



## Eurobond İhraçları'nın Son Dönemdeki Seyri ve Önümüzdeki Döneme Dair İpuçları

Engin YAVUZ – Park Elektrik, Sermaye Piyasaları Direktörü

Bilindiği üzere, Türkiye’de mukim şirketlerin yurt dışı sermaye piyasalarından uzun vadeli fon temin etme süreçleri Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”) tarafından onaylanan ihraç belgesi ile başlamaktadır. Söz konusu ihraç belgesinde belirlenmiş olan ihraç limiti dahilinde şirketler 1 yıllık süre dahilinde borçlanma aracı ihraçlarını tamamlayabilmektedirler.

Şirketler gerçekleştirmeyi planladıkları ülke ile varsa borçlanma araçlarının işlem göreceği borsa mevzuatı çerçevesinde hazırlıklarını tamamlayarak döviz cinsinden fonlama ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Piyasalarda *Eurobond ihracı* olarak da bilinen yabancı para cinsinden söz konusu uzun vadeli ihraçlar, faiz oranı riskinin azaltılması, ilave kaynak çeşitliliği sağlanması ve uzun vadeli finansmana erişim hedefleriyle şirketler tarafından dönem dönem piyasa koşullarına göre tercih edilmektedir.

Eurobond ihraçları yaygın olarak “Regulation S” ve “144A” dokümantasyonuna uygun olarak başta Amerika ve Avrupa olmak üzere yabancı yatırımcılara yönelik olmakta ve şirketlerin bu ihraçlar için kredi derecelendirme süreçlerini tamamlaması gerekmektedir.

SPK söz konusu ihraç limitini şirketlere tahsis ederken ihraççıların Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurulu (“KGK”) tarafından yayımlanmış Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına (“TMS/TFRS”) uygun olarak hazırladıkları yıllık veya en son ara dönem finansal tablolarını baz almaktadır.

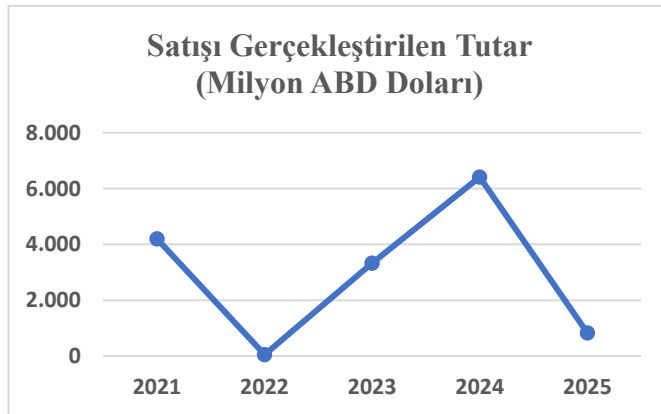
İhraç limiti temel kural olarak halka açık ortaklıkların finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait özkaynak tutarının 5 katı, halka açık olmayan ortaklıklarda ise 3 katı olarak hesaplanmakta ve tedavüldeki ihraçlar dikkate alınmaktadır. Bankalar için ilave ek limit derecelendirme notlarına göre verilebilmektedir.

SPK’nın baz aldığı TFRS’ye uygun olarak hazırlanan finansal tablolar aynı zamanda Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (“UFRS”) ile de tam uyumlu olduğundan, söz konusu finansal tablolar Eurobond ihraçlarında hazırlanan dokümantasyonda da önemli bir ek maliyete katlanılmadan kullanılabilir. Öte yandan, 2022 yılından itibaren Türkiye UFRS uygulaması bakımından yüksek enflasyonlu ülkeler listesine dahil edilirken “TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardı”nın (“TMS29”) uygulamasının KGK ve düzenleyici kuruluşlar tarafından 2023 yılı sonu ve/veya sonrasında ötelenmesi TMS/TFRS ve UFRS standartlarına göre düzenlenen finansal tablolarda ilgili yıllarda önemli farklılıklar oluşturmuştur. Bu durum da Eurobond ihraç edecek şirketlerin 2 farklı raporlama setine göre finansal tablo düzenlemesini ve ilave denetim maliyetlerine katlanmalarını beraberinde getirmiştir.

Günümüzde bu farklılık ortadan kalkmış olmakla birlikte, Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardı küresel ölçekte oldukça sınırlı sayıda ve küresel sermaye piyasalarına erişimi kısıtlı ülkeler tarafından uygulanmaktadır.

Bu sebeple, söz konusu standart batılı gelişmiş ülkelerde uygulama alanı bulmadığından ve tecrübe edilmediğinden enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiş UFRS'ye uygun finansal tabloların Eurobond yatırımcıları tarafından anlaşılması ve analiz edilmesi Eurobond ihraçlarında ilave güçlükleri beraberinde getirmektedir.

Eurobond pazarına ülkemizdeki bankalar uzun yıllardır erişim sağlamakta olup, banka, aracı kurumlar ve diğer finansal kuruluşlar dışındaki şirketlerimizin ("reel sektör şirketleri") ihraçları ise tarihsel olarak görece daha düşük seviyelerde gerçekleşmektedir. 2022-2025<sup>1</sup> yılları arasında SPK tarafından yurt dışında borçlanma aracı ihracı için limit tahsis edilen reel sektör şirketleri tarafından gerçekleştirilen satışların seyrine aşağıda yer verilmektedir.

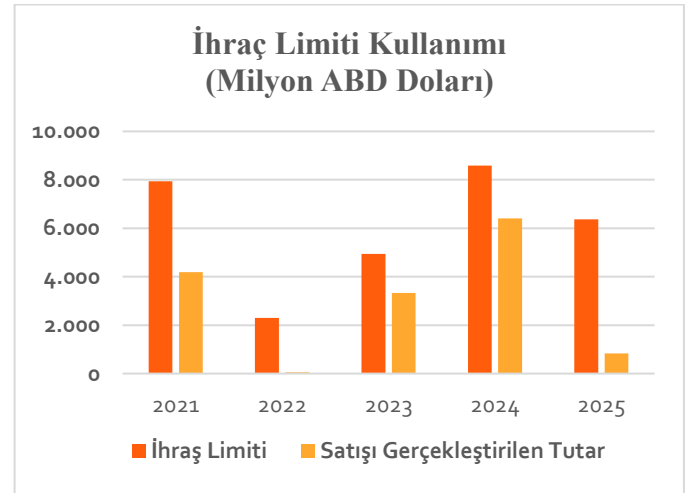


Kaynak: [www.spk.gov.tr/ihraç\\_verileri](http://www.spk.gov.tr/ihraç_verileri)

Grafikten de görüleceği üzere, 2022 yılında neredeyse durma noktasına gelen Eurobond ihraçları 2023 yılında tekrar ivme kazanmaya başlamış ve geçtiğimiz yıl yaklaşık 6,4 milyar ABD Doları seviyesine yükselerek son 5 yılın en yüksek seviyesini görmüştür. İçinde bulunduğumuz 2025 yılında ise reel sektör şirketleri henüz Eurobond piyasasında çok fazla işlem gerçekleştirmemiş olup, satış tutarı yaklaşık 830 milyon ABD Doları seviyesinde seyretmektedir.

Diğer taraftan, SPK tarafından 2025 yılı içinde reel sektör şirketlerine verilen ihraç limiti toplamı 6,4 milyar ABD Doları seviyesine ulaşmış olup, piyasa koşullarının elverişli hale gelmesiyle şirketlerin önümüzdeki dönemde limitlerini kullanmaları söz konusu olabilecektir.

Reel sektör şirketleri için yine 2022-2025 yılları arasında verilen ihraç limiti tutarlarının ne kadarlık kısmının kullanıldığına dair aşağıdaki grafik incelendiğinde 2023 ve 2024 yıllarında tahsis edilen limitin sırasıyla yaklaşık %67'si ve %75'inin kullanıldığı göz önünde bulundurulduğunda 2025 yılının geri kalan bölümünde de Eurobond ihraçlarının uygun koşullar altında tekrar ivmelenmesi söz konusu olabilecektir.



Kaynak: [www.spk.gov.tr/ihraç\\_verileri](http://www.spk.gov.tr/ihraç_verileri)

2023 yılının ikinci yarısından itibaren uygulamaya konan yeni para ve maliye politikaları, bankacılık sektörüne uygulanan kısıtlamaların gevşetilmesi ve alınan diğer tedbirlerle birlikte Türkiye ülke risk primindeki son dönemde yaşanan düşüş önümüzdeki dönemde reel sektör şirketleri için tekrar Eurobond penceresinin açılmasına imkân tanıyabilir.

<sup>1</sup> 2025 yılı için 31 Ağustos 2025 tarihine kadar mevcut olan veriler kullanılmıştır.