



## Saklama Sertifikaları Nedir ve Ne İşe Yararlar?

Bir önceki sayımızda hisse senedi ile finansman alternatiflerini aktarmaya çalışmış ve yazımın sonunda saklama sertifikalarından bahsetmişim. Bu sayımızda bu konuyu biraz daha derinlemesine işlemek istiyorum. Her zaman olduğu gibi referans noktamız Sermaye Piyasalarına Açılan Pencere isimli kitabımız. Dolayısı ile bu konularla ilgili daha fazla bilgiye ihtiyacınız olduğunda kitaba başvurabilirsiniz.

Geçen hafta aktardığımız gibi saklama sertifikaları (DR'lar), işlem gördükleri ülkeye göre yabancı menşeli bir şirkette hisse senedi sahipliğini gösteren, devredilebilir sertifikalara verilen isim. Her bir DR, ihraççının yerel piyasasında saklamaya alınmış belli sayıdaki hisseyi temsil ediyorlar. DR'lar işlem gördükleri piyasanın düzenleme ve kurallarına göre kote oluyor, takas ediliyor ve işlem görüyorlar. Daha önce de aktardığımız gibi en yaygın iki DR türü ADR ve GDR'lar. Amerikan Saklama Sertifikaları (ADR) Amerika'daki yatırımcılara yönelik iken, Küresel Saklama Sertifikaları (GDR), ihraççının yerel piyasası dışında iki ya da daha fazla sayıda piyasadaki yatırımcılara yönelik olabiliyor. Kısaca kullanıldıkları piyasalar dışında temel olarak aralarında hiç bir farklılık bulunmuyor. Uygulamada GDR'lar çoğunlukla Londra Borsası gibi Avrupa'daki pazarlara kote edilip işlem görüyorlar.

Peki ADR sahibi olmanın Türkiye'deki halka açık şirketleri için faydaları neler?

ABD'de yerleşik emeklilik ve sigorta fonlarının yanı sıra bazı kurumsal yatırımcılar mevzuat gereği yurtdışındaki menkul kıymetlere yatırım yapamıyorlar. Ayrıca, bazı gelişmekte olan ülkelerde yabancı yatırımcıların yerel piyasada işlem yapmasını kısıtlayan düzenlemeler mevcut. Bu yatırımcıların çoğu DR'lar sayesinde ABD piyasası ve borsalarında, ABD mevzuatı çerçevesinde işlem gören ADR'lara yatırım yaparak dolaylı olarak yabancı şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapma imkanı buluyorlar. Yani ADR'lar, Türk şirketlerine bu tür yatırımcılara ulaşma ve yatırımcı tabanlarını genişletme imkanı yaratmış oluyorlar.

Gerek ADRlar gerek ise GDRlar hem özel arz hem de halka arz işlemlerinde kullanılabilirler. DR ihraç etmenin şirketlere yerel piyasaları dışındaki sermaye piyasalarına ve daha geniş bir yatırımcı bazına erişim sağlamanın dışında sağladığı ek avantajları da mevcut olabiliyor. Örneğin, yurtdışında, gelişmiş bir piyasada kote olunur ise, finans basını ve analistlerin şirkete olan ilgisinin artacağından hareketle, şirketin profilinin ve bilinirliğinin de artması söz konusu olabiliyor. Diğer yandan şirketin DR'ları, ilgili pazara ve yatırımcı profiline yönelik iletişim ve yatırımcı ilişkileri programları ile de yeterince desteklendiği takdirde, şirketin hisse senetlerine olan talebin artmasına ve böylece genel bir likidite artışı sağlanmasına aracı olabiliyor.

DR ihraç etmenin hisse değerine etkisi ile ilgili bazı akademik çalışmalar mevcut. Örneğin Oxford Metrica'nın 1980-2003 yılları arasında 767 DR programına dayalı yaptığı değer analizi, DR'ların işlem görmeye başlamalarının ilk yılında hisse fiyatlarında %10'a varan artış sağladığını, ABD borsalarına kote olunduğu takdirde ise ilave %15 değer artışı yarattığını gösteriyor.

Şirketiniz bir DR programı oluşturmak isterse bir kaç alternatifi değerlendirebilir. Öncelikle şirketiniz hali hazırda halka açık ise DR programını mevcut hisseler üzerinden hissedar tabanını genişletmek için kullanabilirsiniz. Diğer yandan DR programını sermaye yaratmak için uluslararası bir arzda da kullanabilirsiniz. Yapılacak bu seçimler doğrultusunda oluşturulacak program için de bir kaç farklı seçenek bulunuyor. Program seçimlerinde, her seviyede programın şirkete sağladığı ilave faydalar ile şirkete getirilen ilave yükümlülüklerin de değerlendirilmesi gerekiyor.

DR Programlarından birincisi sponsorsuz DR'lar. Bu program, piyasadaki yatırımcı talebi doğrultusunda olduğu için şirketin bu süreçte bir rolü olmuyor. DR'lar birden fazla banka tarafından oluşturulup ihraç ediliyor ve şirketin her hangi bir banka ile yaptığı bir sözleşme bulunmuyor. DR'lar tezgah üstü piyasada işlem görüyorlar ve bunlarla ilgili herhangi bir raporlama yükümlülüğü de olmuyor.

İkinci bir çeşit sınırlı DR Programları. ABD'de 1990 yılında kabul edilen 144A Maddesi, özel arz edilen menkul kıymetlerin, herhangi bir saklama yükümlülüğü ya da diğer formalite doğurmadan "Nitelikli Kurumsal Yatırımcılar" (Qualified Institutional Buyers – QIBs) tarafından kendi aralarında alınıp satılabilmesine izin veriyor. Bu program kapsamında şirketler söz konusu "144A Maddesi" uyarınca DR'larının ABD'de yerleşik yatırımcılara özel arzını gerçekleştirebiliyorlar. 144A Maddesi kapsamında ihraççılar ABD'deki kurumsal sermaye piyasasına, menkul kıymetlerin tescil ve kaydı gerekmeden erişebiliyor ve periyodik raporlama yükümlülüklerinden muafiyet sağlayabiliyorlar. Security Exchange Commission'dan (SEC) 12g3-2(b) kuralı kapsamında alınacak bir muafiyet finansal raporlama konusundaki yükümlülüklerin kapsamını belirliyor. Böylece ihraççıların kamuyu aydınlatma yükümlülükleri asgari düzeye iniyor ve genel olarak hissedarlarına, kote oldukları yerel borsaya ve kamuya açıkladıkları bilgilerin ve mali tabloların İngilizce çevirilerini SEC'ye vermeleri yeterli oluyor. Tescil ve raporlama konularında sağlanan bu esneklik, 144A Maddesi uyarınca arz edilen menkul kıymetler ile daha hızlı ve daha az maliyetli bir biçimde fon sağlama imkanı ortaya çıkarıyor.

DR programlarının farklı seviyeleri bulunuyor. Örneğin Seviye I programıyla, sınırlı programların aksine, perakende yatırımcıya yönelik tanıtım, satış, v.b. faaliyetlerde bulunma imkanına erişiliyor. Seviye I DR Programı, bir sponsor saklama bankasının atanması ile oluşturuluyor. Seviye I DR'lar ABD'de herhangi bir borsaya kote olmadan tezgah üstü piyasada işlem görüyorlar ve yine SEC'den 12g3-2(b) Kuralı kapsamında muafiyet alınıyor.

Seviye II DR programları Seviye I'e göre biraz daha karmaşık olmakla birlikte şirketin DR'ları bu seviyede bir borsaya kaydedilerek işlem gördüğünden Seviye I'e göre şirketin gerek finans medyası gerek ise analistler

tarafından daha yakın takip edilmesine ve yatırımcılara şirket hakkında daha fazla bilgi akışı sağlanmasına yol açabiliyor. Bu da şirket için daha fazla işlem ve daha da artan bilinirlik anlamına geliyor. Bu seviyede şirketin ADR'ları New York Borsası ya da NASDAQ'a, GDR'ları ise Londra ya da Lüksemburg Borsalarına kote ettirebiliyor. Tabi bir borsaya kote olmanın yükümlülükleri de daha fazla oluyor. Gerek o borsanın kurallarına gerekse ilgili ülkede geçerli sermaye piyasası düzenlemelerine, sınırlı da olsa, uyum zorunluluğu geliyor. Bu bakımdan finansal raporlama ile ilgili ABD'deki mevzuata, dar kapsamda da olsa, uymak gerekiyor.

Son olarak Seviye III DR Programı kapsamında şirketler DR programı üzerinden hisselerini yurtdışı pazarlardaki yatırımcılara arz ederek işlem görme imkanına sahip olabiliyorlar. Böylece yurtdışı pazarlardaki, bireysel yatırımcılar dahil, en geniş yatırımcı tabanına ulaşarak sermaye sağlanması mümkün oluyor. Bu seviyede halka arz ile fon sağlanması imkanı da olduğundan, şirketin halka arz, yabancı borsada işlem görme ve ilgili tüm diğer sermaye piyasası düzenlemelerine uyma zorunluluğu oluyor. Şirketler bu seviyede en yüksek düzeyde fon sağlama, işlem hacmi ve bilinirlik imkanlarına kavuşurken; aynı zamanda diğer programlara göre daha fazla bilgi verme ve açıklama yapma durumunda kalıyorlar.

Kısaca DR'lar sundukları farklı seçenekler ile şirketinize farklı bir yatırımcı tabanına erişme imkanı ve bilinirliğinizin artmasını sağlayabiliyorlar. Bu konularda daha fazla bilgi için üyelerimiz BoNY ve Deutsche Yatırım'a başvurmanızı tavsiye edebiliriz.

Herkese iyi haftalar diliyorum.

Sevgilerimle,

**Funda Güngör Akpınar**  
**Yönetim Kurulu Başkanı**

