



Uluslararası Proje Finansmanına İlişkin Temel Kavramlar

- Bu makale Kolejli İşadamları Derneği Dergisi'nin Kasım 2017 sayısında yayımlanmıştır. -

A. Giriş

Nükleer ve termik santraller, köprüler, tüp geçitler, havalimanları, enerji aktarım hatları, rafineriler, limanlar ve benzeri yüksek yatırım bedelli projeler, yarattıkları istihdam ve katma değerle ülke ekonomisinin büyümesine ciddi katkı sunmaktadırlar. Ancak, bu projelerin gerçekleştirilmesi için ciddi büyüklükte finansman kaynağına ihtiyaç duyulmaktadır. Yatırımcı şirketlerin, proje ve finansman riskini tek başına yüklenmek istemediği veya yüksek yatırım bedelinin şirket öz kaynaklarından karşılanmasının mümkün olmadığı hallerde, proje finansmanının belirli hukuki ve finansal mekanizmalar vasıtasıyla dışardan sağlanması zorunlu hale gelmektedir.

B. Proje Finansmanında İlişkili Taraflar ve Menfaat Dengesi

Uluslararası proje finansmanı işlemlerinde iki ana aktör bulunmaktadır. Bunlardan biri yatırımcı şirket veya şirketler grubu, diğeri ise yatırım için gerekli kaynağı sağlayan finansman kurumlarıdır. Dolayısıyla, proje finansmanı dahilindeki tüm işlemler, bu iki aktör arasındaki menfaat dengesinin sağlanması ve tarafların taşıdığı ticari risklerin karşılıklı olarak azaltılması yönünden değerlendirilmelidir.

C. Finansman Sözleşmelerinin Hukuki Çerçevesi

Yatırımcı şirket veya şirketler, çeşitli finans kurumlarının oluşturduğu bir konsorsiyumdan kendi adlarına kredi alarak yatırım için gerekli finansmanı sağlayabilirler. Birden çok finans kurumunun veya bankanın birleşerek sunduğu bu tür krediler, bankacılık terminolojisinde sendikasyon kredisi olarak adlandırılmaktadır.

Ancak, sendikasyon kredisinin doğrudan yatırımcı şirket tarafından alınması, ne yatırımcı şirketçe yüklenilen finansman riskini ne de sendikasyon bankalarınca yüklenilen kredi riskini ortadan kaldırmayacak bir finansman yöntemidir. Daha basit bir ifadeyle, bu yöntemin, kullanılan kredi miktarının büyüklüğü haricinde, tipik bir ticari krediden farkı yoktur. Özellikle, kredinin teminat altına alınmasındaki zorluklar ve proje süreçlerinin (inşaat, faaliyet, karlılık vb.) de finansman ilişkisine dahil olması, kredi bedelinin çoğunlukla milyar dolar seviyesini aştığı proje finansmanı işlemleri için basit ticari kredi usullerinin kullanılmasını teknik olarak imkânsız hale getirir.

Bu doğrultuda, uluslararası finans hukukunun temel işlevi, finans kurumlarının ticari hayatın ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla yarattığı finansal yöntem ve enstrümanların hukuki çerçevesini çizmektir. Bu kapsamda, yatırımcı şirketleri projeyi gerçekleştirmeye ve bankaları ise yatırım finansmanını sağlamaya teşvik edecek, alternatif proje finansman yöntemleri ve bunların usule uygun işleyişini sağlayan hukuki mekanizmalar oluşturulmuştur. Bu mekanizmaların temel amacı: kredi kullanan yatırımcılar yönünden proje ve finansman riskinin en aza indirilmesi

İNAN&ARAS

ve sendikasyon bankaları açısından ise güvenceli ödeme mekanizmaları kurularak kredi riskinin bertaraf edilmesidir. Özetle, proje finansmanı hem kredi alan yatırımcıyı hem de kredi veren finansal kurumları karşılıklı güvenceler vermek suretiyle, kısmen de olsa, tatmin etme sanatıdır.

D. Uluslararası Proje Finansmanı Uygulamasına Hâkim Olan İlkeler ve Risk Yönetimi

Proje finansmanına konu projeler, genellikle, birden çok şirketin bir araya gelerek oluşturdukları hukuki yapılanmalar vasıtasıyla hayata geçirilir. Bu yapılanmalar temel olarak iki adettir: Ortak Girişim (**Joint Venture**) ve Özel Amaçlı Şirket (**Special Purpose Vehicle Company – “SPV”**). Her iki yöntemin de kendine özgü avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Hukuki yapılanmanın seçiminde, projenin kendine has özellikleri ve yatırımcı şirketler arasındaki ticari ilişkiler önemli belirleyicilerdir. Ancak, uluslararası proje finansmanı uygulamalarının büyük çoğunluğunun Özel Amaçlı Şirket yapılanmasıyla gerçekleştirildiğini söylemek mümkündür.

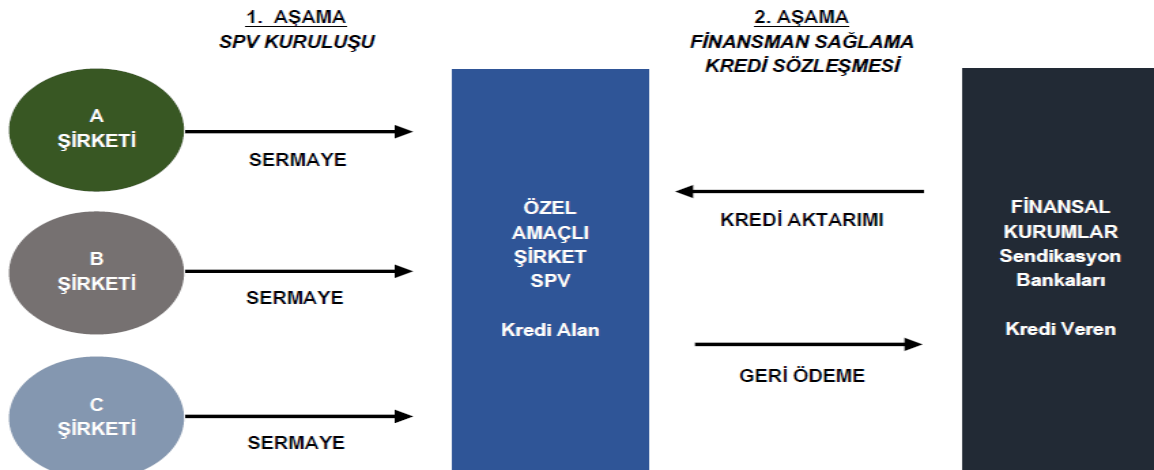
D.1. Ortak Girişim (Joint Venture) Yapılanması

Ülkemizde gerçekleşen birçok projede duymaya alışık olduğumuz Ortak Girişim yapılanmasında, yatırımcı şirketler aralarındaki hukuki ilişkiyi ve ticari mutabakatı (kar paylaşım esasları, sendikasyon kredisinden doğan sorumluluk oranları, projenin nasıl yönetileceği vb.) belirleyen bir Ortak Girişim Sözleşmesi (“**Sözleşme**”) akdeder ve Ortak Girişim’i bu şekilde oluştururlar. Ancak, önemle belirtmek gerekir ki, Ortak Girişim yatırımcı şirketler arasında yalnızca bir sözleşmesel ilişki yaratır. Ortak Girişim bir ticari şirket değildir ve ayrı bir tüzel kişiliği yoktur. Bu sebeple, Ortak Girişim’in parçası olan tüm şirketler, projenin gerçekleştirilmesi için alınan sendikasyon kredisinin kendi paylarına düşen kısımlarından, tüm varlıklarıyla ve sınırsız olarak sorumlu olurlar. Alınan kredi doğrudan şirket bilançosunda görünür hale gelir. Dolayısıyla, yatırımcı şirketlerin finansman riskini bertaraf etmesi mümkün olmaz.

D.2. Özel Amaçlı Şirket Yapılanması (Special Purpose Vehicle Company – SPV)

SPV yapılanmasında ise durum bundan oldukça farklıdır. Özel Amaçlı Şirketler, adı üzerinde, yatırımcı şirketler tarafından vergisel veya finansman avantajları nedeniyle ve yalnızca ilgili projenin hayata geçirilmesi ayrıca daha sonra işletilmesi için kurulmuş şirketlerdir. Başka bir deyişle, bu şirketler ilgili projeye özgülenmiş olup; bunların proje işleri dışında faaliyetleri yoktur.

Bu finansman mekanizması dahilinde, yatırımcı şirketler yatırımın yapılacağı ülkede bir Özel Amaçlı Şirket kurar ve proje için alınacak krediyi bu Özel Amaçlı Şirket üzerinden temin ederler. Bu şekilde, projenin finansmanı için sendikasyon bankalarıyla imzalanacak kredi sözleşmesinin borçlu tarafı Özel Amaçlı Şirket olur.



İNAN&ARAS

Peki Özel Amaçlı Şirketleri proje finansmanı uygulamasında cazip hale getiren unsurlar nelerdir? Büyük ölçekli yatırım yapan her şirketin işe başlarken cevaplaması gereken temel soru: “Projenin tamamlanmaması riskini, dolayısıyla proje için aldığımız krediyi geri ödeyememe riskini nasıl bertaraf edebiliriz?” sorusudur. İşte bu noktada, uluslararası proje finansmanı enstrümanları devreye girer. Bunlardan en önemlisi de Özel Amaçlı Şirket kuruluşlarıdır.

Özel Amaçlı Şirket üzerinden şekillendirilecek bir finansal mekanizma, gerekli şartların sağlanması halinde, yatırımcı şirketin aldığı krediyi bilançosu dışında tutmasını ve krediden yalnızca Özel Amaçlı Şirket’e koyduğu sermaye tutarı kadar sorumlu olmasını sağlayacaktır.

D.2.A Bilanço Dışı Finansman (Off-Balance Sheet Finance)

Proje finansmanı için akdedilecek sendikasyon kredisinin tarafı yatırımcı şirketler değil, onlar tarafından kurulmuş Özel Amaçlı Şirkettir. Dolayısıyla, alınan krediden doğan borç yatırımcı şirketlerin değil, Özel Amaçlı Şirketin bilançosunda gözükecektir. Kredi borcu yatırımcı şirketlerin bilançosunda gözükmeyeceğinden, yatırımcı bilanço riskini azaltacak ve bu şekilde başkaca yatırımlar için kredi alma imkanına kavuşacaktır. Ancak, bu husus oldukça hassastır. Zira, her ülkenin muhasebe mevzuatı birbirinden farklı olmakla birlikte, genel olarak yatırımcı ana şirketin belirli bir oranın üzerinde sermayeye veya yönetiminde söz hakkına sahip olduğu iştiraklerinin borçlarının da ana şirket konsolide bilançosuna yansıtılması zorunlu tutulmuş olabilir. Bu kapsamda, yatırımcı şirketlerin tabi olduğu muhasebe kuralları detaylı olarak incelenmelidir.

D.2.B. Finansmandan Sınırlı Sorumluluk (Limited or Non-Recourse Financing)

Belirttiğimiz üzere, bu yapılamada sendikasyon kredisinin borçlusu Özel Amaçlı Şirkettir. Bu sebeple, kredi sağlayan finansal kuruluşların hukuki olarak ana muhatabı Özel Amaçlı Şirket olacaktır. Yatırımcı ana şirketlerden başkaca teminatlar alınmadıysa, kredinin ödenememesi halinde, borç öncelikle Özel Amaçlı Şirketin mal varlığından karşılanacak bu yeterli gelmez ise yatırımcı şirketlerden Özel Amaçlı Şirkete koyduğu sermaye miktarıyla sınırlı olmak kaydıyla tahsil edilecektir.

E. Sonuç

Uluslararası proje finansmanı tabiri caiz ise yatırımcı şirketler ile finansal kurumlar arasında oynanan bir denge oyunudur. Yatırımcı şirket finansman / proje riskini, finansal kurum ise kullandığı kredinin geri ödenmemesi riskini ortadan kaldırmak ister. Proje finansmanı içinde yapılan tüm hukuki işlemler bu risklerin en aza indirmek amacıyla yapılır. Bu noktada, Özel Amaçlı Şirket kurarak proje finansmanını bu SPV'ler üzerinden temin eden yatırımcı şirketler hem aldıkları krediyi bilançoları dışında tutacak hem de kredilerin geri ödenememesi halinde, borçtan sorumluluğunu Özel Amaçlı Şirkete aktardığı sermaye miktarı ile sınırlayacaktır. Ancak, önemle belirtmek gerekir ki, bu imkanların sağlanması yatırımın yapıldığı ülke mevzuatının ve finansman sözleşmesinin tabi olduğu hukukun buna izin vermesi halinde mümkündür. Bu meyanda, projenin finansal mekanizması kurulurken proje finansmanı konusunda bilgi sahibi bir hukukçuya danışılması elzemdir.