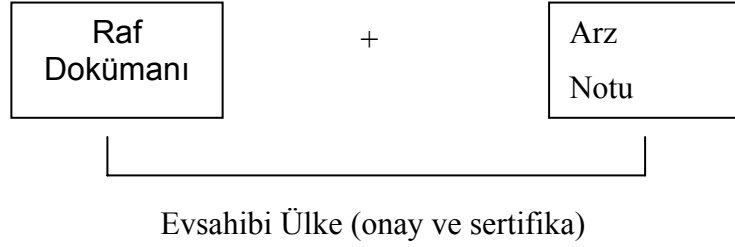
FESCO inisiyatifinin temel amacı, ülkelerde kullanılan kayıt dokümanlarının ve menkul kıymet notlarının içeriklerinin uyumlulaştırılarak, her iki dokümanın tüm ülkelere kabulünün kolaylaştırılması ve sınırötesi işlemlerin teşvik edilmesidir. Bunun anlamı, ana (evsahibi) ülke tarafından kontrol edilen dokümanların, sınırötesi işlemlerin gerçekleştirileceği diğer ülke otoriteleri tarafından da geçerli kabul edilmesidir.

FESCO projesine göre, ihraççılar kayıt dokümanını ve menkul kıymet notunu İngilizce olarak düzenleyecekler, ancak halka arzın yapılacağı ülkedeki otoritenin talep etmesi durumunda o ülkenin dilinde bir özet doküman hazırlanacaktır. Kamuyu aydınlatma yükümlülüğünü yerine getirilmesini teminen ihraççılar, gereken durumlarda, kayıt dokümanı ya da arz notunda önceki dokümanlarda yer alan bilgilere yer verebileceklerdir.

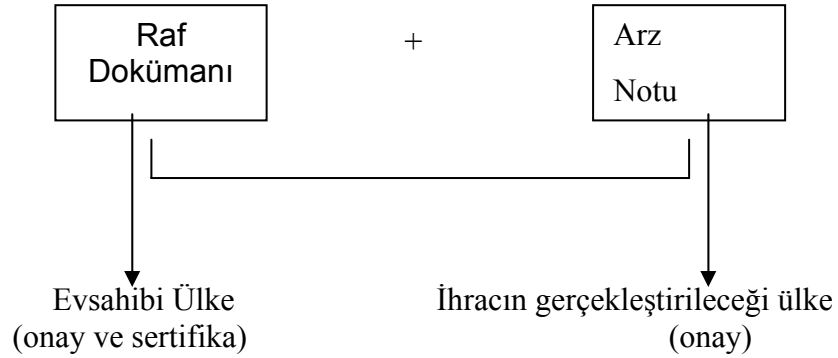
Cokuluslu İhraçlarda Dokümanların Onaylanması

1. İhracın, ihraççının genel merkezinin bulunduğu ülkenin (evsahibi ülkenin) yanı sıra diğer ülkelerde de yapılması durumunda; her iki doküman da evsahibi

ülkenin sermaye piyasası otoritesi tarafından onaylanacaktır. Evsahibi ülkenin otoritesi, bu dokümanların diğer ülkelerde geçerli kabul edilebilmesi için, ayrıca bir "ortak tanınma" sertifikası yayımlayacaktır.



2. İhracın sadece (ihracının genel merkezinin bulunduğu ülkenin dışında) diğer ülkelerde gerçekleştirilmesi durumunda; raf dokümanı evsahibi ülke tarafından onaylanacak ve "ortak tanınma" sertifikası yayımlanacaktır. Arz notu ise ihracın gerçekleştirileceği ülke otoritesine sunulacak ve yine bu otorite tarafından onaylanacaktır.



2.1.4.2. ABD'de Menkul Kıymetlerin Kısa-Form Kayıtları

Avrupa Birliği ülkeleri tarafından uygulanan raf kayıt sistemi, SEC'nin ihrac türü, ihracının halka açıklık oranı vb.. gibi belirli seçilebilirlik kriterlerini sağlayan mevsimlik ihraççılara açık olan kısa-form kayda alma sistemine benzemektedir.³

³ SEC'nin raf kayıt sistemi olarak tanımladığı bir başka sistem olmakla birlikte, bu sistem Avrupa Birliği ülkelerinde uygulanan raf kayıt sisteminden tamamen farklıdır. ABD sisteminde raf kayıt sistemi tanımı, iki yıl içinde satılması beklenen menkul kıymet tutarlarının gerçek anlamda kayda alınmasını kapsamaktadır.

ABD'de SEC'nin kayıt ve raporlama düzenlemelerine tabi olan ihraççıların tamamı, kısa-form kayda alma sisteminden yararlanmayı isteyip istememelerinden bağımsız olarak, yıllık bir rapor hazırlayarak sunmak zorundadırlar. Bu yıllık rapor, şirketin faaliyet konusu, yönetimi ve finansal sonuçlar gibi konular hakkında bilgiler içermelidir. Aynı zamanda, bir halka arz ve satış kayda alındığında, bu tür bilgilere düzenlenecek izahnamede de yer verilmesi zorunludur. Ancak, kısa-form kayda almaya uygun ihraççıların, faaliyet raporlarında yer alan bu bilgileri son yıllık faaliyet raporlarına ve bunu takip eden ara raporlara atıfta bulunarak kısa-form izahnamelerine alma hakları bulunmaktadır. İhraççılar, faaliyet raporlarından dahil ettikleri bu bilgiler için, izahnamede yer alan diğer bilgilerle aynı yükümlülüklerle sahiptirler. Kısa-form kayda alma sistemi içinde, izahnamede yer alacak bilgiler, arz edilen menkul kıymetlerle ilgili bilgiler ile ihraççının faaliyeti ile ilgili daha önce bildirilmemiş gelişmelerle sınırlıdır. Bu sistemde, yıllık faaliyet raporu (takip eden ara raporlarla güncellenmektedir), sistemi kullanmaya yetkili ihraççılar için raf dokümanı işlevi görmektedir. Yıllık faaliyet raporu ve ara raporlar sunulduğu anda kamuya açık hale gelmekte; dokümanları elektronik ortamda sunanların ki ise, İnternet üzerinden yayımlanmaktadır. SEC'nin kısa-form kayda alma sistemine tabi ihraççılar, yıllık ya da ara raporlarının yazılı bir örneğini, talep edilmediği sürece, kısa-form izahname ile birlikte potansiyel yatırımcılara sunmak zorunda değİllerdir.

SEC, yabancı ihraççıların izahnamelerinde yer alan bilgileri UKAS'lar ile uyumlu hale getirmek için yeniden belirlediğinde, yabancı ihraççılar yıllık raporlarında istenen bilgileri de UKAS'larda istenen bilgileri yansıtacak şekilde değİştirmiştir. Bu proje, UKAS düzenlemelerinin incelenerek, bu düzenlemelerde istenen bilgilerin yıllık raporlarda istenecek bilgiler ve sadece menkul kıymetlerin ihraçları ile ilgili olarak istenecek bilgiler olarak bölümlenmesi şeklinde gerçekleştirilmiştir. Kısa-form izahnamede istenen bilgiler, aslında, gerçekleştirilecek ihraçla ilgili bilgilerle sınırlıdır. Bu çalışma, görüldüğü üzere, FESCO'nun Avrupa Birliği kamuyu aydınlatma standartlarının (UKAS'ların) bölünmesini kapsayan çalışması ile çok benzer bir sonuç vermiştir.

2.1.4.3. Japonya'da Raf Kayıt Sistemi

Raf kayıt sistemi Japonya'da sadece belirli kriterleri sağlayan ihraççılara açıktır. Bu kriterlere, ihraçcının menkul kıymetlerinin bir borsada işlem görmesi ve belirli kamuyu aydınlatma standartlarını en az bir yıldan beri sağlaması gibi koşullar örnek verilebilir. Raf kayıt sistemini kullanabilmek için seçilebilir ihraçcının, ihraç edilen menkul kıymet türü hakkında bilgi ile aynı zamanda ihraç edilebilecek en fazla menkul kıymet miktarını belirten bir raf kayıt bildirdesini (beyannamesini) doldurması gerekmektedir. Normal olarak, raf kayıt 1 yıl için geçerlidir, ancak, ihraççı hisse senedi ya da tahvil ihraç edecekse bu raf kaydın 2 yıl için geçerli olacağı kabul edilebilmektedir.

Raf kaydın geçerli olduğu süre içerisinde, ihraççı, raf kayıt bildirdesine ilave bir doküman sunmak kaydıyla, dilediği zaman ihraç gerçekleştirebilir. Bu ilave (ek) doküman, halka arz edilecek menkul kıymetlere ilişkin bilgiler ile ihraçcının "menkul kıymet raporu" olarak anılan en yeni yıllık ya da altı aylık raporunda yer alan bazı önemli bilgileri içermektedir. Bir menkul kıymet raporunda yer alan bilgiler, hem içerik hem de ayrıntı yönünden, bir ihraçta yayımlanacak bilgilerle aynıdır. Halka açık tüm şirketler bir menkul kıymet raporu ve altı aylık rapor yayımlamak zorundadırlar. Hem yıllık menkul kıymet raporları hem de altı aylık ara raporlar, ihraçcının işi, yönetimi ve finansal sonuçları hakkındaki bilgileri içermek zorundadır.

Japon raf kayıt sisteminde, menkul kıymet raporu, raf dokümanının işlevini görmektedir. IOSCO'nun UKAS'ları onaylamasından sonra, yabancı şirketlerin kamuyu aydınlatma formları (örneğin menkul kıymet raporları), UKAS'lar ile uyumlu olması için değiştirilmiştir. Buna ek olarak, JFSA, kendi yetkisi altında, Avrupa Birliği UKAS'larına tam uygun olarak hazırlanmış kamuyu aydınlatma dokümanlarını kabul etmektedir.

Bir menkul kıymet raporunun ya da altı aylık raporun sunulmasından sonra önemli bir olay meydana gelirse, bu önemli olayı açıklayan bilgi ek (ilave)

dokümana eklenmelidir. Raf kayıt bildirgesi, ek doküman ve yıllık menkul kıymet dokümanı/altı aylık dokümanın her biri kamunun incelemesine açık olmalıdır.

JFSA personeli, menkul kıymet raporunda yer alan kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin raf dokümanını düzenlemeleri ile karşılaştırılması için bir çalışma yapmış ve sonuçta her iki dokümanın çok benzer bilgiler içerdiği tespit edilmiştir.

2.1.5. IOSCO Çalışmasının Sonucunda Tespit Edilen Hususlar

IOSCO Teknik Komitesi tarafından raf kayıt sistemine ilişkin olarak yapılan çalışma sonucunda;

- UKAS'ların bölümlenmesinde bazı küçük farklılıklar olmakla birlikte, bu standartların raf kayıt sistemi için bölümlenmesinde, özellikle ana kamuyu aydınlatma konuları üzerinde, yüksek dereceli bir uzlaşmanın mevcut olduğu,
- UKAS'ların kurulacak raf kayıt sistemine temel olarak alınması ile yatırımcıların yüksek seviyede bilgi sahibi olması güvence altına alınırken, ihraççıların sermaye piyasalarına daha hızlı ulaşmalarının sağlanacağı,

hususları tespit edilmiştir.

2.1.6. Uluslararası Kamuyu Aydınlatma Standartlarının (UKAS) Raf Kayıt Sistemleri İçin Bölümlenmesi¹

IOSCO'nun, raf kayıt sistemleri kapsamında düzenlenecek raf dokümanı ve arz notlarının içeriklerinin uyumlulaştırılabilmesi ve ülkeler arasında bu dokümanların karşılıklı olarak tanınabilmesinin sağlanması amacıyla, bu dokümanlarda asgari olarak hangi bilgilerin yer alması gerektiğine ilişkin olarak hazırladığı tablo aşağıda verilmektedir.

Tablo 1- Uluslararası Kamuyu Aydınlatma Standartlarının (UKAS) Raf Kayıt Sistemleri İçin Bölümlenmesi			
Md. No*		Raf Dokümanı	Arz Notu²
Md. I.	Yöneticilerin, Yönetim Kurulunun ve Danışmanların Kimliği		
	A. Yöneticiler ve Yönetim Kurulu Üyeleri	X	X
	B. Danışmanlar (Halka arzla ilgili danışmanlar)	X ^{1,6}	X
	C. Denetçiler	X	
Md. II.	Halka Arz Verileri ve Tahmini Süre		X
Md. III.	Önemli Bilgiler		
	A. Seçilmiş Finansal Veriler	X	
	B. Sermaye ve Borç Yapısı (Halka arzın etkisini de içerecektir)	X ³	X
	C. Halka arz gerekçesi ve elde edilecek gelirin kullanım yerleri		X
	D. Risk Faktörleri	X ⁶	X
Md. IV.	Şirket Hakkında Bilgiler	X	
Md. V.	Faaliyetlerin ve Finansal Durumun Değerlendirmesi ve Beklentiler	X	
Md. VI.	Yöneticiler, Üst Yönetim ve Çalışanlar		
	A. Yöneticiler	X	
	B. Tazminatlar	X	
	C. Yönetim Kurulu Uygulamaları	X ⁶	
	D. Çalışanlar	X	
	E. Sermayedeki Payları	X	
Md. VII.	Büyük Ortaklar ve İlişkili Tarafların İşlemleri		
	A. Büyük Ortaklar	X	
	B. İlişkili Taraflar	X	
	C. Uzmanların Sağladıkları Faydalar	X ^{3,6}	X

* Madde içerikleri hakkında ayrıntılı bilgi için, bkz. IOSCO Raporu "International Disclosure Standards For Cross-Border Offerings And Initial Listings By Foreign Issuers", Eylül 1998.

Md. VIII.	Finansal Bilgiler	X	
Md. IX.	İhraç ve Kayda Alma		
	A. İhraç ve Kayda Alma Ayrıntıları	(bkz. dipnot 7)	X
	B. Dağıtım Planı		X
	C. Piyasalar	(bkz. dipnot 7)	X
	D. Satış Yapan Ortaklara İlişkin Bilgiler		X
	E. İhracın Etkisi		X
	F. İhraç Maliyetleri		X
Md. X.	Ek Bilgiler		
	A. Sermaye	X	(bkz. dipnot 8)
	B. Esas Sözleşme	X	
	C. Önemli Sözleşmeler	X	
	D. Borsa Denetimi	(bkz. dipnot 5)	X
	E. Vergilendirme	(bkz. dipnot 7)	X
	F. Temettüleri ve Ödeme Yerleri	(bkz. dipnot 4)	X
	G. Uzman Görüşleri	X ³	X
	H. İncelemeye Açık Dokümanlar	X	X
	I. Yardımcı Bilgiler	X ⁶	

Dipnotlar:

1. Tablonun oluşturulmasında; bir bilgi maddesinin raf dokümanında veya arz notunda yer alıp almayacağına dair ülkeler arasında görüş birliğinin *olmadığı* durumlarda, FESCO projesinin (Avrupa Birliği) tavsiyeleri esas alınmıştır. SEC (ABD) ve FSA (Japonya)'nın diğer alternatif düzenlemeleri dipnotlarda belirtilmiştir.
2. Arz notunda yer alan bilgilere ek olarak, normalde raf dokümanında yer alan bilgilerden, raf dokümanının yayımı tarihinden itibaren önemli bir değişikliğin meydana geldiği bilgilere de arz notunda yer verilir.
3. Bu bilgi SEC yıllık raporunda *istenmemektedir*.
4. Bu bilgi (Japonya) FSA menkul kıymet raporunda istenmektedir.
5. Bu bilgi SEC yıllık raporunda istenmektedir.
6. Bu bilgi (Japonya) FSA menkul kıymet raporunda *istenmemektedir*.
7. Bu bilgi (Japonya) FSA menkul kıymet raporunda ve SEC yıllık raporunda istenmektedir. Avrupa Birliği uygulamasında, Md. IX. için sadece geçmiş hisse senedi fiyat bilgileri (Md. IX.A.4.) ve ihraççının menkul kıymetlerinin işlem gördüğü piyasaların ismi (Md. IX.C.) yeterlidir.
8. Bu bilgiye SEC'nin kısa-form izahnamesinde yer verilebilmektedir.

2.1.7. İngiltere Raf Kayıt Sistemi –Sistemin İşleyiş Esasları

İngiltere, Ocak 1999'da Kayda Alma Kurallarında yaptığı bir değişiklik ile hisse senedi ihraçları için raf kayıt sistemini uygulamaya geçirmiştir. Bir yıl sonra, Ocak 2000'de raf kayıt sistemi borç senetlerini de kapsayacak şekilde genişletilmiştir. Financial Services Authority (FSA)'nin sistemin kullanım esaslarının açıklanmasına ilişkin olarak hazırladığı rehber, sistemin işleyişinin anlaşılması bakımından ana hatlarıyla aşağıda verilmektedir:

Raf Kayıt Sisteminin Kullanımı İçin Rehber (İngiltere)

Giriş

1. Bu rehber, ihraççılar ve onların danışmanlarının raf kayıt sisteminin süreçlerini anlamalarına yardımcı olması için yazılmıştır.

Altyapı

2. Raf kayıt sistemi, İngiltere Finansal Hizmetler Otoritesinin resmi listesinde olan ihraççıların, yıllık olarak, izahnamede yer alan bilgilerin büyük bölümünü kapsayan bir doküman ("raf dokümanı") hazırlamasına olanak veren bir sistemdir. İngiltere Finansal Hizmetler Otoritesi bu raf dokümanı kendi web sitesinde yayımlayacaktır (<http://www.fsa.gov.uk> -"websitesi"). Yayımlı takiben, eğer ileriki 12 ay içerisinde (6 ve 7 nolu paragraflara bakınız), ihraççı mevcut menkul kıymetlerine ek olarak yeni hisse senedi ya da borç senedi ihraç etmek isterse, yapması gereken şey, sadece izahnameye göre eksik kalan bilgileri ve sözkonusu raf dokümanını güncelleyen bilgileri içeren kısa bir dokümanı ("ihraç notu") yayımlamak ve dağıtmaktır.

Amaçlar

3. Bu sistemin amacı;

- Yatırımcıların ihraç sırasında, büyük çoğunluğu sadece sözkonusu ihraçla ilgili bilgileri içeren, çok daha kısa bir dokümanı incelemelerini sağlamak,
- Sık ihraçta bulunan şirketlerin maliyetlerini azaltmak,

- İhraç sırasında şirket ve danışmanlarının tamamlamaları gereken iş miktarını azaltmak,
- İhraçla ilgili dokümantasyon süresini en aza indirmek ve kayda alma için istenen bilgilerin yıllık olarak güncel kalmasını sağlamaktır.

Seçilebilirlik

4. Anonim şirket olan ve en az 12 aydır İngiltere Kayda Alma Otoritesinin listesinde bulunan ya da kayıtlı bir şirket olarak ilk bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarını yayınlayan her ihraççı sistemden yararlanabilir.

Kapsam

5. Sistem hisse senedi ve borç senedi ihraçları için tasarlanmıştır. Sistemden en büyük faydayı, 12 aylık bir dönemde sık sık ihraç yapan şirketler sağlayabilecektir.

Raf Dokümanının Geçerlilik Süresi

6. Raf dokümanı yıl içinde herhangi bir zaman içinde düzenlenebilmekle birlikte, yıllık mali tablolar ve yıllık faaliyet raporunun hazırlanması sırasında düzenlenirse önemli maliyet tasarrufları sağlanabilmektedir. Raf dokümanı;

- İhraççının bir sonraki yıllık bağımsız denetim raporunun ve mali tablolarının yayımlandığı süre sonuna kadar,
- Raf dokümanının web sitesinde yayımlandığı tarihten itibaren 12 aylık sürenin bitiş tarihine kadar,
- Raf dokümanının, ihraççının yazılı talebi üzerine web sitesinden kaldırıldığı tarihe kadar,

olan sürelerde bu sürelerden hangisi önce gelirse, o tarihe kadar geçerli olacak ve güncel kabul edilecektir.

7. Raf dokümanı geçerli kabul edildiği süre içinde güncellenmeyecektir. Ancak, bu bilgilerde önemli değişiklikler yaratan gelişmelere, takip eden ilk ihraç notunda yer verilecektir.

Raf Dokümanının Formatı

8. Düzenlenecek raf dokümanının formatı için, bir ihraççı aşağıdaki üç seçenektten birini kullanmakta serbesttir:

- Kendine özgü (tailor made) olarak düzenlenmiş bir raf dokümanı,
- Yıllık faaliyet raporu ve mali tablolar çerçevesinde hazırlanmış, bir raf dokümanında istenen ilave bilgileri içeren bir raf dokümanı,
- ya da, yıllık faaliyet raporunun ve mali tabloların genişletilmiş şekli.

9. Raf kayıt sisteminin uygulandığı Avrupa Birliği ülkelerinde, şirketlerin genel eğilimi, yukarıdaki maddenin üçüncü seçeneğini kullanma yönündedir. Ancak, ABD ve diğer ülkelerin bazılarında kullanılan "atıfta bulunarak bilgi verme"ye, Avrupa ve İngiltere yasalarında izin verilmediğini belirtmekte fayda görülmektedir.

Açıklanacak Konular/İçerik

10. Raf dokümanı; Kayda Alma Kuralları'nın (Ek/1-5) bölümünün IA (hisse senetleri için) ve IIA (borç senetleri için) no'lu tablolarında yer alan bilgilerin tamamını içermelidir.

11. Raf dokümanı ile ilgili olarak aşağıdaki konulara dikkat edilmelidir:

- Eğer bir ihraççı, raf dokümanını yıllık faaliyet raporuna dayanarak hazırlıyor ve bu rapor son üç yılın finansal bilgilerini içermiyorsa, son iki yıllık faaliyet raporu da dokümana dahil edilmelidir.
- Bazı bilgilere hem raf dokümanında hem de ihraç notunda yer verilmelidir (örnek; sorumluluk ve önemli değişiklikler beyannamesi)
- İhraç notları, önemli değişiklikleri ayrıntıları ile vermeli veya değişiklik yoksa, olmadığına dair bir beyan içermelidir. Bu amaçla; "önemli" kavramı, Kanunun 146(1) maddesinde belirtilen konularda bilgili olarak görüş oluşturmayı etkileyebilecek değişiklikleri tanımlamaktadır.
- Raf dokümanının ve ihraç notunun göze çarpacak belirgin yerlerine; raf dokümanı ve ihraç notunun sadece birlikte incelendiğinde bir izahnamede yer alan bilgileri vereceğine ilişkin bir açıklama konulmalıdır. Ayrıca ihraç notunda, raf dokümanının web sitesinde yayımlandığı ve talep edilirse yazılı olarak da

alınabileceğini belirten, yazılı olarak nasıl elde edilebileceğini içeren bir açıklama yer almalıdır.

Raf Dokümanı - dokümanın sunumu

12. Raf dokümanının işleme konması için, doküman, taslak halinde yayımı düşünülen tarihten en az 10 işgünü önce 3 nüsha olarak FSA'ya sunulmalıdır. Doküman, çözülmesi karmaşık konular içeriyorsa, bu süre 20 işgünüdür.

13. Raf dokümanı taslağı üzerinde varsa, FSA tarafından talep edilen değişiklikler yapıldıktan sonra, doküman, yapılan değişiklikleri belirtecek şekilde tekrar sunulmalıdır.

Raf Dokümanı -dokümanın onaylanması

14. Raf dokümanının yayımlanabilmesi için, ilgili otorite tarafından resmi olarak onaylanması gerekmektedir. Onaylama, izahnamelerde olduğu gibi, dokümanın mühürlenmesi şeklinde gerçekleştirilir.

Raf Dokümanı -dokümanın yayımlanması ve dağıtımı

15. Dokümanın ilgili otorite tarafından onaylanmasından sonra, dokümanın bir nüshası, ücretsiz olarak ve basılı halde, ihraççının İngiltere'deki merkezinde ve aracı kurumunun bürosunda, iş saatleri içerisinde ve dokümanın geçerlilik süresi boyunca kamunun incelemesine açık tutulmalıdır.

16. Aynı zamanda, FSA'da raf dokümanının web sayfasına konduğuna dair bir duyuruyu ve dokümanın kendisini, en geç dokümanın onaylanmasından 1 işgünü sonra web sitesine yerleştirecektir.

İhraç Notu -dokümanların teslimi

17. Benzer şekilde, ihraç notunun 3 nüshası taslak halinde yayımı düşünülen tarihten 10 işgünü önce FSA'ya sunulmalıdır.

18. İnceleme sonucunda taslakta istenen değişiklikler, yapılan değişikliklerin belirtilmesi suretiyle yeniden sunulmalıdır.

İhraç Notu -Onay

19. İhraç notu, yürürlükte olan raf dokümanı ile birlikte, ilgili otorite tarafından mühürlenmek suretiyle onaylanacaktır.

İhraç Notu -Yayım ve Dağıtım

20. Onaylı ihraç notunun bir nüshası, raf dokümanı ile birlikte, ücretsiz olarak ve basılı halde, ihraççının İngiltere'deki merkezinde ve ihraççının aracı kurumunun bürosunda, iş saatleri içerisinde en az 14 gün boyunca kamunun incelemesine açık tutulmalıdır.

21. İhraççılar, ihraç notunu tek başına, izahname yerine geçecek şekilde, potansiyel yatırımcılara dağıtabilirler.

Doküman İnceleme Ücreti

22. İhraççılardan 5.000 GBP ön-inceleme ücreti alınacaktır. Bu tutarın 1.500 GBP'lik bölümü raf dokümanı, 3.500 GBP'lik bölümü ise ilk ihraç notu içindir. Daha sonra yayımlanacak her ihraç notu için de 3.500 GBP'lik ücret alınacaktır.

Gelecekte Beklenen Gelişmeler

23. Daha fazla sayıda Avrupa ülkesinin yakın gelecekte raf kayıt sistemini uygulamaya geçirmesi muhtemeldir. FSA, bu düzenlemelerin uyumlulaştırılmasının fayda sağlayacağını ve tek dokümanın bütün ülkelerde ortaklaşa olarak kabulüne yardımcı olacağını düşünmektedir.

2.1.8. Raf Kayıt Uygulamasına Karşı Görüşler, Çekinceler

Yukarıda yer alan raf kayıt sistemine ilişkin çalışmalara ek olarak, Avrupa Birliği için hazırlanan izahnamelerle ilgili bir Direktif Taslağı ile de, raf kayıt uygulamasının hisse senetleri Avrupa Borsalarında işlem gören halka açık şirketler için zorunlu hale getirilmesi öngörülmektedir. Söz konusu düzenleme önerisinin gerekçesinde; tatminkar bir yatırımcı bilgilendirilmesinin sağlanması için, böyle bir yıllık güncellemenin gerekli olduğu belirtilmektedir. Ancak, söz konusu direktif

taslağı hükmüne ve mevcut raf kayıt düzenlemelerine ilişkin olarak aşağıdaki eleştiriler getirilmektedir⁴:

1. Raf dokümanının da aynen izahnamelerde olduğu gibi yetkili otoriteler tarafından onaylanması gerekmektedir. Bu durum, üst yönetim ve diğer idarecilerin zamanına mal olması ve ilgili diğer maliyetler nedeniyle, halka açık şirketler için ciddi bir yük yaratacaktır.

2. Raf kayıt, şirketler tarafından gerçekleştirilecek ihraçlarda basit bir dokümanın hazırlanmasını (arz notu) yeterli kılacaktır. Ancak bu kolaylık, 12 aylık süre içerisinde ihraç gerçekleştirilmeyi düşünmeyen ya da genel olarak az sayıda ihraç gerçekleştiren şirketler için hiçbir anlam ifade etmeyecektir ve raf dokümanının her durumda sürekli güncellenmesini gerektirecektir.

3. İngiltere, 1999 yılında, isteğe bağlı bir raf kayıt uygulaması başlatmıştır ve o tarihten bu yana sadece 4 şirket bu uygulamadan faydalanmıştır. Bu durum ihraççıların, raf kayıt sisteminin sağladığı avantajlar konusunda ikna olmadıklarını göstermektedir.

4. Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından yapılan bir çalışmada, zorunlu raf kayıt uygulamasının, Londra Borsası'na kayıtlı şirketlere yıllık yaklaşık olarak 146 milyon GBP ek maliyet yaratacağı öngörülmüştür. Dolayısıyla, sistem, belirli dönemler itibarıyla düzenli ve güncel bilgi sağlmasına karşılık, yüksek maliyetli bir sistemdir.

⁴ Hobson Audley Avukatlık Şirketi Kurumsal Finansman Sorumlusu Anthony GORDON'un "Implications of the Prospective Directive on AIM/The Shelf Registration Regime" isimli makalesinden alınmıştır.

2.2. ABD RAF KAYIT SİSTEMİ⁵

2.2.1. Tanım ve Uygulama

ABD'de uygulanan şekliyle raf kayıt, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasasına dayalı olarak çıkarılan Kural 415 çerçevesinde, iki yıllık bir süre içerisinde ihraçcının inisiyatifi ile, parça parça ya da bir bütün olarak ihraç edilecek belirli miktarda menkul kıymetin kayda alınmasıdır. “Raf kayıt” ismi, kayda alınarak satışa hazır hale getirilen menkul kıymetlerin "raf"ta beklediği varsayımını belirten tanımlamadır. İhraççı, piyasa koşullarını uygun gördüğünde, menkul kıymetlerin tamamını ya da bir bölümünü raftan indirmekte ve satışı gerçekleştirmektedir.

Raf kayıt düzenlemesinin dayandığı Kural 415'in (a/2) maddesinde;

"(a-1/viii-x) maddelerinde yer alan menkul kıymetlerden, kayıt beyannamesinin geçerli hale geldiği tarihten itibaren sadece 2 yıl içinde makul bir şekilde yapılacak tahmine göre satılabilecek tutar kadar menkul kıymet kayıt ettirilebilir"

hükmü yer almaktadır.

Raf kayıt, geleneksel bir ikincil piyasa ihracının aksine, bir şirkete piyasanın herhangi bir durumunda küçük miktarlarda para toplama imkanı veren ve olumlu her türlü piyasa gelişmesinden faydalanma imkanı sunan bir sistemdir. Sistem, işlem yapısında büyük bir esneklik sağlamakta ve şirketlere, menkul kıymetlerin satışında mevcut piyasa koşulları altında en iyi kararı verme olanağını sağlamaktadır. Buna ek olarak, raf kayıt şeklinde kayda alınmış hisse senetleri, şirket ele geçirmelerinde veya stratejik yatırımlarda, kayda alınmamış hisse senetlerine göre çok daha iyi değerlemelerle kullanılabilir.

⁵ Bilgi için, ayrıca, bkz. “Raf Kayıt ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği”, Araştırma Raporu, Selma KURTAY, SPK Başuzmanı.

Raf kayıttan yararlanmak isteyen şirket, SEC'ye bir kayıt bildirgesi (beyanı) doldurarak teslim etmek zorundadır. Kayıt bildirgesi, satılacak menkul kıymetlerin toplam değerini gösteren belirli bir tutar belirtilerek doldurulabileceği gibi, satışa sunulacak menkul kıymet miktarını belirtecek şekilde de doldurulabilir. Kayıt bildirgesi ile her tür ve (hisse senedi, varant, tahvile dönüştürülebilir hisse senedi, her türlü borç senetleri de dahil olmak üzere) kombinasyonda menkul kıymet kayda alınabilir. Raf kayıt, SEC tarafından "geçerli" olarak ilan edildikten sonra, şirketin, kayda alma bildirgesi ile kapsanan menkul kıymetlerini satması için 2 yıllık süresi bulunmaktadır. Şirket bu iki yıllık süre içerisinde, spesifik olarak hangi menkul kıymetleri satacağına karar verdikten sonra (örneğin; hisse senetlerini varantları ile birlikte), satışı gerçekleştirmekte ve 2 işgünü içinde SEC'ye satışı gerçekleştirilen menkul kıymetlerle ilgili bilgileri (fiyat, miktar vb..) raf kayıt bildirgesine ek bir doküman olarak sunmaktadır. Sunulan ek dokümanın satıştan önce SEC tarafından incelenmesi gerekmektedir.

Raf kayıta, şirket, hangi menkul kıymeti satacağına, ne zaman satacağına, ne kadar satacağına, hangi fiyattan satacağına ve kime satacağına kendisi karar vermektedir. Dolayısıyla, etkin bir şekilde yapılmış raf kayıt, güçlü bir sermaye artırımı ya da fon sağlama aracıdır. Ancak, raf kayıt işleminin gerçekleştirilmesi kendi başına yeterli olmayabilir. Sistemden tam verim sağlanabilmesi için, özellikli piyasa koşullarının kaçırılmaması, iki yıllık süre içerisinde piyasanın yakından takip edilmesi, geleceğe yönelik sağlıklı tahminlerde bulunulması ve piyasa koşullarının şirket yönetiminin planları ve amaçlarıyla örtüştürülebilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, raf kaydın geçerlilik kazanmasından sonra, kayda alınan menkul kıymetler, bazen, yatırım bankaları ve aracı kurumlar tarafından yüklenilebilmekte ve satış, doğrudan şirket yönetimleri yerine, bu kuruluşların fon yöneticilerinin, zamanlama, fiyat ve diğer konularda verecekleri kararlar doğrultusunda sonuçlandırılmaktadır.

Kayda alınan menkul kıymetlerin satışı çeşitli yöntemlerle yapılabilmektedir. Bu yöntemlerden bir tanesi, menkul kıymetlerin önceden belirli alıcılara, anlaşılmış bir fiyattan tahsisli olarak satışidir. Şirket yönetimi ya da yüklenimi yapan aracı

kuruluşun, raf kayıta konu menkul kıymetlerin bir bölümünü ya da tamamını pazarlık usulü ile bir yatırım fonuna satması bu yöntemle örnek olarak verilebilir.

Diğer bir yöntem ise piyasada satış ("at the market" offer). İhracın "piyasada satış" yöntemi ile gerçekleştirilmesi, yöntemin isminden de anlaşılacağı üzere, şirketin yeni ihraç ettiği menkul kıymetlerini, menkul kıymetin işlem gördüğü piyasada, menkul kıymetin piyasa yapıcılara ya da dealer'lara, cari fiyattan satmasını kapsamaktadır. Ancak bu tip satışların potansiyel olarak piyasa manipülasyonlarına açık olması nedeniyle, SEC'nin piyasa arzlarına getirdiği bazı sınırlamalar mevcuttur.

Bu sınırlamalardan birincisi, satış işleminin kayıtlı bir aracı kuruluş/kişi(dealer) kullanılarak yapılması, böylece, şirket yönetimi ile piyasa arasına düzenlemelere tabi bir üçüncü tarafın yerleştirilmesidir.

İkinci bir sınırlama ise, bu şekilde satılacak raf kayıta konu menkul kıymetlerin tutarının, şirketin raf kayıt bildirisini sunduğu tarihteki halka arzedilmiş menkul kıymetlerinin toplam değerinin %10'unu aşmamasıdır.

2.2.2. Raf Kayıt Sisteminden Yararlanabilmek İçin Seçilebilirlik Kriterleri

SEC düzenlemeleri uyarınca, bir şirketin raf kayıt sisteminden yararlanabilmesi için, Şirketin;

1. En az 1 yıldır 1934 Yasası uyarınca raporlamaya tabi olması ve bu yükümlülüğünü yerine getirmiş olması,

2. Raf kayıt bildirisini sunmak için başvurduğu tarihten geriye doğru 60 takvim günü için hesaplandığında, halka arzedilmiş menkul kıymetlerinin piyasa değerinin en az 75 milyon ABD Doları tutarında olması,

3. İhraç ettiği borç senetlerinin veya bunların türevlerinin ödenememiş olmaması,

gerekmektedir.

2.2.3. Raf Kayıt Sisteminin Avantajları

Sadece tek bir menkul kıymet için normal kayda alma ile yapılan ikincil piyasa satışları ile karşılaştırıldığında, raf kaydın yapısal sınırlamalar içermediği görülmektedir. Raf kayıt ile, çok geniş bir yelpaze içinde, değişik türde menkul kıymetlerin satışı, farklı amaçlara sahip çeşitli yatırımcı kesimlerine, aynı zamanda farklı ve değişken fiyatlarla, veya farklı zamanlarda, geçici piyasa koşullarının sağladığı tüm avantajlar kullanılarak gerçekleştirilebilir. Satışı gerçekleştirilen menkul kıymetlerin satış koşulları, satış gerçekleştirilene kadar (alıcılar hariç) kamuya açıklanmak zorunda değildir. Böylece, potansiyel açığa satışıların da dahil olduğu diğer piyasa katılımcıları, raf kayıt kapsamında satılacak menkul kıymetlerin türünü, satış koşullarını veya zamanlamasını bilmedikleri için kendi faaliyetlerini şirketin raf kayıt çerçevesinde gerçekleştireceği ihraca göre ayarlama imkanına sahip bulunmamaktadırlar. Bu tip bir piyasa belirsizliği ihraççı şirketin yararına ve şirkete, piyasaya kendi niyeti hakkında önceden bilgi vermeden iyi yapılandırılmış bir fon toplama planı uygulama olanağı tanır.

2.2.4. Raf Kayıt Sisteminin Dezavantajları

Raf kayıt sistemi ile ilgili en yaygın eleştiri, mevcut olan bir raf kaydın, piyasada şirketin hisse senedi fiyatının yükselmesini engelleyen bir baskı (overhang) yarattığıdır. Ancak, şirketlerin orantısız bir miktarda (yani, kendi mevcut piyasa kapitalizasyonlarından daha yüksek bir miktarda) menkul kıymeti kayda aldıkları durumlar hariç olmak üzere, bu iddianın ampirik ispatı yapılamamıştır. "Baskı" eleştirisine karşı bir diğer görüşe göre de, raf kayıt olmasa bile, bir şirketin kamuya açıklanmış bilgileri uyarınca, eğer faaliyetlerinin devamlılığı ya da fon gerektiren diğer bir konu (örneğin yeni bir ürünün piyasaya sürülmesi) için ilave fon

toplamasının gerektiği durumlarda, herkes şirketin ilave menkul kıymet çıkaracağı beklentisi içine girdiği için, bu baskı kendiliğinden oluşmaktadır. Dolayısıyla, raf kaydının varlığı, fon toplamayı hızlandırmakta, ancak, şirketin piyasa beklentilerinin çok çok üzerinde bir raf kayıt gerçekleştirmediği durumlarda, piyasanın tepki vermesini gerektirecek yeni bir bilgi yaratmamaktadır.

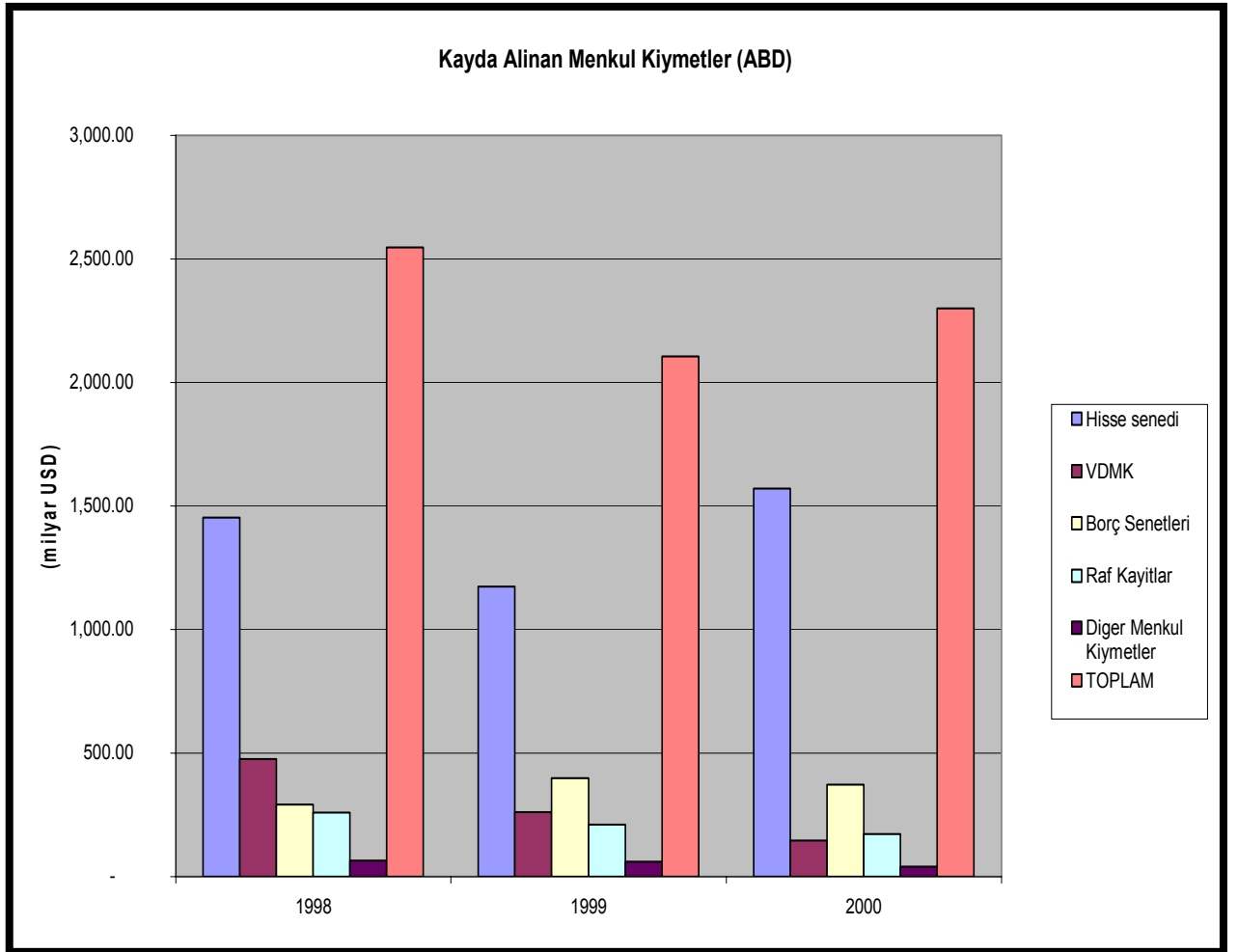
İki yıllık süre içerisinde büyük değişiklikler gösterebilecek spesifik piyasa koşullarına bağlı olarak, raf kayıt sistemini kullanacak şirketlerin, ihraç edecekleri menkul kıymet türlerini dağıtmaları ve satışı değişik yatırımcı gruplarına (bir bölümünü kurumsal yatırımcılara, diğer bir bölümünü bireysel yatırımcılara vb..) gerçekleştirmeleri kendi yararlarına olacaktır. Piyasa koşulları ve şirketin ihtiyaçları bu konuda kullanılacak en iyi yaklaşımı zaten kendiliğinden belirleyecektir. Benzer şekilde, raf kayıta, belirli tek bir fiyat olmaması nedeniyle, piyasa koşullarına göre çeşitli fiyatlamaya yapıları kullanılabilir (spot fiyatlamaya, forward fiyatlamaya vb..). Raf kayıt sisteminin en büyük dezavantajı, şirketin hiçbir zaman belirli bir tarihte elde edeceği fonu güvence altına alamamasıdır. Örneğin, eğer ihraççı şirketin, ele geçirmelerde olduğu gibi, elde edilecek belirli bir fon miktarının tamamına ihtiyacı varsa ve bu tutarın altındaki miktarlar işine yaramayacaksa, piyasa koşullarının o tarihte bu fonu toplamak için uygun olacağına güvencesi bulunmamaktadır.

2.2.5. ABD'de Son Üç Yılda Yapılan Raf Kayıtlar

1998, 1999 ve 2000 yıllarında SEC'ye yapılan kayda alma başvurularını menkul kıymet türleri itibariyle gösteren tablo ve bu tablonun grafiksel olarak gösterimi aşağıda verilmektedir:

TABLO 2- Son 3 yılda SEC Tarafından Kayda Alınan Menkul Kıymetler (milyar ABD Doları)⁶

Menkul Kıymet	1998	1999	2000
Hisse senedi	1.453,7	1.174,8	1.570,4
VDMK	476,2	260,6	145,8
Borç Senetleri	291,6	397,9	372,5
<i>Paylaştırılmamış Raf Kayıtlar⁷</i>	<i>259,8</i>	<i>211,0</i>	<i>171,6</i>
Diğer Menkul Kıymetler	64,8	60,1	40,0
TOPLAM	2.546,1	2.104,4	2.300,3



⁶ Bu tabloda yer alan veriler SEC'nin 1999 ve 2000 yıllarına ait faaliyet raporlarından alınmıştır.

⁷ Her bir menkul kıymet türü için ayrı ayrı tutar belirtilmeksizin, ihraç edilecek çeşitli menkul kıymetlerin (hisse senedi, tahvil, varant, vb..) toplam tutarı olarak doldurulan raf kayıt bildirelerini ifade etmektedir.

Sözkonusu tablo ve grafiğin incelenmesinden, ABD'de SEC tarafından 1998-2000 yılları arasında, sırasıyla, toplam 2.546 milyar ABD Doları, 2.104 milyar ABD Doları ve 2.300 milyar ABD Doları tutarında menkul kıymetin kayda alma alındığı; kayda alınan menkul kıymetler arasında yarıdan fazlasını hisse senetlerinin oluşturduğu; "paylaştırılmamış raf" olarak kayda alınan menkul kıymetlerin tutarının toplam tutar içindeki oranlarının, sırasıyla, %10,20; %10,02 ve %7,46 olduğu ve 2000 yılında kayda alınan menkul kıymet tutarının artmasına karşılık, paylaştırılmamış raf olarak kayda alınan menkul kıymetlerin hem rakamsal hem de oransal olarak önceki yıla kıyasla düşüş gösterdiği görülmektedir.

III. Avrupa Birliği ve ABD Raf Kayıt Sisteminin Türk Sermaye Piyasası İçin Uygulanabilirliklerinin Değerlendirilmesi ve Öneriler

3.1. AB Uygulamasının Türkiye İçin Değerlendirilmesi ve Öneriler

AB uygulamasında bir kamuyu aydınlatma sistemi olan raf kayıt sistemi, Avrupa Birliği'nde şu an Belçika, Fransa, İtalya, İspanya ve İngiltere'de isteğe bağlı olarak uygulanmaktadır. Sistem, IOSCO'nun Eylül 1998'de yaptığı "Sınırötesi İhraçlar ve İlk Kayda Almalar İçin Uluslararası Kamuyu Aydınlatma Standartları" isimli bir çalışmasından yola çıkılarak uygulamaya geçirilmiştir ve ileriki dönemlerde zorunlu hale getirilmesi tartışılmaktadır.

Sistem, sağladığı diğer olanakların yanı sıra, birincil piyasalar için düzenlenecek raf dokümanın, ikincil piyasa katılımcılarına da sürekli güncel bilgi sağlamasına olanak vermesi, dolayısıyla ikincil piyasalarda da kamuyu aydınlatmayı artırması yönünden dikkat çekici bir uygulamadır.

Türkiye'de kamuyu aydınlatma, birincil piyasalarda; temel olarak izahname ve sirkülerlerle; ikincil piyasalarda ise özel durum açıklama formları ile sağlanmaktadır. Bunun yanı sıra, üçer aylık dönemler itibariyle yayımlanan mali tablolar, altışar aylık dönemler itibariyle kamuya açıklanan bağımsız denetim raporları ve şirket genel kurullarında yatırımcıların bilgisine sunulmak üzere düzenlenen faaliyet raporları da kamuyu aydınlatma dokümanları olarak sistemde yer almaktadır.

Türkiye'de mevcut uygulamada, halka arz ve ihraçlarda en kapsamlı kamuyu aydınlatma dokümanı olan izahnameler; basılı olarak ve sadece ihraç sırasında yayımlanmakta, ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan edilmekte ve satış sırasında, satışın yapıldığı yerlerde yeterli sayılarda bulundurularak talep edenlere verilmektedir. İzahnameler, bu tür bir dokümanın mevcudiyetine yönelik bilgi eksikliğinin yanısıra, elektronik ortamda yayımlanmaması, yayım ve dağıtım ağının

sınırlı olması, belirli bir süre için yayımlanması nedenleriyle geniş kitlelere ulaşmamaktadır. Şirketlerin mali tabloları ile gerçekleştirilecek ihraca ilişkin spesifik bilgileri içeren sirkülerler ise günlük gazetelerde ilan edilmektedir.

İhraççı tarafından düzenlenmesi ve Kurul'ca onaylanması önemli çalışma, zaman ve diğer maliyetler içeren izahname ve sirkülerlerin, yatırımcıyı bilgilendirme amacına tam olarak hizmet edebilmesi ve gün geçtikçe yaygınlaşan internetin kamuyu aydınlatma amacıyla çok daha geniş kitlelerin kullanımına sunulabilmesi için, Avrupa Birliği'nde uygulanan raf kayıt sisteminin ülkemizde de, izahnamenin raf dokümanı ve arz notu şeklinde ikiye bölünmesi ve arz notunun sirkülerin yerini alması suretiyle uygulamaya geçirilmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir.

Bu kapsamda uygulamaya geçirilecek AB raf kayıt sisteminin;

- Daha etkin bir kamuyu aydınlatma sistemi kurulmasına,
- İkincil piyasalara bilgi akışının artmasına,
- AB mevzuatına uyum sürecine olumlu katkı sağlamasına,
- Ortaklıklar hakkında şeffaflığı ve bilgi akışını artırması ve bilgiye ulaşımı hızlandırması nedeniyle, piyasaya yabancı yatırımcı ilgisinin ve yabancı sermaye girişinin artmasına,
- Benzer sistemler içinde olunacağından, diğer sermaye piyasalarına ve başta AB olmak üzere gelişmiş piyasalara yapılacak menkul kıymet ihraçlarını kolaylaştırmasına ve teşvik etmesine,

yol açacağı düşünülmektedir.

AB raf kayıt sisteminin ülkemizde de uygulamaya geçirilmesine ilişkin olarak yapılacak düzenlemede;

1. Sistemin şu aşamada isteğe bağlı olarak, hisse senetleri İMKB Ulusal Pazarda ve Bölgesel Pazarda işlem gören şirketler için uygulanmasının;

2. Raf kayıttan yararlanacak şirketlerde,
 - Hisse senetlerinin gözüaltına pazarında işlem görmüyor olması,
 - Geçmişte ya da mevcut durum itibariyle kanunlara, mevzuata, Kurul düzenlemelerine ciddi aykırılıklar gösteren işlemlerde bulunmamış, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini ihlal nedeniyle cezai işlemlerle karşı karşıya kalmamış olmaları,
 - Sistem içinde kalındığı sürece, uygulama gereklerine tam uyum sağlayacak teknik ve personel altyapısına sahip olmaları,

koşullarının aranmasının,
3. Raf dokümanlarının ve Arz Notlarının Türkçe'nin yanı sıra İngilizce olarak da düzenlenmesinin zorunlu olmasının,
4. Düzenlenecek raf dokümanlarının ve arz notlarının SPK ve İMKB web sitelerinde yayınlanmasının,
5. Raf dokümanlarının altışar aylık dönemler itibariyle güncellenmesinin,
6. Doküman içeriklerinin, AB ile uyumun sağlanmasını teminen IOSCO raporunda belirlenen çerçeve içerisinde tespit edilmesinin,
7. Sistemin işleyiş esaslarının, AB Ülkeleri uygulamalarından önemli farklar içermemesinin,

uygun olacağı düşünülmektedir.

3.2. ABD Uygulamasının Türkiye İçin Değerlendirilmesi ve Öneriler

Ülkemiz mevzuatında, ABD'de uygulanan raf kayıt sistemine benzer bir sistem, borçlanma senetleri ihraçları için mevcut olup, ihracılar, 1 yıl içinde yapılacak tüm ihraçlarının Kurul kaydına alınmasını talep edebilmektedir. Ancak, benzer bir uygulama hisse senedi ihraçları için geçerli değildir.

Amerika Birleşik Devletlerinde uygulanan raf kayıt sistemi, *işleyiş biçimi açısından*, Kurul'un Seri: IV, No:7 sayılı Tebliği ile düzenlenen kayıtlı sermaye sistemine benzemektedir.

Kayıtlı sermaye sistemi, anonim ortaklıkların yönetim kurullarına, genel kurulca tespit edilen kayıtlı sermaye tavanına kadar sermaye artırımı yapma yetkisi veren bir sistemdir. Bu sistemde, yönetim kurulu sözkonusu tavan içerisinde kalmak koşuluyla, ihtiyaç duyduğunda sermaye artırım kararı alarak, ihraç edilecek hisse senetlerinin kayda alınması için ilgili sermaye piyasası otoritesine (Kurul'a) başvuruda bulunmaktadır.

Raf kayıt sistemi ise, kavram olarak, şirket yetkili organı tarafından 2 yıllık bir dönem içinde ihraç edilmesine karar verilen belirli bir tutara (tavana) kadar menkul kıymetin, yetkili sermaye piyasası otoritesi tarafından kayda alınarak satışa hazır hale getirilmesini tanımlamaktadır. Sistem, ihraçcı şirket yönetim kuruluna, kayıt ettirilen menkul kıymet tutarına ulaşana kadar, dilediği anda, başka herhangi bir başvuru, izin, kayda alma, vb.. işleme gerek kalmadan satış yapma olanağı tanımaktadır.

Amerika Birleşik Devletleri'nde uygulanan ve önceki bölümlerde uygulama esasları anlatılan raf kayıt sistemine bakıldığında, bu tür bir sistemden en büyük faydayı,

a) Büyük miktartlı ve değişik kombinasyonlarda menkul kıymet ihraç eden şirketlerin,

b) Hisse senedi ihraçlarında, yeni pay alma haklarının kısıtlanması suretiyle veya primli fiyattan ihraç gerçekleştiren şirketlerin,

c) İhraçları değişik yatırımcı kitlelerine (yatırım fonları, bireysel yatırımcılar, vb..) gerçekleştiren ihraççıların,

sağladığı, sistemin özellikle bu şirketler için tasarlanmış olduğu görülmektedir.

Ülkemizde gerçekleşen ihraçların özelliklerine bakıldığında ise, uzun yıllardır; başta genel ekonominin içinde bulunduğu koşullar olmak üzere çeşitli nedenlerle, (birkaç istisna hariç) hisse senedi dışında menkul kıymet ihracının yapılmadığı görülmektedir. Buna ek olarak, halka açılmalar haricinde gerçekleştirilen hisse senedi ihraçlarında, yeni pay alma hakları kısıtlanmamakta ve nominal değerden şirketin mevcut ortaklarına kullanılmaktadır. Piyasa fiyatı ile nominal değer arasındaki farkın genellikle yüksek olması nedeniyle, sermaye artırımlarında, sadece yeni pay alma hakkı kullanılmayan çok küçük bölümler halka arz edilmektedir. Ayrıca, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda genel olarak piyasa genişliğinin çok yüksek düzeylerde olmaması, piyasayı, bu tür bir sistemin fiyat üzerinde yaratacağı olumsuz etkilere de açık hale gelmektedir.

Yukarıda bahsedilen koşullardan; sadece hisse senedi ihracına yönelik bir talep bulunması, ABD'de daha çok uygulama bulduğu gibi, değişik ve belirsiz türde menkul kıymet kombinasyonlarının raf kayıt olarak ihraçlarına olanak tanımamakta; yeni pay alma hakları kısıtlanmadan sermaye artırımlarının yapılması, sistemin etkin bir fon toplama yöntemi olarak çalışmasını engellemekte; piyasa genişliğinin çok yüksek olmaması, piyasada satış gerçekleştirilebilmesi şüpheli hale getirmektedir. Tüm bu etkenler birlikte ele alındığında, ABD'de uygulanan raf kayıt sisteminin, mevcut koşullar altında, ülkemizde hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin ihraç ve halka arzlarında uygulanması için çok uygun olmadığı ve uygulamanın bu şirketler için yarar sağlamayacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, raf kayıt sisteminin uygulanmasının faydalı olabileceği düşünülen bazı ihraç türleri, kategoriler itibariyle aşağıda incelenmiştir:

3.2.1. KİT'lerin Özelleştirilmesi İçin Yapılacak İhraçlarda Raf Kayıt Uygulaması

Özelleştirmeler, 1980'li yıllardan bu yana tüm hükümetlerin ekonomi programlarında yer almakta ve hızla gerçekleştirilmesine çalışılmaktadır. Bugün özelleştirme kapsamında yer alan şirketlerden bazıları halka açık şirket statüsünde olup, hisse senetleri Borsa'da işlem görmektedir. Söz konusu şirketler arasında Tüpraş, Petkim, Türk Hava Yolları, Ereğli Demir Çelik gibi bir çok açıdan Türkiye'nin en büyük şirketleri de yer almakta ve bu şirketlerin kalan paylarının da halka arz ve/veya blok satış yöntemi ile özelleştirilmesi planlanmaktadır. Ancak, Tüpraş'ın 2000 yılında gerçekleştirilen halka arzı gibi, tek seferde çok büyük miktarlı olarak halka arz yoluyla yapılan özelleştirmeler, piyasadaki arzı bir anda artırmakta ve ihraç edilen hisse senedinin fiyatı üzerinde büyük baskıya yol açmaktadır. Bunun yanı sıra, kayda alma sürecinin Kurulca karara bağlanması 1-2 aylık bir çalışma gerektirdiğinden, halka arz yoluyla yapılacak özelleştirmeler, piyasa koşullarının değişkenliğinden doğan başarısızlık riskine açık hale gelmektedir.

Bu nedenlerle ABD raf kayıt sisteminin, özelleştirme kapsamındaki anonim ortaklıkların, *özelleştirme niteliğindeki* ihraç ve halka arzlarında, kayda alma tarihinden itibaren ileriki 2 yılda yapılacak ihraç tutarının kayda alınması şeklinde uygulanmasının uygun olacağı ve İMKB'de yapılacak halka arzlarda Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na güç kazandıracağı düşünülmektedir.

3.2.2. Halka Açılmalarda Raf Kayıt Uygulaması

Raf kayıt sisteminin uygulanabileceği düşünülen ihraç türlerinden bir diğeri de halka açılmalardır. Önceden belirlenecek özelliklere sahip halka kapalı anonim ortaklıklara tanınabilecek bu hak, büyük miktarlı ve büyük oranlı bir halka açılma gerçekleştirilmeyi tasarlayan şirketlerin, iki yıllık bir süre zarfında piyasa koşullarından en iyi şekilde faydalanmasını sağlayabilecektir.

Diğer taraftan, büyük miktarda ihraçların, raf kayıt sistemi ile parça parça değişik zamanlarda gerçekleştirilebilecek olması, iyi bir zamanlama yapıldığı takdirde, piyasada arz fazlası oluşmasının veya satışın başarısız olmasının da önüne geçecektir.

İlk defa gerçekleştirilecek halka açılmalarda uygulanacak raf kayıt sisteminin, büyük miktarda ve oranlı halka arzları özendirilmesi için, uygulamadan yararlanacak ihraççıların tespitinde belirli ihraç ve halka açılma oranı büyüklüklerinin esas alınması gerekmektedir. Diğer bir ifade ile sistem, halka açılmayı planlayan tüm şirketlere açık olmamalıdır. Bu tür bir yaklaşım, piyasaya işlem hacmi ve piyasa kapitalizasyonu yüksek şirketleri kazandırmakla kalmayacak, tamamlanamamış ihraçlar dolayısıyla oluşabilecek, işlem hacmi düşük, derinliği ve genişliği olmayan şirketlerin Borsa'da işlem görmesini de önleyecektir.

Seri: I, No: 26 "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"ne Seri: I, No:27 sayılı Tebliğ ile eklenen "Kısmi Aracılık Yüklenimi Esasları" başlıklı Ek Madde 1'de:

"Hisse senetlerinin bu Tebliğ'in 5 ve 6 ncı maddelerine göre halka arzında, sirkülerde belirtilen satış süresinin sonunda satılmayan hisse senetlerinin kısmi yüklenimi, halka arz tutarı ile halka arz oranları dikkate alınarak aşağıda yeralan esaslara göre hesaplanır"

hükmü yer almakta ve hesaplamalara esas olarak aşağıdaki tablo (Tablo 2) verilmektedir.

Trilyon TL	Halka Arz Tutarları (t)					
	t<15	15 ≤ t < 30	30 ≤ t < 60	60 ≤ t < 150	150 ≤ t < 300	t ≥ 300
Halka Arz Oranı (h)						
h < %15	%100,00	%75,00	%50,00	%25,00	%10,00	0
%15 ≤ h < %25	%75,00	%56,25	%37,50	%18,75	%7,50	0
%25 ≤ h < %50	%50,00	%37,50	%25,00	%12,50	%5,00	0
h ≥ %50	%25,00	%18,75	%12,50	%6,25	%2,50	0

Halka Arz oranı (h), halka arz edilecek hisse senetleri tutarının mevcut sermayeye oranını ifade etmektedir. Halka Arz tutarı (t) halka arz edilecek hisse senetlerinin ihraç değerini ifade etmektedir.

Raf kayıttan yararlanarak ilk defa halka açılacak şirketlerin belirlenmesinde; Seri: I, No:26 Tebliğinin Ek Madde 1/Tablo 2'de yer alan **%37,5** oranında veya daha alt düzeyde bir aracılık yüklenimi gerektirecek ihraçta bulunulması şartının aranmasının, makul bir uygunluk (seçilebilirlik) kriteri oluşturacağı düşünülmektedir. Diğer bir ifade ile, raf kayıttan yararlanarak halka açılmayı planlayan bir şirket, en az %15 ile %25 arası bir halka arz oranı ve 30 trilyon TL - 60 trilyon TL tutarında bir halka arz tutarı; veya %25 ile %50 arası halka arz oranı ve 15 trilyon TL- 30 trilyon TL arası bir halka arz tutarını sağlamak zorunda olmalıdır.

3.2.3. İMKB Ulusal-30 Endeksine Dahil Borsa'da İşlem Gören Şirketlerin Sermaye Artırımlarında Raf Kayıt Uygulaması

ABD raf kayıt sisteminin, hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketler için uygulamaya geçirilmesinin değerlendirilmesinde, İMKB Ulusal-30 Endeksine dahil şirketlerin; finansal büyüklükleri, insan kaynakları, kurumsallaşma oranları, İMKB'deki işlem hacimleri, mevcut piyasa genişlikleri ve benzeri etkenler açısından raf kayıt sistemi uygulanmasına diğer şirketlere kıyasla daha uygun olduğu düşünülmektedir. Ancak, önceki bölümlerde belirtildiği üzere, piyasada sadece hisse senedi ihraçlarına yönelik bir talep olması, sermaye artırımlarının, yeni pay alma hakları kullanılarak yapılması ve piyasa genişliğinin Borsa genelinde çok yüksek olmaması nedenleriyle sistemin, *ABD'de uygulandığı şekliyle* etkin bir fon toplama yöntemi olarak çalışması mümkün görülmemektedir.

Buna karşın, belirli büyüklük koşullarını taşıyan şirketlerin, *yeni pay alma haklarının nominal değerden kullandırıldığı sermaye artırımlarının* daha hızlı tamamlanması ve bu şirketler için ihraç prosedürünün kolaylaştırılması için ABD raf kayıt sistemine benzer bir sistemin mevzuatta düzenlenebileceği ve uygulamaya geçirilebileceği düşünülmektedir.

Bu amaçla, kayıtlı sermaye sistemine benzer şekilde işleyecek bir sistemin temel olarak;

1. Sistemden yararlanacak şirketin, iki ya da daha fazla parça halinde, başvuru tarihinden sonraki 2 yıl içinde, makul şekilde yapılacak bir tahmine dayalı olarak gerçekleştirmeyi planladığı sermaye artırım tutarının kayda alınması,
2. Sermaye artırımının, yeni pay alma haklarının kısıtlanması, primli veya tahsisli ihraç şeklinde *yapılmaması*,
3. Kayda alma başvurusunun, sermaye artırımının kaç bölümde, hangi tutarlarda ve bu artırımların gerçekleştirilmesi planlanan muhtemel tarihler belirtilerek kamuya açıklanması,
4. Başvurunun sonuçlanması ile, kayda alınan tutarın ilk bölümünün ihracına mevzuatta öngörülen süreler içinde başlanması,
5. İkinci ve müteakip ihraçların, önceki ihraç sırasında yayımlanan izahname ve sirkülerlerin güncellenmesi, Kurul tarafından onaylanması ve gerekli ilan ve diğer kamuyu aydınlatma yükümlüklerin yerine getirilmesi suretiyle yapılması,
6. Sistemden faydalanmanın, kayıtlı sermaye sisteminde olduğu gibi, Kurul iznine tabi olması,
7. Sermaye artırımının kalan bölümünden vazgeçilmesi halinde, bu durumun diğer kamuyu aydınlatma araçlarının yanı sıra gazete ilanları ile de kamuya duyurulması,

esasları çerçevesinde oluşturulabileceği, bu amaçla Seri: I, No: 26 Tebliği ve ilgili diğer Tebliğlerde gereken değişiklik ve eklemelerin yapılabileceği düşünülmektedir.

IV. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Raf kayıt sistemlerinin incelenmesi sonucunda; Avrupa Birliği Ülkeleri ile Amerika Birleşik Devletleri'nde uygulanan raf kayıt sistemlerinin aynı isimle anıldığı, ancak birbirinden tamamen farklı sistemler olduğu belirlenmiş ve bu sistemler önceki bölümlerde ayrıntıları ile açıklanmıştır.

ABD'de uygulanan raf kayıt sistemi, ihraç edilen menkul kıymetlerin yetkili otorite tarafından fiilen kayda alınarak satışa hazır hale getirilmesidir. ABD uygulamasında sistem, ismini, satılacak menkul kıymetlerin rafta beklediği ve satış gerçekleştirilirken menkul kıymetlerin raftan indirildiği varsayımından almaktadır.

Avrupa Birliği'nde uygulanan raf kayıt sistemi ise bir kayda alma değil, kamuyu aydınlatma sistemidir. Söz konusu uygulamada rafta bekleyen; şirket yönetimi, faaliyeti, finansal sonuçları ve benzeri bilgileri içeren kamuyu aydınlatma dokümanıdır. Yapılacak ihraçlar sırasında, raf dokümanının, ihraçla ilgili spesifik bilgileri içeren kısa bir "arz notu" ile tamamlanması, dolayısıyla, izahnamenin ikiye bölünerek kamuyu aydınlatmanın daha etkin bir şekilde sağlanması sistemin temelini oluşturmaktadır.

Sistemin amacı, genellikle yıllık olarak güncellenen raf dokümanı ve kısa bir arz notu sayesinde yatırımcıların şirket ve gerçekleştirilecek ihraç hakkında bilgilenme olanaklarını artırmak ve kurulacak ortak bir kamuyu aydınlatma sistemi ile, çokuluslu ihraçlarda, farklı ülkelerde değişik kapsamlarda farklı dokümanlar üretilmesi gerekliliğini ortadan kaldırarak bürokrasiyi azaltmak, Avrupa Birliği ülkeleri arasında sınırötesi ihraçları teşvik etmektir.

ABD ve Avrupa Birliği raf kayıt sistemlerinin ülkemiz sermaye piyasasına uygulanabilirliklerinin incelenmesi neticesinde;

A) ABD raf kayıt sisteminin,

1. Özelleştirme kapsamındaki anonim ortaklıkların, *özelleştirme niteliğindeki* halka arzlarında,

2. Halka kapalı şirket statüsündeki anonim ortaklıkların, büyük miktarlı ve büyük halka arz oranlı halka açılmalarında,

3. İMKB Ulusal-30 Endeksine dahil Borsa şirketlerinin, primli ve tahsisli ihraç olmayan , yeni pay alma haklarının kısıtlanmadığı sermaye artırımlarında,

kayda alma tarihini izleyen 2 yıl içinde yapılacak ihraç tutarının kayda alınması şeklinde uygulanmasının;

B) Avrupa Birliği raf kayıt sisteminin, şu aşamada isteğe bağlı olarak, hisse senetleri İMKB Ulusal Pazarda ve Bölgesel Pazarda işlem gören ve belirli koşulları taşıyan şirketler için, Avrupa Birliği Ülkelerinin düzenlemeleri esas alınarak uygulanmasının,

faydalı olacağı kanaat ve sonucuna ulaşılmıştır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

BRIGHAM, Eugene F.

7. Baskı Fundamentals of Financial Management
The Dryden Press.

MAKALELER

GORDON, Anthony

- 2001 Implications of the Prospective Directive on AIM/The Shelf
Registration Regime
Hobson Audley Law Firm
www.hobsonaudley.co.uk

SMITH, JOSEPH

- 2001 How Public Companies Are Raising Capital In Today's Market
Wall Street Reporter
www.wallstreetreporter.com

RAPORLAR

FESCO

- Mayıs 2000 A "European Passport" For Issuers
Consultation Paper, Ref: Fesco/99-098e
www.europefesco.org

FESCO

Aralık 2000 A “European Passport” For Issuers
A Report For The EU Commission, Ref: Fesco/00-138b
www.europefesco.org

IOSCO

Mart 2001 Adapting IOSCO International Disclosure Standards For Shelf
Registration Systems
www.iosco.org

IOSCO

Eylül 1998 International Disclosure Standards For Cross-Border Offerings
And Initial Listings By Foreign Issuers
www.iosco.org

KURTAY, Selma. SPK Başuzmanı.

Mayıs 1992 Raf Kayıt ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği
SPK Araştırma Raporu.

SEC Task Force

Mart 1996 Report Of The Task Force On Disclosure Simplification
www.sec.gov

REHBERLER

Financial Services Authority (İngiltere)

Mayıs 2000 A Procedural Guide to Using the Shelf Registration System

YETERLİK ETÜDÜ

ÜNAL, Mustafa

2000 İnternet Aracılığıyla Kamuyu Aydınlatma ve Halka Arz İşlemleri
SPK Yeterlik Etüdü, ANKARA

DIĞER KAYNAKLAR

- Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı
- Rule 415 (ABD)
- SEC Yıllık Faaliyet Raporları (1999 ve 2000)