

## Halka Açılmaya Analitik Bir Bakış

**O. İlker SAVURAN – İntegral Yatırım – Genel Müdür Yardımcısı (Kurumsal Finansman)**

Yaşamış olduğumuz pandemi süreciyle birlikte insanların eve kapanması, harcama alışkanlıklarının değişmesi, devletlerin destekleyici (genişlemeci) para politikası tercihleri tasarruf miktarının yükselmesine yol açtı. Bu paradigma değişikliği, hanehalkını bu tasarrufları değerlendirebileceği (bir taraftan da eve kapanma sürecinde kendisini oyalayabileceği) araç arayışına yönlendirdi. İşte bu arayışın dönüştürücü etkisini tüm dünyada olduğu gibi ülkemizin hisse (pay) piyasasında da gözlemledik.

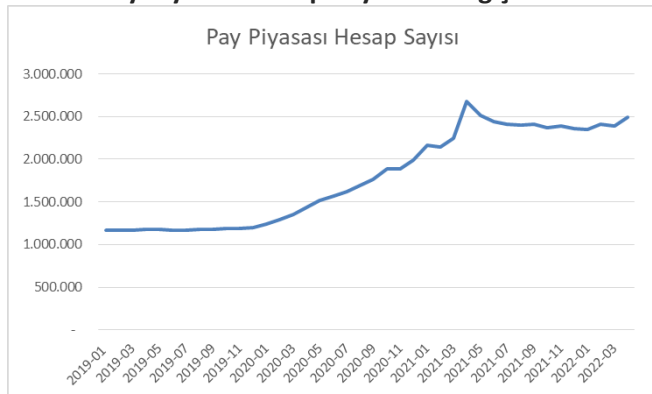
**Tablo: Hanehalkı Tüketim Harcaması / Milli Gelir**

Ülke	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Değişim
Brezilya	60,22	60,27	61,41	61,72	62,96	63,96	64,25	64,49	64,62	64,76	62,71	
Almanya	55,11	54,39	54,91	54,56	53,42	52,97	52,75	52,11	52,02	51,91	50,72	
Japonya	56,87	57,22	57,68	58,14	57,63	55,77	54,70	54,61	54,84	54,45	53,40	
Güney Kore	50,44	51,20	51,27	50,51	49,94	48,54	47,96	47,55	48,02	48,63	46,42	
Malezya	48,12	47,97	49,65	51,81	52,42	53,96	54,79	55,39	57,43	59,75	60,83	
Polonya	61,49	61,37	61,43	60,98	60,06	58,58	58,61	58,64	58,44	57,50	56,76	
Singapur	36,34	36,62	37,31	37,33	37,58	37,16	36,49	35,20	34,53	35,64	33,01	
Güney Afrika	62,37	62,93	64,30	63,87	63,70	63,68	63,28	63,01	63,62	63,81	62,25	
<b>Türkiye</b>	<b>62,68</b>	<b>62,71</b>	<b>61,91</b>	<b>61,30</b>	<b>60,37</b>	<b>60,02</b>	<b>59,41</b>	<b>58,61</b>	<b>56,19</b>	<b>56,88</b>	<b>56,75</b>	
OECD Üyeleri	60,66	60,52	60,65	60,56	60,34	60,35	60,39	60,16	59,97	59,87	58,85	
Dünya	57,17	56,62	56,54	56,57	56,59	56,74	57,01	56,62	56,19	56,32	55,33	
Orta Gelirli Ülkeler	51,47	51,14	51,14	51,62	51,78	52,04	52,03	51,23	51,74	50,34		

Kaynak: Dünya Bankası

Ülkemizde uzun yıllar boyunca pay piyasasının en temel sorunu yatırımcı tabanının azlığı oldu. Pay piyasasında yatırımcı tabanı çok uzun yıllar boyunca 1.160.000 hesap düzeyinde seyretti. Ancak, belirtmiş olduğumuz dönüşüm sonucunda bir yıllık bir süre içerisinde hesap sayıları bir anda 2,3 kat arttı.

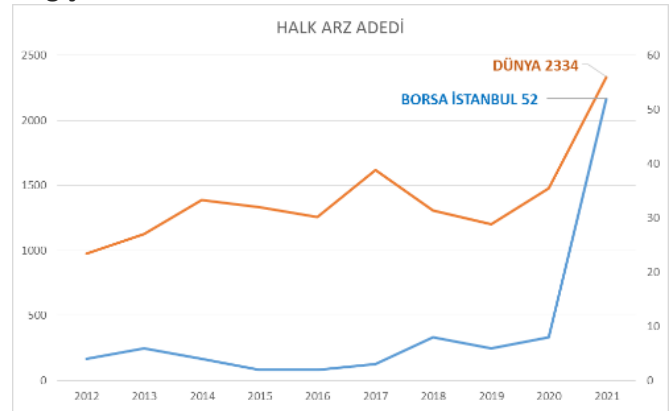
**Grafik: Pay Piyasası Hesap Sayısının Değişimi**



Kaynak: www.vap.org.tr

Hesap sayılarındaki bu dramatik değişim gerek pay piyasasındaki mevcut şirketlere ilgiyi artırdı gerekse yeni şirketlerin halka arz yoluyla kaynak yaratma yönündeki algısının açılmasına sağladı. Tüm dünyada halka arz sayılarında 2021 yılında büyük bir sıçrama yaşandı ve bu eğilim 2022 yılı içerisinde de devam etmekte.

**Grafik: Dünya ve Türkiye’de Yıllık Halka Arz Adetleri Değişimi**



Kaynak: <https://www.world-exchanges.org/>

Ülkemizde şirketlerin ve şirket ortaklarının halka arz yoluyla elde ettikleri kaynak 2021 yılında 53 şirket ile 2,45 milyar ABD Doları ve 2022 yılının ilk 4 ayında 16 şirket ile 430 milyon ABD Doları olarak gerçekleşti. 2022 yılına ilişkin veriler gerek halka arzların gerekse yatırımcı ilgisinin devam edeceğini gösteriyor.

**Tablo: Halka Arz Geliri (ABD Doları), Adedi ve Halka Açıklık Oranı (2021-2022)**

DÖNEM	ORTAK SATIŞ GELİRİ	SERMAYE ARTIRIMI GELİRİ	TOPLAM GELİR	HALKA ARZ ADEDİ	ORTALAMA HALKA AÇIKLIK ORANI
01/2021	17.543.066	7.017.226	24.560.292	1	22
03/2021	13.634.884	18.179.845	31.814.728	1	30
04/2021	144.692.968	382.622.711	527.315.679	8	26
05/2021	298.969.845	81.182.763	380.152.608	4	32
06/2021	115.991.808	263.237.929	379.229.737	7	30
07/2021	73.679.133	33.945.857	107.624.991	7	27
08/2021	117.637.064	177.037.952	294.675.017	4	27
09/2021	156.479.405	42.016.215	198.495.620	6	26
10/2021	54.714.668	53.534.903	108.249.571	3	20
11/2021	82.786.849	215.539.746	298.326.595	8	26
12/2021	95.219.554	2.704.348	97.923.902	3	30
02/2022	23.922.561	50.135.391	74.057.952	3	24
03/2022	146.763.986	26.105.880	172.869.866	7	26
04/2022	79.799.960	103.111.854	182.911.814	6	32
<b>Genel Toplam</b>	<b>1.421.835.749</b>	<b>1.456.372.621</b>	<b>2.878.208.370</b>	<b>68</b>	<b>27</b>

Kaynak: İntegral Yatırım

Halka açılmanın mali tabloların son kullanılma aylarında yoğunlaşmış olduğunu görmekle birlikte yıl içerisinde yayıldığını görüyoruz. Şirketler halka açılma oranı olarak %22-32 aralığında ortalama %27 oranını tercih etmişler. %20'nin üzerinde oranlar görülmesinin ana sebebi Kurumlar Vergisi istisnasından yararlanmak. Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre %20'nin üzerinde halka açıklık oranı olan şirketler %2 daha düşük vergi ödüyor.

**Tablo: Halka Açılan Şirketlerin Finansal Verileri Ortanca Değeri (TL) (2021)**

DÖNEM	SATIŞLAR	FAVÖK	FAVÖK/SATIŞLAR	NET KAR	NET KAR/SATIŞLAR	ÖZKAYNAKLAR	ÖZKAYNAK DEĞERİ	ISKONTOLU	FAVÖK ÇARPANI
2021	332.408.290	102.800.000	31%	44.265.518	13,3%	216.533.677	815.000.000		7,9

Kaynak: İntegral Yatırım

Halka açılma potansiyeli olan şirketler için anahtar olması açısından 2021 yılındaki 53 halka arzın ortanca verilerini yukarıda görüyorsunuz<sup>1</sup>. Buna göre 300 milyon TL'nin üzeri bir cirosu olan, faiz, vergi ve amortisman öncesi karlılığı (FAVÖK) %30 düzeyinde olan şirketler potansiyel taşıyor. Böyle bir şirketin özkaynak değerini (dolayısıyla bir adet payın fiyatını) bulmak için kullanılacak ortanca FAVÖK çarpanını 8 olarak alabiliriz.

**Tablo: Halka Açılmada Ödenen Ortalama Ücretler (Kamu Hariç) (TL) (2021)**

DÖNEM	Y/K ÜCRETİ	BDR	BAĞ HUK	PR
2021	9.536.937	496.749	886.696	1.654.570

Kısaltmalar (YK-Yatırım Kuruluşu, BDR-Bağımsız Denetçi, BAĞ HUK-Bağımsız Hukukçu, PR-Tanıtım Ajansı)

Yine 2021 yılı içindeki halka arzlar için ödenen ücretlerin ortalama değeri yukarıda yer alıyor. Bu değerlerin halka açılacak şirketin büyüklüğüne göre değişeceğini unutmamak lazım.

Peki, bir şirketin halka açılmasının ön şartları ve halka açılmanın süreci nedir? Öncelikle anonim şirket olması gerekmektedir. Dolayısıyla diğer ticaret şirketleri (örneğin limited) dönüşerek anonim şirket olmalı. Bu yaklaşık bir ay içerisinde gerçekleşiyor.

Şirketin SPK'nın belirlediği şartlara uygun olup olmadığının değerlendirilmesi gerekiyor. Örneğin, mevcut ödenmiş sermayesi ne kadar ve hangi kaynaklardan oluşmuş, halka arz edilecek paylar üzerinde haciz, rehin, teminat, tedbir vb. gibi bir kısıtlama var mı, şirket büyüklüğü (aktif ve ciro) SPK'nın

beklediği asgari düzeyi karşılıyor mu? Bu ölçütlere uygunluğun belirlenmesi ve halka arz öncesi şirket yapılandırmasının sağlanması için profesyonel destek alınması doğru olacaktır.

Ardından, şirketin esas sözleşmesinin sermaye piyasası mevzuatı ile uyumlu hale getirilmesi gerekiyor. Halka açılmayla birlikte binlerce ortağı olacak şirketin esas sözleşmesinin de buna olanak verecek ve ortakların haklarını dengeli bir şekilde koruyacak yapıda olması gerekli. Bu yüzden esas sözleşmeye SPK'nın belirlediği hükümler ekleniyor ve onayı alınıyor. Örneğin, şirket kayıtlı sermaye sisteminde mi olacak, imtiyazlı paylar tanımlanacak mı? SPK onayı ve Ticaret Bakanlığı izni alınmış esas sözleşme değişikliği şirket genel kurulunun onayına sunulduktan sonra tescil ettirilmesi gerekiyor. Burada iki cümle ile anlatmaya çalıştığımız süreç tahmin edeceğimiz üzere uzmanlık gerektiriyor. Genelde bu uzmanlığın doğru yansıtılmadığı başvuru süreçleri ya SPK tarafından reddediliyor ya da çok uzun bir zaman sonra onay alabiliyor. Bu nedenle, esas sözleşme değişikliği başvuru dosyasının yetkin bir şekilde hazırlanmasına, SPK'nın istediği detayları ve dili içermesine dikkat etmek gerekli.

Halka açılma sürecinin en detaylı aşaması ise izahname hazırlığı. İzahname'yi şirket ile şirketin potansiyel ortakları arasındaki bir sözleşme olarak (hukuki detayları göz ardı ederek) tanımlayabiliriz. Şirketle ilgili bütün detaylar (şirketin kuruluşu, tarihçesi, bulunduğu sektör, sektörün ve şirketin gelişimi, şirketin mali tabloları gibi şirketle ilgili bilgiler var.) izahname içerisinde yer alıyor. Bunun yanında, şirketin ihraç ettiği paylar hakkındaki bilgiler de bu belge içerisinde yer alıyor. Örnek: ne kadarlık bir halka arz yapılacak, hangi kurumlar aracılığıyla yapılıyor, kimler ne yöntemle talepte bulunabilir, payın sağladığı haklar nedir gibi. Her sözleşmede olduğu gibi izahname'nin de titizlikle hazırlanması, SPK'nın beklediği dili, detayları içermesi, yatırımcıların karar vermesini sağlayacak doygunlukta olması gerekiyor. Bu yetkinlikte olmaması doğal olarak başvuru sürecinin uzamasına ve zaman kayıplarına neden oluyor.

SPK'ya izahname başvurusu aşamasıyla aynı zamanda Borsa İstanbul'a kota alınma başvurusu yapılmakta. Bu noktada Borsa İstanbul'un da bir takım kotasyon ölçütleri olduğunu belirtmeliyiz. Borsa İstanbul'un, şirketin en az üç yıl önce kurulmuş olması, son iki yılda

<sup>1</sup> İstatistik açısından anlamlılık düzeyini 2022 yılı henüz sağlamadığı için dahil edilmedi.

dönem karı elde etmiş olması, halka açılma büyüklüğüne göre Borsa İstanbul'un beklediği halka açıklık oranlarını tutturması gibi ölçütleri var. Dolayısıyla, her şirketin kota alınması da (ve halka açılması) mümkün değil.

Halka açılmanın son aşaması ise satış süreci. Bu sürecin yatırım kuruluşları (bir aracı kurum veya yatırım bankası) tarafından yapılması gerekiyor. Satışın başarısı için anlamlı ve ölçülü bir satış iskontosu (15-20%), ikinci piyasada derinlik sağlayacak geniş bir dağıtım, bireysel ve kurumsal yatırımcı arasında dengeli bir dağılım, uzun vadeli elinde tutacak yatırımcılara satış gibi ölçütlere dikkat etmek gerekli.

**Tablo: Halka Açılma Süreci**

HALKA AÇILMA PROJE PLANI AŞAMALAR	SORUMLULAR	1. AY				2. AY				3. AY				4. AY				5. AY				6. AY				7. AY				
		1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	
ÖN HAZIRLIK	AŞ, YK																													
Çalışma Grubunun oluşturulması	AŞ, YK																													
Şirket Yeniden Yapılandırma Modeline Karar Verilmesi	AŞ, YK, BD, HUK																													
BAĞIMSIZ DENETİM RAPORUNUN HAZIRLANMASI	AŞ, YK, BD																													
SPK ESAS SÖZLEŞME DEĞİŞİKLİĞİ BAŞVURUSU	AŞ, YK, HUK																													
ESAS SÖZLEŞME DEĞİŞİKLİĞİ İÇİN GK KARARI ALINMASI	AŞ, YK, HUK																													
HUKUKÇU RAPORU HAZIRLANMASI	AŞ, YK, HUK																													
SERMAYE ARTIRIM VE FON KULLANIM YERİ KARARI	AŞ, YK, HUK																													
İZAHNAME ONAYI İÇİN SPK'YA BAŞVURULMASI	AŞ, YK																													
BORSA İSTANBUL KOTASYON BAŞVURUSU	AŞ, YK																													
MKK'YA KAYDLEŞTİRME BAŞVURUSU YAPILMASI	AŞ, YK																													
KAP ÜYELİĞİ İÇİN BAŞVURULMASI	AŞ, YK																													
TAKASBANK'A İSİN KODU BAŞVURUSU	AŞ, YK																													
SATIŞ ÖNCESİ İŞLEMLER VE PR ÇALIŞMALARININ YAPILMASI	AŞ, YK, PR, HUK																													
SPK'DAN ONAYLI İZAHNAMESİNİN ALINMASI	AŞ, YK																													
BORSA İSTANBUL'DAN KOTASYON BAŞVURUSU ALINMASI	AŞ, YK																													
SATIŞ SÜRECİ	AŞ, YK, PR, HUK																													
SATIŞ SONUÇLARININ DUYURULMASI	AŞ, YK																													
BORSA İSTANBUL'DA GÖNG TÖRENİ VE İŞLEM GÖRMEYE BAŞLAMA	AŞ, YK, PR																													

Kısaltmalar (AŞ-Anonim Şirket, YK-Yatırım Kuruluşu, BD-Bağımsız Denetçi, HUK-Bağımsız Hukukçu, PR-Tanıtım Ajansı)

**Kaynak: Integral Yatırım**

Burada özetlediğim süreçler, farklı uzmanlıklara sahip bir çalışma grubu tarafından yürütülmek zorunda. Halka açılma sürecinde şirketin, yatırım kuruluşu, bağımsız denetim şirketi, bağımsız hukukçu, gayrimenkul değerlendirme şirketi ve tanıtım/reklam/tasarım ekibinden oluşan bir çalışma grubu olmalı ve bu kişilerin birbiriyle eşgüdüm içerisinde çalışması sağlanmalı.

Şirketlerin hayatlarında genellikle bir defa yaşanan bu olgu için sürecin en başından itibaren SPK'nın yetkilendirdiği, konusunda yetkin profesyonellerle çalışılmasını tavsiye ediyorum.