

**İHRAÇÇISI TARAFINDAN GERİ ALINAN VEYA DEĞİŞTİRİLEN TAHVİLLERE
İLİŞKİN TÜSİAD GÖRÜŞÜ**

A. TAHVİLİN İHRAÇÇISI TARAFINDAN GERİ ALINMASI

I. İKTİSADİ GERÇEKLIK OLARAK “TAHVİLİN GERİ ALINMASI”

Şirketlerin kendi ihraç ettikleri tahvillerini geri satın almaları uygulaması, ekonomik ve ticari sebeplerden ve hatta gerekliliklerden kaynaklanabilmektedir. Belli başlı geri alım gerekçeleri şunlardır:

1. Şirket’in borçluluk seviyesini azaltmak,
2. İkinci el piyasanın likiditesinin sağlanmasına yardımcı olmak,
3. Birden fazla ihraç yapılması söz konusu olduğunda bu ihraçları konsolide etmek,
4. Şirket’in borçlarını yeniden yapılandırmak,
5. Yatırımcıya destek olmak,

İhraççısının yukarıda sayılan nedenlerle geri satın almış olduğu tahvilini yeniden ikinci el piyasada satma gerekçeleri şunlar olabilmektedir:

- İkinci el piyasanın likiditesinin korunmasına yardımcı olmak veya fiyat istikrarının korunmasını sağlamak
- İhtiyaç olması durumunda yeniden ve kolaylıkla tahvil piyasasından finansman sağlamak

Örneğin; şirketin kredi notu veya genel görünümü bozulduğunda yatırımcıların kendi iç düzenlemeleri gereği zorunlu olarak bu tahvilleri elden çıkarma mecburiyetleri gündeme gelebilmektedir. Yatırımcı kendi, tabi olduğu iç düzenlemeler gereği sadece yatırım yapılabilir nota sahip şirketlerin tahvilini alabiliyor ise, bu takdirde şirketin kredi notunun bu seviyeden düşmesi yatırımcının satış yapmasını tetikleyecek; bu durumda tahvilin likiditesi düşük ise yatırımcıya destek olmak için şirketin tahvili geri alabiliyor olması şirketin sermaye piyasalarında repütasyonunun korunmasını sağlayacaktır. Böylece bir sonraki ihraç sırasında yatırımcılar nezdinde itibarın korunması da sağlanmış olacaktır.

II. KURUMLARIN İHRAÇ ETTİKLERİ TAHVİLLERİ GERİ SATIN ALMASININ YASAL ÇERÇEVESİ

SPK tarafından yayınlanan VII – 128-8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'nin 14'üncü maddesinin (3) numaralı fıkrasında (18 Şubat 2017 tarihli değişiklik),

“İhraç edilmiş tahviller, ihraççı tarafından geri alınabilir. Geri alınan bu tahvillerin vade boyunca satılması, elde tutulması veya vadeden önce MKK nezdinde gerekli işlemlerin yapılması suretiyle iptali mümkündür. Kurul, bu fıkrafta belirtilen işlemler için ihraççı türleri bazında farklı esaslar belirleyebilir.”

hükmüne yer verilmiş; aynı maddenin (7) numaralı fıkrasında ise,

“Yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda bu maddede yer alan hususlar, ihracın gerçekleştirildiği ülke mevzuatı saklı kalmak kaydıyla ihraççı ve yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebilir.”

düzenlemesi yer almıştır.

Bu düzenleme ile, tahvilin ihraççısı tarafından geri alınmasına imkan sağlanmış; geri alımın itfa anlamına gelmediği; geri alınan tahvilin vade boyunca elde tutulabileceği veya yeniden satılabileceği hususları açıklığa kavuşturulmuştur.

Aynı düzenleme uyarınca, tahvilin ihraççısı tarafından geri alınmakla kendiliğinden iptal olmuş sayılmayacağı; aksine, tahvilin iptal edilmek istenmesi durumunda bu amaçla yerine getirilmesi gereken özel birtakım girişimlere ihtiyaç olacağı (***MKK nezdinde gerekli işlemlerin yapılması***) ortaya konmuş durumdadır.

SPK'nın önceki düzenlemelerine göre sadece bankalar borçlanma araçlarını geri alabiliyorken; Borçlanma Araçları Tebliği'nin 14'ncü maddesinin üçüncü fıkrasında 18 Şubat 2017'de yapılan değişiklik ile “ihraç edilmiş tahvillerin, bankalar dışındaki ihraççılar tarafından da geri alınmasına imkan sağlanmıştır. Tebliğde ***“Geri alınan bu tahvillerin vade boyunca satılması, elde tutulması veya vadeden önce MKK nezdinde gerekli işlemlerin yapılması suretiyle iptali mümkündür.”*** denilmek suretiyle geri alımın itfa niteliğinde olmadığı açıklığa kavuşturulmuştur. Ancak iptal seçeneğinin uygulanması halinde geri alınan bu tahviller “itfa” edilmiş olacaktır. İptal işlemi ise, “MKK nezdinde gerekli işlemlerin tamamlanması” prosedürüne girişilmesini gerektirmektedir.

Buna karşılık, aynı Tebliğin 15'inci maddesinde ise ***erken itfa edilebilir*** tahviller ayrıca düzenlenmiş olup, bu madde *geri alımdan farklı olarak* ihraççının veya yatırımcının talebi üzerine vadeden önce tahvilin itfasına ilişkin esasları düzenlenmektedir. Dolayısıyla Tebliğin 15'nci maddesine göre yapılan erken itfa işlemleri, 14'üncü madde kapsamındaki geri alım işleminden tamamen farklı olarak ***vadeden önce itfa*** niteliğindedir.

III. KONUNUN VERGİ UYGULAMALARI AÇISINDAN ÖNEMİ

Bilindiği üzere ilgili Bakanlar Kurulu Kararı ile tam mükellef kurumlar tarafından yurt dışında ihraç edilen tahvillerden elde edilen faiz gelirleri, tahvilin vadesine göre % 0 ila % 10 arasından değişen farklı oranlarda vergi kesintisine tabi tutulmaktadır. Söz konusu uygulama ile uzun vadeli borçlanmalar teşvik edilerek tahvilin vadesi uzadıkça elde edilecek faizden azalan oranda (5 yıl ve üzerinde ise 0 oranında) vergi kesintisi yapılması prensibi benimsenmiştir.

Bu nedenle, özellikle yurt dışında ihraç edilen tahviller yönünden, tahvilin ihraççısı tarafından geri alınmasının “tahvilin itfası” sayılıp sayılmamasına dönük yorumlar, tahvilin vade yapısını ve dolayısıyla ihraç tarihinden itfa tarihine kadar olan sürede yapılan veya yapılmış olması gereken stopaj oranlarını da geriye doğru etkili olacak şekilde değiştirecektir.

Keza, tahvilin ihraççısı tarafından geri alınmasını müteakip yeniden elde çıkarılması durumunda da, geri alımın itfa olarak ve yeniden satışın yeni ihraç olarak nitelenmesi veya işlemin normal bir menkul kıymet alım satımından farkının olmadığına değerlendirilmesi hallerinde; bu işlemlerin özellikle Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi açısından “menkul kıymetlerin alım satımına bağlı kazançlar” ile “geri alım veya geri satım taahhüdü ile alınıp satılmasına bağlı kazançlar” ya da menkul kıymetin itfa edilmesi suretiyle sağlanan kazançlar” yönünden oran farklılıklarına neden olabileceği görülmektedir.

Maliye Bakanlığı, ihraç edilen tahvillerin ihraççısı tarafından geri alınması hususunda kesin bir görüş belirtmemiş; sadece Türkiye Bankalar Birliği’ne gönderilen 29.01.2014 tarihli görüşte, konuyu BSMV açısından irdelerken, “Bankaların borçlanma araçlarını ihraç ettikten sonra piyasadan geri alması işleminin “**borcun**” itfası veya menkul kıymet alımı niteliğinde olduğundan, vergiyi [BSMV] doğuran olay gerçekleşmemektedir.” belirlemesine yer vermiştir.

Görüldüğü üzere, SPK tarafından düzenlenen borçlanma araçlarıyla ilgili mevzuat uyarınca tahvillerin ihraççısı tarafından geri alınması tahvilin itfası” anlamına gelmemektedir. Maliye Bakanlığı da bu konuda kesin bir görüş belirtmemiş, sadece olasılık olarak “**tahvilin** itfasından” değil “**borcun** itfası” ihtimalinden söz etmiştir. Yurt dışında ihraç edilen tahvillerdeki farklı stopaj oranı düzenlemesi ise “tahvilin vadesine” bağlı olarak belirlenmektedir.

Tahvilin kendisi ile temsil ettiği borç arasındaki farklılık, şu şekilde açıklanabilir: Tahvilin ihraççısı tarafından geri satın alınmasıyla, ödeme vadesi gelen fazi veya anapara yönünden vade tarihi itibarıyla bu ödemeden kaynaklanan “alacaklı ve borçlu sıfatları” birleşebilir. Ancak “illetten mücerret” bir menkul kıymet olarak tahvilin kendisi, ihraççısı tarafından

geri satın alındığında bu durumdan etkilenmez, kendiliğinden yok olmaz veya hükümsüz hale gelmez. Nitekim geri alımı müteakip yeniden satılabilir ve kıymetli evrak veya menkul kıymet olma vasfından, temsil ettiği tutar, vade ve faiz bileşeninden hiç bir şey kaybetmez. SPK'nın Borçlanma Araçları Tebliği'nin 14/3'üncü maddesi de zaten bu hususu açıkça düzenlemektedir.

IV. GERİ ALIM İŞLEMLERİNİN STOPAJ DÜZENLEMELERİ KARŞISINDAKİ DURUMU

Tahvillerin ihraççısı tarafından geri alınması işlemlerinin SPK düzenlemeleri çerçevesinde cereyan edeceği ve bu hususta bir bilgi eksikliği ile karşılaşılmayacağı açıktır. Zira bu geri alımlar, ya borsa işlemi olarak gerçekleştirilmiş olacak; ya da borsa dışında geri alım gerçekleştirilmişse Borçlanma Araçları Tebliği'nin 14/4'üncü maddesi uyarınca "üçüncü fıkra çerçevesinde borsa dışında gerçekleştirilecek işlemlerde uygulanacak geri alım ve satım fiyatları, ihraççının internet sitesinde açıklanacaktır.

Stopaj uygulaması açısından önem kazanan yurt dışı tahvil ihraçları ise, Borçlanma Araçları Tebliği'nin 14/7'nci maddesi çerçevesinde geri alınabilecek olup, burada da yurt dışında ihraç edilmiş tahvillerin de tıpkı yurt içinde ihraç edilenler gibi ihraççısı tarafından serbestçe geri alınması, vade boyunca yeniden satılması veya istenirse iptal edilmesi mümkün olacak; bu gibi durumlarda işlemin koşulları ihracın gerçekleştirildiği ülke mevzuatı saklı kalmak kaydıyla ihraççı ve yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebilecektir.

Sonuç olarak, ister yurt içinde ihraç edilmiş olsun, ister yurt dışında ihraç edilmiş olsun, tahvillerin ihraççısı tarafından geri alınması tahvilin iptal veya itfası anlamına gelmeyecek; tahvil vade boyunca her zaman için yeniden satılabilecek ve menkul kıymet olma vasfını hiç yitirmemiş olacaktır. Tahvilin itfası ise bu amaçla ayrıca birtakım işlemlerde bulunulmasını veya yurtdışında tahvillerde ihraççı ve yatırımcının bu hususta anlaşmış olmasını gerektirecektir.

Bu itibarla, ihraççısı tarafından geri alımı müteakip iptali cihetine gidilmediği müddetçe, ihraç edilen tahvillerin ihraççı tarafından vade boyunca geri alınmasının veya vade boyunca yeniden elde çıkarılmış olmasının tahvilin menkul kıymet olma vasfına ve sahip olduğu vade yapısına hiçbir etkisi olmayacağı; bu nedenle de tahvilin ihracındaki vadeye göre belirlenen stopaj oranlarının da bu geri alım-geri satım işlemlerinden hiçbir surette etkilenmeyeceği düşünülmektedir.

Maliye Bakanlığının bu konuya yönelik bir açıklamada bulunmasının da, yatırımcıyı desteklemek, ihraççının kredibilitesini korumak ve bir sonraki ihraçlarda yatırımcının güvenini kaybetmemek gibi çok çeşitli nedenlerle kendi tahvillerini piyasadan satın almak durumunda kalan ihraççıları rahatlatacağı düşünülmektedir.

İhtiyaç olmayacağını düşünmekle beraber, istenirse bu hususun “itfa sayılma-sayılmama ayırımına girmeden” yine oranların belirlenmesine yönelik kararnamele vasıtasıyla ve “vadesine belli bir süreden (örneğin 6 aydan) daha az süre olmayan tahvillerle sınırlı olarak ve yine örneğin “geri alımı müteakip en geç 1 yıl içinde yeniden satılmış olmak kaydıyla” ilk ihraçtaki stopaj oranlarının geçerli olacağına dair kısıtlar getirerek de düzenlenmesi mümkündür. Ancak, belirttiğimiz gibi, uygulamanın bu şekilde daraltılmasına da ihtiyaç olmayacağı kanaatindeyiz.

B. TAHVİLİN İHRAÇÇISI TARAFINDAN DEĞİŞTİRİLMESİ

I. İKTİSADİ GERÇEKLİK OLARAK “ÇIKARILMIŞ TAHVİLİN YENİ TAHVİLLE DEĞİŞTİRİLMESİ”

İhraççının evvelce ihraç ettiği tahvilleri vadesi gelmeden evvel yeni faiz ve vade yapısına sahip tahvillerle değiştirmesi de etkin bir finansal yönetimin gereği olarak karşımıza çıkar. Burada temel amaç, ihraççının borçlarını yeniden yapılandırmak ve bu suretle finansal yapıyı iyileştirmektir.

Örneğin, faizlerin düşmesi veya şirketin finansal durumunun, kredibilitesinin güçlenmesine bağlı olarak borçlanma koşullarının iyileşmesi veya itfa gününde olası ödeme güçlüklerinden kaçınabilmek için vadenin uzatılması gibi amaçlarla, mevcut borçluluk seviyesini de yükseltmeden mevcut tahvillerin geri alınarak daha avantajlı koşullarla ihraç edilecek yeni tahvillerle ikame edilmesi, özellikle borçlanma maliyetlerini düşürerek rahat bir nefes alma imkanına kavuşabilecek şirketler açısından veya finansal olarak ödeme gücüğü içine girme ihtimali olan şirketler açısından son derece önemlidir.

***Örnek uygulama:** Vakıfbank’ın 2012 Aralık ayında yurtdışında satılmak üzere ihraç ettiği 900 milyon \$ nominal değerli 10 yıl vadeli,%6 kupon faizi tahvillerin 650 milyon \$’lık bölümü için 2022 yılında erken itfa opsiyonu ile vadenin 2027’ye uzatılması ve faiz oranının %8’e çıkarılması konusunda yatırımcılara iletilen teklife 227,6 mn \$ nominal değerli tahvil sahiplerinden olumlu cevap gelmiş olup, bu kısım için koşulları değişen tahviller 13 Şubat 2017 tarihinde hak sahiplerine verilmiştir. Bu işlem kısmi itfa ve yeni ihraç olarak değil, mevcut tahvillerin koşullarının değişmesi olarak işlem görmüştür.*

II. TAHVİLLERİN REFİNANSMAN AMACIYLA DEĞİŞTİRİLMESİNİN YASAL ÇERÇEVESİ

Borçlanma araçlarının “yeniden ihraç” amacıyla geri alımı konusu, SPK düzenlemesi olarak Borçlanma Araçları Tebliğinin 18 Şubat 2017 tarihli değişiklikleriyle açıklığa kavuşmuştur.

Bu Tebliğ'in değiştirilen 14'üncü maddesinin 2'inci fıkrasına göre;

- Yurt içinde halka arz edilmeksizin ihraç edilen borçlanma araçlarının faiz, vade gibi koşullarında değişiklik yapılması, bu değişikliklere yazılı onay veren yatırımcılar bakımından mümkündür.
- Yurt içinde halka arz edilmek suretiyle ihraç edilen borçlanma araçlarının koşullarında değişiklik yapılmak istenmesi durumunda ise buna ilişkin esaslar Kurulca belirlenecektir.

Yukarıda yer verilen Tebliğ hükmünden, "ihraç edilen borçlanma araçlarının koşullarında değişiklik yapılmasının mümkün olabildiği anlaşılmaktadır. Yine aynı maddenin 7 numaralı bent hükmüne göre, "yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda, değişiklik koşulları ihracın gerçekleştirildiği ülke mevzuatı saklı kalmak kaydıyla ihraççı ve yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebilecektir".

Sonuç olarak, SPK düzenlemeleri çerçevesinde, özellikle 18 Şubat 2017 tarihinde yürürlüğe giren tebliğ değişikliği ile, "tedavüldeki tahvillerin vadeleri dolmadan önce itfa edilmeksizin, vade ve faiz oranı gibi ana unsurlarının değiştirilmesi mümkün kılınmakta" ve "ihraç edilen tahvillerin vade ve faiz oranı dahil tüm koşullarının ne şekilde değiştirilebileceğine" açıklık getirilmektedir.

SPK'nın bu değişiklikleri yapmasının gerisinde, özellikle sermaye piyasalarının 2016 yılında yaşanan olağandışı gelişmelerden olumsuz etkilenmesinin önlenmesi ve kalıcı bir mekanizma olarak da borçlanma araçları piyasasındaki olası temerrüt durumlarında ihraççılara ve yatırımcılara hareket kabiliyeti ve anlaşma fırsatı sunmak amacının bulunduğu düşünülmektedir.

İhraççıların bu mekanizmayı kullanmalarının gerisindeki ekonomik gerçeklik ise, hemen yukarıdaki bölümde özetlediğimiz üzere, mevcut borç stoklarının daha düşük bir maliyetle yönetilmesi amacıyla refinansmanın sağlanmasıdır.

III. KONUNUN VERGİ UYGULAMALARI AÇISINDAN ÖNEMİ

Önceki bölümde de özetlemiş olduğumuz üzere, KVK'nın 30'uncu maddesi ve 2011/1854 sayılı BKK ile yapılan düzenleme çerçevesinde, tam mükellef kurumlar tarafından yurtdışında ihraç edilmiş tahvillerden elde edilen faizler üzerinden tahvilin vadesine bağlı olarak azalan oranda vergi kesintisi yapılmaktadır. Buna göre, özel sektör kuruluşları yurtdışında ihraç ettikleri tahvillerin vadesini genelde 5 yıl ve üzerinde tespit ederek ödenecek tahvil faizleri üzerinden yapılacak vergi kesintisini %0'a indirmekte ve dolayısıyla da borçlanma maliyetlerini azaltmaktadırlar.

Hal böyle olmakla beraber, uluslararası piyasalarda meydana gelen ekonomik değışiklikler ve buna bağı borçlanma maliyetlerindeki azalışlar dikkate alındığında bu tahvillerin vadelerinin beklenmeden yenilenmesi (refinansmanı) ekonomik olarak daha mantıklı ve makro ekonomik planda daha faydalı hale gelebilmektedir.

Buna karşılık, eğer ihraç edilmiş tahvillerin geri çağrılarak yeni tahvillerle değıştirilmesi aynı iktisadi gerekliliğin ve bütünlüğün unsuru olarak algılanmazsa; geri çağrılan tahvillerin vadesinin kısaldığı düşüncesiyle bu tahvillere ilişkin daha önceden ödenmiş olan tahvil faizleri için önceki bölümde işaret etmiş olduğumuz “vade değışimine bağı stopaj oranı değışimi” nedeniyle geri çağırma tarihine dek işlemiş vadeye isabet eden oranda bir stopaj ödeme yükümlülüğü ortaya çıkacaktır. Böyle bir vergi maliyeti de şirketlerin bu kararı almasını etkileyecek; bu sebeple avantajlı borçlanma/borcu yeniden yapılandırma dönemleri kaçırılmış olacaktır.

Oysa bu tahvillerin uygun faiz ve borçlanma şartlarının geçerli olduğu dönemlerde yenilenmesi, Türkiye ekonomisi açısından da büyük önem arz etmektedir. Özellikle mevcut ekonomik şartlarda, bir yıl içerisinde yenilenmesi veya ödenmesi gereken özel sektör borç stokunun önemli düzeylerde olduğu düşünöldüğünde, refinansman yöntemlerini ve buna ilişkin süreçleri teşvik edecek düzenlemeler önemli ve gerekli hale gelmektedir.

IV. REFİNANSMAN AMACIYLA TAHVİL DEĞİŞTİRME İŞLEMLERİNDE STOPAJ ÖNERİSİ

Maliye Bakanlığı, bir tebliğ düzenlemesi ile ““ihraç edilen tahvillerin refinansman amacıyla yeni bir vade ve faiz yapısına sahip tahville değıştirilmek üzere geri çağırılması işleminin, değışime konu edilen eski tahviller yönünden itfa sayılmayacağına” yönelik bir açıklamada bulunabilir ve **“değıştirme tarihine kadar geçerli olan stopaj oranlarına etkili olmamak üzere,** değışim tarihinden itibaren eski ve yeni tahvillerin toplam vadesine denk gelen stopaj oranının geçerli olacağı” yorumunu yapabilir.

Ancak, yine de bu mekanizmanın değışime konu edilen tahviller açısından itfa mahiyetinde olup olmayacağı hususunda tereddütler ve tartışmalar gündeme gelebilir. Bu nedenle, konunun yorum yoluyla değil de, stopaj oranlarının hukuki dayanağını oluşturan BKK yoluyla düzenlenmesi ve ekonominin önünün bu yolla açılması, borç stokunu yönetirken hukuki belirlilik ihtiyacı da duyacak şirketler ve yatırımcılar açısından daha uygun olacaktır.

Bu konuda bizim önerimiz, yurt dışında ihraç edilmiş olan tahvil faizlerinden yapılacak stopajın oranını tahvilin vadesine bağı olarak farklılaştıran kararnamelerde, “refinansman amacıyla tahvillerin yenilenmesi durumunda, bu değışimi kabul eden yatırımcılara verilecek yeni tahviller yönünden geçerli olacak stopaj oranının, değıştirme tarihine kadar geçerli olan stopaj oranlarına etkili olmamak üzere, geri çağırılıp itfa edilen tahvillerin

vadesi ile yeniden ihraç edilecek tahvillerin vadesinin toplamı dikkate alınarak bulunacak toplam vadeye göre belirlenmesine olanak verecek bir düzenleme yapılmasıdır.

Yatırımcıların bir kısmının elindeki tahvili değiştirmeyi kabul etmemesi durumunda, bu tahviller mevcut vade ve faiz yapısıyla tedavülde kalmaya devam edeceğinden, değişim nedeniyle ihraç edilen tahvillerin toplam tutarında azalma söz konusu olmayacak; dolayısıyla değişime bağlı bir kısmi itfadan da söz edilmeyecektir. Buna karşılık, değiştirilmeyen tahviller yönünden de ilk ihraç tarihindeki koşullara göre stopaj yoluyla vergileme yapılmaya devam edilebilecektir.

*