

## **PROJE FİNANSMANI İHRACAT KREDİ KURUMLARININ PROJE FİNANSMANINDAKİ ROLÜ**

**Fatma Ceren YALÇIN<sup>1</sup>**

### **ÖZET**

İhracat ve ihracat kredi kurumlarının işlevi, ülke ekonomilerinde iktisadi büyüme katkısı bakımından önemli bir yere sahiptir. Gelişmiş ülkeler ihracat ve ihracat finansmanını geliştirme ve destekleme amacıyla çeşitli politikalar izlemekte ve kurumlar oluşturmaktadırlar. Her ülke kendi iktisadi durumuna göre mevcut yasal çerçevede kendi ihracat finansman mekanizmasını geliştirmektedir. Bununla birlikte, özelleştirme ve ekonomik deregülasyon hareketleri, büyük projelerin finanse edilme yaklaşımlarında, finansman yükünün önemli bir kısmının özel sektör tarafından üstlenilmesi şeklinde kendini göstermektedir. Özel sektörün bu yatırımları gerçekleştirebilmesi için gerekli finansmanın sağlanmasında "proje finansmanı" önemli bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Yeni geliştirilecek projeler için bu amaçla kurulmuş kuruluşa sınırlı rücu (*limited recourse*) imkânı veren veya hiçbir şekilde rücu imkânı vermeyen (*non-recourse*) finansman sağlama yöntemi olarak tanımlanan proje finansmanında İhracat Kredi Kurumları'nın (*İKK*) rolü son yıllarda önemli ölçüde artmıştır.

*Anahtar Sözcükler: Proje Finansmanı, İhracat Kredi Kurumu, Sınırlı Rücu, Rücu Edilememe*

### **PROJECT FINANCE THE ROLE OF EXPORT CREDIT AGENCIES IN PROJECT FINANCE**

### **ABSTRACT**

The functions of Export Credit Agencies have an important place in the economies of countries in terms of contribution to economic growth. The developed countries follow various policies and constitute institutions for the development and support of export and export financing. Every country develops its own export-financing mechanism, according to its own economic situation within the existing legal framework. However, the privatization and economic deregulation actions in the approaches to fund great projects show that a significant portion of the financing burden is assumed by the private sector. For the private sector in providing the necessary funding for these investments, "project financing" emerges as an important method. The role of Export Credit Agencies in project finance, which is defined as a sort of financing to finance newly developed projects which involves limited or non-recourse to the special purpose vehicle which is set up for such project, increased significantly in recent years.

*Keywords: Project Finance, Export Credit Agency, Limited Recourse, Non-recourse*

---

<sup>1</sup> *İstanbul Ticaret Üniversitesi, Dış Ticaret Enstitüsü*

## 1. Giriş

Ülke ekonomilerinde büyük ölçekli yatırımların şirket öz kaynaklarından karşılanamaması, yatırım konusu projelerin fizibilite, kârlılık ve projenin potansiyel olumsuz koşullara göstereceği duyarlılık açısından incelendiği uzun vadeli finansman yöntemlerini gündeme getirir. Diğer finansman modellerinden farklı olarak, genellikle altyapı ve doğal kaynaklar için gerekli yatırım projelerinin<sup>2</sup> gerçekleştirilmesini sağlayan sermaye temininde kullanılan proje finansmanında, kredinin geri ödenmesinin teminatını, kredi borçlusunun varlıkları değil, projeden elde edilecek nakit akışı oluşturur. Projenin her aşamasında ortaya çıkabilecek ve projenin barındırdığı her tür riskin ön plana çıkarılmasının amaçlandığı proje finansmanı, bu özelliğinden dolayı, “sadece projenin gerçekleştirilmesi amacıyla” kurulan kuruluşa (*SPV-Special Purpose Vehicle*)<sup>3</sup> sınırlı rücu imkânı veren (*limited-recourse*) veya hiç bir şekilde rücu imkânı vermeyen (*non-recourse*) bir finansman yöntemidir.

Esas itibariyle, belirli bir yatırımın gerçekleşmesi için kaynak yaratma sorumluluğunun yatırımcı üzerinde bırakılması ve kredi borçlusu yatırımcının şahsi sorumluluk altına girmemesi ilkesine dayanan proje finansmanı, ulusal politikalar kapsamında özelleştirmenin veya imtiyaz vermek suretiyle kamu yatırımlarının gerçekleştirilmesi sürecinde özel sermayenin teşvik edilmesi için bir araç olarak ortaya çıkmıştır. Proje finansmanının uygulaması tek bir şekilde olmamakta, yatırımın gerçekleştirilmesi, işletilmesi ve yatırım sahibine devri unsurlarının farklı şekillerde organize edilmesi ile ortaya çıkan muhtelif proje finansman modelleri bulunmaktadır<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> “Yatırımların gerçekleştirilmesinde ilk adım, bir proje yaratılması olmakta ve yatırım projesinin, bir toplumda belirli bir zaman içinde, mal ve hizmetlerin üretimini artırmak için bazı olanakları yaratma ve geliştirmeye yönelik bir öneri olduğu ifade edilmektedir.” bkz. Erkan, Volkan, Dış Proje Kredisi Kullanan Kamu Yatırımlarının Gelişimi ve Değerlendirilmesi (1988-1997), DPT Uzmanlık Tezi, Ankara, 1999, s.7.

<sup>3</sup> Proje finansmanı, yasal ve ekonomik açıdan yalıtılmış ve tek işi proje konusu olan özel amaçlı bir kuruluşa (*Special Purpose Vehicle- SPV*) kullanılır. Bazı yerlerde *SPC (Special Purpose Company)* olarak da geçmektedir.

<sup>4</sup> “Gerçekten, yatırım konusu bir işletmenin özel sektördeki bir şirket tarafından inşa edilmesi, uzun bir süre işletilmesi ve neticede kamu sektörüne devredilmesi esasına dayanan ve genel olarak greenfield üst başlığı altında toplanan çok değişik proje finansman modelleri mevcuttur. Bunlara örnek olarak, Yap-İşlet-Devret (*BTO, Build-Transfer-Operate*) üst model olarak ele alındığında, Yap-Sahip Ol-İşlet-Devret (*BOOT, Build-Own-Operate-Transfer*), Yap-Sahip Ol-İşlet (*BOO, Build-Own-Operate*), Yap-Kiralama-Devret (*BLT, Build-Lease-Transfer*), Devret-İşlet-Devret, Tasarla-Yap-İşlet (*DBOM, Design-Build-Operate-Maintain*), Yap-Devret-İşlet, Tasarla-Yap-Finanse Et-İşlet (*DBFO, Design-Build-Finance-Operate* veya *DCMF, Design-Construct-Manage-Finance*), Yenile-Sahip Ol-İşlet-Devret, İyileştir-İşlet-Devret, İyileştir-İşlet-Sahip Ol, Yap-İşlet-Sahip Ol-Finanse Et (*BOOF, Build-Operate-Own-Finance*) gibi alt modeller de birer türev model olarak sayılabilecektir.” bkz. Badawi, M. Ibrahim: “Globalization of the BOT System and Its Taxation Problems, Review of Business”, 24, 2ABI/INFORM Global, Spring 2003, s.61; Deane, Jennifer: “Private Sector Participation in the Mediterranean Middle East-Past, Present and Future”, Elsevier-Desalination 152, 2002, ([www.elsevier.com/locate/desal](http://www.elsevier.com/locate/desal)), s.59.

Dünyada ağırlıklı olarak petrol, doğalgaz, enerji, madencilik, iletişim, ulaştırma, altyapı alanlarında uygulanan proje finansmanı, yatırım ihtiyacının artması, özelleştirmeler ve ekonomik serbestleşmenin gelişmesi, özel sektörün yatırımlardan daha fazla pay alması, yabancı sermayenin Türk şirketlerine ilgisinin artması ve bankacılık anlayışının değişmesi gibi etkenlerle Türkiye’de özellikle son yıllarda hızlı bir gelişme göstermiştir.

Yatırımlarda özel sektörün payının artmasıyla, sermaye birikimi sınırlı özel sektör tarafın finansmanı sorununu gündeme getirmektedir. Bu noktada proje finansmanı, yatırımcıların kendi borçlanma kapasitelerinin üzerinde, projenin kendisi dışında ilave teminat gerektirmeden, çok uzun vadeli (8-12 yıl), proje dönemi boyunca (1-3 yıl) geri ödemesiz, pek çok kredi kuruluşunun bir sendikasyon halinde katılımıyla yüksek tutarlarda kredi kullanabilme olanağı sağlamaktadır. Kreditorler için ana teminat, proje firmasının (SPV) sahip olduğu imtiyaz sözleşmeleri, lisanslar, doğal kaynaklar üzerindeki haklar gibi değerler ve asıl olarak bunlarla üretilecek nakit akışıdır.

Projeyi genel olarak yapım aşaması ve işletme aşaması olarak iki aşamada ele aldığımızda, proje finansmanını da nakit ihtiyacı ve geri ödeme olarak iki aşamada ele alabiliriz. Yapım aşamasında nakit ihtiyacı ile geri ödemenin uyumlu olması önemlidir. Zira bu dönemde ihtiyaç duyulan fonların istenilen zamanda ve tutarda hazır edilmesi proje firması açısından en önemli ihtiyaç olarak göze çarpmaktadır. Nakit ihtiyacı/geri ödeme dengesinin sağlanamaması projenin zamanında tamamlanmasını geciktirebilecek ve proje sahibi ek maliyetlerle karşı karşıya kalacaktır.

Proje finansmanında finanse etme veya finansman sağlama ağırlıklı olarak yatırımcıların/sponsorların (*sponsors*) kredi değerliliğine veya finansmana dâhil olan maddi varlıkların piyasa değerine bağlıdır. Projenin inşa aşamasında kredi anapara ödemelerine başlanılmaması önemli bir konudur. Bununla, projeden henüz kazanç elde edemeyen borçlunun mali yapısı korunarak, projenin zamanında tamamlanmasının sağlanması hedeflenir. Bu kural kredinin anapara geri ödemeleri için geçerli olup, kredinin kullanılan kısmı için tahakkuk edecek faizler bakımından söz konusu olmayacaktır<sup>5</sup>.

Bu çalışmada öncelikle “proje finansmanı” kavramı incelenerek, bu yöntemin temel özellikleri, tercih edilme nedenleri, geleneksel kredilendirmeden farkları ele alınmıştır. Konuya ilişkin kavramsal çerçevenin oraya konulmasının ardından proje finansmanının uluslararası finans ve yatırım çevrelerinde nasıl ele alındığı noktasında “İhracat Kredi Kurumlarının proje finansmanındaki rolü” Avrupa Ekonomik İşbirliği Teşkilatı OECD’nin belirlediği kurallar ışığında incelenmiştir.

<sup>5</sup> Yılmaz, Hasan Uygur, *Kamu Projelerine Dış Finansman Temini ve Kredi Anlaşmalarının Hukuki Boyutu, Hazine Uzmanlık Tezi, Ankara, 2009.*

“Proje finansmanı” konusunda Türkçe yazılmış eser yok denecek kadar azdır. Türkiye ekonomisinde ve ülkenin resmi destekli ihracat kredi kurumu Türkiye İhracat Kredi Bankası A.Ş. (Türk Eximbank) nezdinde ihtiyaç duyulan sürekli ve sürdürülebilir büyümenin sağlanmasında önemli rolü olacağı değerlendirilen bu alanda elinizdeki çalışmanın bundan sonraki çalışmalara katkı sağlaması umuduyla makale sonuç bölümüyle bitirilmiştir.

## 2. Tanım

Proje finansmanının evrensel olarak kabul gören bir tanımı bulunmamakla birlikte, “finansmanının büyük bölümünün borç yoluyla sağlandığı ve ilke olarak geri ödemelerinin finanse edilen varlıklar ve onların getirileri üzerinden gerçekleştirildiği bir hak, doğal kaynak veya diğer bir varlığın kullanımının ve geliştirilmesinin finanse edilmesidir.”<sup>6</sup> şeklinde bir tanımın kavramın tipik unsurlarını yansıttığından bahsedilebilir. Esasen, genel anlamıyla proje finansmanı<sup>7</sup> terimi, geniş bir yelpazeye yayılmış farklı finansman yapılarını ortak özellikleriyle tanımlayarak, onları kategorize etmek için kullanılır.

Proje finansmanı, yeni geliştirilecek projeler için bu amaçla kurulmuş kuruluşa sınırlı rücu imkânı veren (*limited-recourse*) veya hiçbir şekilde rücu imkânı vermeyen (*non-recourse*) finansman sağlama yöntemi<sup>8</sup> olarak da tanımlanır. Burada, risklerin (*her aşamadaki risk*) ilgili projeye birebir ilişkisinin ön plana çıkarılması amaçlanmıştır.

Proje finansmanında finanse etme veya finansman sağlama, ağırlıklı olarak yatırımcıların/sponsorların kredi değerliliğine veya finansmana dahil olan maddi varlıkların piyasa değerine bağlıdır. Kredinin veya borcun tasfiyesi sırasında kreditorler (*lenders*) öncelikle projenin verimliliğine inanmak isterler. Bunun sonucunda kreditorler projenin fizibilitesi ve muhtemel olumsuzluklara karşı duyarlılığı ile yakından ilgilidirler. Bu çerçevede, başarılı bir proje organizasyonu, projenin içerdiği risklerin değişik uzmanlık alanları arasında dengeli bir şekilde ve ekonomik olarak anlamlı dağılımını gerektirir. Bunun sonucunda riskler belli ölçülerde projenin yatırımcıları ve kreditorlerle birlikte tedarikçiler, yükleniciler, işletmeciler, ürünü satın alanlar (*nihai kullanıcılar*), sigortacılar veya kamu kurumları tarafından üstlenilir. Tarafların proje riskini hangi ölçüde taşıyacakları riskin yönetilmesindeki uzmanlık becerileri ile projeden beklentileri ve gerçekleşeceğini öngördükleri getiriye bağlı olarak değişir. Bu beklenti, tarafların belirli bir riski üstlenmek için talep edecekleri ücreti büyük ölçüde değişken kılacaktır. Tarafların bir kısmı için bazı risklerin üstlenilmesi, üstlenilecek risk karşılığında alacakları muhtemel getiriden bağımsız olmayacaktır.

---

<sup>6</sup> Denton Wilde Sapte, *A Guide to Project Finance*, London, s.2.

<sup>7</sup> Clifford Chance, *Project Finance*, IFR Publishing Ltd, London, 1991, s.3

<sup>8</sup> William L. Megginson, Stefanie Kleimeier, “Are Project Loans Different From Other Syndicated Credits?”, *Journal of Financial Economics Conference-Harvard Business School*, Ocak 2000, s.3

### 3. Özellikleri

Her işlemin kendine özgü gereksinimleri olması nedeniyle “standart” bir proje finansmanı yapısından bahsedilemez. Proje finansmanın yapısı sektörden sektöre ve işlemde işleme farklılık gösterir. Bununla birlikte, bir projenin finansmanında karşımıza çıkan genel ve temel özellikleri şu şekilde sıralayabiliriz:

a) Proje finansmanı “çerçevesi çizilmiş” belirli bir proje için kullanılır. Hukuka uygun olarak kurulmuş, ekonomik açıdan kendi kendine yeten ve faaliyet konusu sadece proje ile sınırlı olan “özel amaçlı bir kuruluşa” (SPV) finansman sağlanır. Özel amaçlı bu kuruluşa “proje firması” denir.

b) Yerleşik bir projeden ziyade, yeni bir proje için proje finansmanından bahsedilir. Bununla birlikte, proje finansmanı kredilerinin re-finansmanı<sup>9</sup> mümkündür ve bu durum da proje finansmanı olarak tanımlanır.

c) Proje finansmanı genellikle yüksek finansal kaldıraç, yani borç/özsermaye oranı (*leverage, gearing*) sağlar. Proje finansmanı kredisi, tüm proje yatırımının kabaca %70 ilâ %90’ını karşılar.

d) Yatırımcıların (*sponsors*) garantisinin aranmadığı hallerde borçların geri ödenmemesi gündeme geldiğinde, yatırımcılara rücu edilmez (*non-recourse*). Belli bir tutara kadar veya inşa dönemi gibi belli bir süre için sınırlı garantilerin söz konusu olduğu durumlarda yatırımcıya sınırlı rücu (*limited recourse*) mümkündür.

e) Finansman ihtiyacının yatırımcıların bilançolarına yük oluşturmadan giderilmesi hedeflenir.

f) Kreditörler, borç servisi (*debt service*) faiz ve anapara geri ödemesi için yatırımcıların bilançolarından, varlıklarının değerinden veya geçmiş finansal performanslarından ziyade projeden beklenecek nakit akışına güvenir.

g) Kreditörler için ana teminat, proje firmasının sahip olduğu lisanslar, imtiyaz sözleşmeleri, doğal kaynaklar üzerindeki mülkiyet veya kullanım hakları gibi haklardır. Proje finansmanında firmanın fizikî varlıklarının değeri sağlanan finansman tutarının altında olabilir.

h) Projenin genellikle imtiyaz sözleşmeleri, lisanslar ve doğal kaynaklar üzerindeki hak sözleşmelerinin süresine bağlı belli bir ömrü vardır ve proje finansmanı bu süre sonunda tamamen geri ödenmiş olmalıdır.

<sup>9</sup> Refinansman, kredinin genellikle yeni kreditörler tarafından, farklı fiyat ve koşullarla yeniden finanse edilmesi demektir.

i) Tamamlanma, işletim, tedarik ve satış riskleri uzun vadeli sözleşmelerle ilgili taraflara dağıtılarak teminat ve finansman yapısı oluşturulur.

j) Dünyada ağırlıklı olarak petrol, doğalgaz, enerji, madencilik, iletişim, ulaşım, altyapı ve kamu hizmetleri gibi büyük yatırım gerektiren alanlarda proje finansmanı uygulanır.

#### 4. Proje Finansmanının Geleneksel Kredilendirmeden Farkı

Kullanılan teminatlara göre proje finansmanı ile proje firmasının aktif değerlerine dayalı ve teminatı borç alanın aktif değerleri ile sınırlı geleneksel finansman türleri karşılaştırılabilir. Örneğin, bir emlak satın alımı, iyileştirilmesi veya imar edilmesi hakkındaki krediler, bazı hallerde, söz konusu emlakın satış gelirleri ve bu satıştan elde edilen gelir hariç olmak üzere, borç verenin borç alana rücu imkanı olmaksızın yapılandırılır. Böyle bir kredinin teminatını sadece emlak üzerinde tesis edilmiş gayrimenkul ipoteği ve emlak yoluyla elde edilen gelirlerin ve sigortanın temlik edilmesi oluşturur. Keza, gemi alımı için sağlanan krediler, uzun süreli nakliye sözleşmeleri veya kiralamarlar üzerine finanse edilirken, söz konusu finansmanın teminatını sadece gemi ipoteği, geminin navlun gelirleri ve sigortasının temlik edilmesi oluşturur. Proje finansmanında teminat genellikle yukarıda verilen örneklere benzer bir şekilde, projenin maddi varlıkları üzerinde tesis edilen ipotek ve projenin nakit akışı haklarının temlik edilmesi şeklindedir.

Bununla birlikte, proje finansmanında projenin teknik fizibilitesi (*teknik test*) ile projenin ekonomik geleceğine (*ekonomik test*) ilişkin değerlendirmelerin daha kapsamlı bir şekilde ele alınması gerekir. Proje finansmanına konu proje; bir gemi veya bir bina inşa edilmesinden daha karmaşık olabilir. Bu durumda projenin niteliği, değerlemesi, kurulumunda kullanılan teknoloji, projeye dahil olan her türlü unsur etraflıca irdelenmelidir. Bu sayede projenin zamanında ve sorunsuz bir şekilde tamamlanması sağlanır.

Bu çerçevede, ticari kredilerde kredi alan ana şirketin kendisi veya iştirakidir. İştirakinin kredi kullandığı durumda ana şirket garantör olur. Proje finansmanı kredisinde ise proje, yatırımcıların özel olarak sadece bu amaçla kurduğu bir proje firmasınınca gerçekleştirilir ve kredinin borçlusu bu şirkettir.

Geri ödeme düzenine bakıldığında, ticari kredilerde kredinin geri ödemeleri için, şirketin tüm faaliyetlerinden yaratılan nakit akışları esas alınır. Proje finansmanı kredisinde ise kredinin geri ödemeleri için projenin nakit akışları ve yaratacağı gelirler esas alınır.

Ticari kredilerde projenin nakit akışı ve ilgili malvarlığı kredi alanın diğer iş ve işlemlerinden ayrılmazken ve bunlarla birlikte değerlendirilirken; proje finansmanı kredisinde projenin nakit akışları ve projenin mal varlığı, yatırımcıların diğer iş ve işlemlerinden ayrı tutulur ve değerlendirilir.

Ticari kredilerde kredinin teminatını şirketin tüm varlık portföyü oluşturmaktadır. Proje finansmanı kredilerinde ise kredinin teminatını projenin nakit akışları ve sözleşmeler oluşturur. Yatırımcıların kefaletleri sınırlıdır veya yoktur.

Hem ticari kredilerde hem de proje finansmanı kredilerinde rücu önemli bir konudur. Ticari kredilerde bankalar kredi alanın tüm malvarlığına rücu edebilirken; proje finansmanı kredilerinde bankaların yatırımcılara rücu hakkı ya yoktur ya da oldukça sınırlıdır.

Ticari kredilerde kredi alanın kredibilitesi çok önemli bir unsurdur. Bazı koşullarda teminatsız kredi kullanıldığı da görülebilir. Oysa proje finansmanı kredilerinde proje firmasının tesisleri, gelirleri, sözleşmeleri, lisans ve izinleri önemsenir. Proje gelirlerinin aktarıldığı hesaplar dâhil projenin tüm malvarlığı üzerinde teminat tesis edilmek istenir.

Nakit akışının kullanılması bakımından ticari kredilerde projeden yaratılan nakit akışları diğer projelerde kullanılabilir. Serbest nakit kullanım yetkisi kredi alan şirkettir. Proje finansmanı kredilerinde durum biraz farklıdır. Proje finansmanı kredilerinde projeden yaratılan nakit akışları rezerv olarak ayrılabilir. Serbest nakdin kullanımı ile ilgili şirketin yetkileri sınırlıdır.

Ticari krediler genel kredi sözleşmesiyle tesis edilir. Proje finansmanı kredilerinde ise kredi sözleşmeleri projelerin özelliklerine göre yapılandırılır ve genellikle İngiliz Hukuku-LMA standardı kullanılır.

Ticari kredilerde yatırımcının borçlanma kapasitesi kullanılırken, proje finansmanı kredilerinin çoğunda yatırımcının borç alma kapasitesinin üzerine çıkılır.

Ticari kredilerde borçlanma ana şirketin konsolide mali tablolarına yansıtılırken, proje finansmanı kredilerinde borçlanma sadece proje firmasının mali tablolarına yansıtılır.

Ticari kredilerde borçlunun işletmelerinden birinde çıkan bir sorun şirketin tüm mali durumunu etkileyebilir. Şirketin bütün malvarlığını, işletmelerini ve işlemlerini kapsayan iflas prosedürü söz konusu kredilerde oldukça karmaşıktır ve uzun sürer. Proje finansmanı kredilerinde ise, proje, yatırımcıların mali sorunlarından yalıtılabilir ve iflas prosedürü proje firmasının malvarlığı ile sınırlı olduğundan ticari kredilere göre daha basittir ve neticelenmesi daha hızlı olur.

## 5. Proje Finansmanın Tercih Edilme Nedeni

Yatırımcıların<sup>10</sup> projelerine kaynak sağlarken neden proje finansmanını tercih ettiği önemli bir konudur. Proje finansmanı, her zaman kurumsal finansman temin etmeye göre daha pahalıdır. Dahası, organizasyonu için daha fazla zaman gerekir ve proje dönemi boyunca kredinin kullanılması, izlenmesi ve yönetilmesi için önemli ölçüde zamana (*idari zaman*) ve uzmanlığa ihtiyaç duyulur. Bu nedenle, yatırımcılar belirli bir projeye finansman sağlarken kendileri için cazip ve ikna edici nedenler ararlar. Bunlardan bazılarına aşağıda yer verilmektedir. Proje finansmanının her olayda farklı şekillenebileceği düşünüldüğünde, listenin daha da uzayacağı görülecektir. Bununla birlikte, sayılan nedenlerden birinin veya birkaçının varlığı, sınırlı rücu<sup>11</sup> koşullarına sahip bir projeye finansman sağlamayı seçen yatırımcılar açısından önemlidir.

Buna göre;

a) Yatırımcılar, proje borçlarına ve projenin başarısız olma riskine karşı kendilerini koruma altına almak ister.

b) Yatırımcıların bir bölümü, proje borçlarını kendi bilançoları ile birleştirmekten kaçınır. Bu durum, her bir yatırımcı için uygulanan belirli muhasebeleştirme standartlarına ve yasal gereksinimlere bağlı olarak gerçekleşir.

c) Yatırımcılar, büyük projelerde oluşan riski projenin diğer taraflarıyla paylaşmak/dengelemek isteyebilir. Projelere tek başına yatırım yapacak ve yeterli finansmanı sağlayabilecek kadar güçlü bilançoları olmayan küçük şirketler için de aynı durum geçerlidir. Küçük şirketlerin ihtiyaç duyacakları finansmana erişebilmelerinin tek yolu, proje finansmanı yönteminin seçilmesidir.

d) Yatırımcılar, şirketin kredi belgelerindeki finansal taahhütleri veya mevzuattan kaynaklanan kısıtlamalar nedeniyle proje için gerekli fonları temin etmeye yönelik borçlanma olanağına sahip olmayabilir.

e) Ortak teşebbüs ile oluşturulan bir projeye yatırım yapıldığında, projedeki risk paylaşımının tüm yatırımcıları tatmin edecek şekilde dağıtılması zor olabilir. Bu durumda “sınırlı rücu” imkanı sağlayan özel amaçlı bir finansal enstrüman ile yatırım yapmak daha cazip hale gelir.

---

<sup>10</sup> Proje finansmanının yatırımcısı diğer katılımcıları organize ve kontrol eden, projeyi sahiplenen kuruluşa veya şirkete özsermaye koyan taraftır. Ana yatırımcı projede en yüksek tutarda sermayeye sahiptir. Diğer yatırımcıların payı ana yatırımcının payından düşüktür.

<sup>11</sup> “Rücu edilemeyen finansman” ve “sınırlı rücu edilebilen finansman” ifadeleri çoğunlukla birbirleriyle yer değiştirerek proje finansmanı ile birlikte kullanılmaktadır. “Rücu edilemeyen finansman” oldukça dar kullanılmaktadır. Çoğu proje finansmanı işleminde, finanse edilen varlıkların haricinde, borçluya/sponsora (sınırlı düzeyde) rücu etme imkânı bulunmaktadır.



f) Bazı hukuk sistemlerinde, projenin proje finansmanı yoluyla finanse edilmesini yatırımcılar açısından cazip hale getiren vergi muafiyeti veya diğer vergi indirimlerinin bulunması gibi vergi avantajları vardır.

g) Projenin varlıklarına sahip olabilmek için yerel olarak tüzel kişilik kazanmış bir yapının oluşturulmasının mevzuat gereği zorunlu tutulduğu hallerde olduğu gibi yürürlükteki mevzuat yatırımcıları dolaylı olarak proje finansmanını seçmeye yöneltebilir.

Proje finansmanın yatırımcılar açısından cazip tarafları olduğu kadar, projeye ev sahipliği yapan devletler açısından da önemli avantajlar sunduğu görülmektedir. Proje finansmanı yoluyla projenin tamamlandığı ülke açısından doğan olumlu sonuçlar kısaca şunlardır:

1. Yabancı kaynaklı yatırımı özendirme.
2. Uluslararası beceri ve uygulama bilgisinin kazanılması.
3. Projelerin yabancı veya özel sermayeyle finanse edilmesiyle kamu kesimi borçlanma gereğinin azaltılması.
4. Diğer koşullarda öncelik tanınmayan projelerin geliştirilme olasılığı.
5. Yerel işgücünün eğitilmesi.

## 6. İhracat Kredi Kurumlarının Proje Finansmanında Değişen Rolü

İKK'ların proje finansmanına yaklaşımı son yıllarda önemli ölçüde değişmiştir. Bunun temel nedeni, genellikle devlet tahvillerinin<sup>12</sup> ihracı ile sağlanan destek yerine, özel sektörün yatırımcı olduğu ve finanse ettiği altyapı projelerine yönelmesidir.

Özel sektör proje finansmanına olan gereksinimde önemli bir büyüme gözlenmektedir. Bu işlemlerin ana özelliği, bunların sıklıkla ticari bankaların, ihracat kredi kurumlarının, Dünya Bankası gibi çok taraflı kuruluşların ve Asya Kalkınma Bankası, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası gibi bölgesel kalkınma bankalarının dâhil olduğu ve gittikçe daha karmaşık hale gelen sözleşmelere ve finansman yapılarına sahip olmalarıdır.

Yatırım yapılabilir projelerin artması, bu projelerin giderek daha karmaşık hale gelmesi, İKK'ların proje riskinin analiz edilmesi ve projelerin tahsisi ve ekonomik yapısı için daha fazla kaynak ayırmasıyla sonuçlanmıştır. Geçmişte projeler genellikle ev sahibi hükümet tarafından desteklendiğinden, bu durum önemli bir

---

<sup>12</sup> "A sovereign bond is a bond issued by a national government. The term usually refers to bonds issued in foreign currencies, while bonds issued by national governments in the country's own currency are referred to as government bonds. The total amount owed to the holders of the sovereign bonds is called sovereign debt."; bkz. <http://encyclopedia.thefreedictionary.com/sovereign+bond>

sorun olarak görülmemektedir. Bugün G7 İKK'larının tümü uzmanlaşmış bir proje finansmanı departmanına sahiptir<sup>13</sup>.

Öte yandan, İKK'ların proje finansmanına yaklaşımındaki bu değişim, daha geniş bir yelpazedeki riskleri üstlenmeye hazır hale gelmeleriyle sonuçlanmıştır. İKK'lar geçmişte sadece politik riskleri güvence altına alırken, günümüzde birçok ihracat kredi kurumu hem politik, hem de ticari riskleri sigortalamaktadır. Ticari riskin sigortalması ise, özellikle projenin oluşumu aşamasında, İKK'nın projenin içerdiği çok çeşitli riskleri ve bu risklerin üstlenilme yöntemlerini açık bir şekilde anlayabilmesini gerektirmiştir.

İhracat kredi kurumları geliştirmekte olan pazarlarda altyapı ve diğer projelere finansman sağlanmasında önemli bir rol oynayarak, ihracatçılara doğrudan veya ithalatçılara alıcı kredileri (*buyer credits*) yoluyla finansman sağlayarak destek vermektedir. İhracat kredi kurumlarının proje finansmanına sağladığı destek ise özetle şu şekilde sınıflanır:

- a) Politik risk sigortası (*political risk insurance*)
- b) Ticari risk sigortası (*commercial risk insurance*)
- c) Faiz oranı desteği (*interest rate support*) ve/veya
- d) Doğrudan kredi (*direct lending*) desteği (*Genellikle ithalatçı/alıcı için*)

Son yıllarda, İKK'ların başka ülkelerden sağlanan iktisadi malın/tedarik malzemesinin finansmanı konusunda istekli olduğu da gözlenmektedir. JBIC/NEXI'nin<sup>14</sup> finanse ettiği tedarik malzemesinin %70'ine yakını başka ülkelerden sağlanır. US-EXIM<sup>15</sup> başka ülkelerden temin edilen malların %50'sine yakını finanse eder. Bu oran Avrupa'daki birçok İKK için, tedarik malzemelerinin AB üyesi bir ülkeden sağlanması durumunda %30; diğer ülkeler için %15'dir. ECGD<sup>16</sup>, sadece yerel maliyetleri karşılamak yerine, tedarik malzemelerinin %15'e kadar olan bölümünün başka bir ülkeden karşılanmasına finansman sağlar.

## 7. İhracat Kredi Kurumlarının Projeye Dâhil Olmasının Avantajları

İKK'ların proje finansmanına katılmasının sağladığı avantajları şu şekilde özetleyebiliriz:

---

<sup>13</sup> "US-EXIM'in proje finansmanı departmanı 1994 yılında kurulmuştur. Bu birimin görev tanımı, US-EXIM'e yapılan başvuruları incelemek, değerlendirmek ve geliştirmektir. ECGD'nin proje finansman programı ise aynı yıl yeniden başlatılmıştır. US-EXIM, başvurunun kendilerine ulaşmasından itibaren 45 gün içinde ön değerlendirmeye tabi tutulacağını taahhüt etmektedir. ECGD ise proje finansmanı başvurularını kendi ülkesindeki sigortacılar yönlendirmekten vazgeçmiştir. ECGD kendi oluşturduğu departmanların yanı sıra, projenin özel unsurlarının raporlanması için uzman bir danışman atayabilir."

<sup>14</sup> İhracat Kredi Kurumu (Japonya)

<sup>15</sup> İhracat Kredi Kurumu (ABD)

<sup>16</sup> İhracat Kredi Kurumu (İngiltere)

a) Genel olarak, İhracat Kredi Kurumları tarafından sağlanan kredilerin vadeleri/geri ödeme süreleri ticari bankaların sağlayabileceğinden daha uzundur. Bu süre çoğunlukla on yıldan uzun olmaktadır. Geri ödeme süresinin uzunluğu, bir projenin borçlanma kapasitesini arttırarak, öz kaynak verimliliğinin artmasını sağlar.

b) Kredinin bir ihracat kredi kurumu tarafından desteklendiği veya garanti altına alındığı durumlarda, borç veren banka (*lending bank*) bu borcu devlet riski (*sovereign credit risk*) olarak kaydedebilir. Kredi riski İKK'nın kendi ülkesinin riski olacaktır. Bu durumun yarattığı avantajlardan biri, banka tarafından uygulanan faiz oranının, kredi riski düşük olarak değerlendirildiği için, aşağı indirileceğidir. Böylece, bankanın kendi içinde kredi onaylarını alması kolaylaşacak ve sermaye yeterliliği gereksinimlerine (*capital adequacy requirements*) uymak daha az maliyetli olacaktır. İhracat Kredi Kurumu'nun bir OECD ülkesinde faaliyet göstermesi ve devlet teşekkülü ya da devlet destekli olması durumunda ise, kredi riski sıfır olarak derecelendirilecektir<sup>17</sup>.

c) Genel olarak ihracat kredi kurumları, sigorta piyasası tarafından sigortalanan veya ancak projenin ekonomik olmaktan çıkmasına neden olacak maliyetlerle sigortalanan projeler için politik risk sigortası sunar. Özellikle politik veya ekonomik açıdan "sorunlu" olan ülkelerde yürütülen projelerin ilerleyebilmesi için İKK'lar tarafından sağlanan bu destek hayati öneme sahiptir.

d) Finansman sürecine daha fazla sayıda İKK'nın dâhil edilmesinin sağladığı bir diğer avantaj, çok sayıda ülkeden mal ve hizmet temin edilmesini sağlayan çok uluslu bir konsorsiyumun mevcudiyetinde, ilgili mal ve hizmetlerin sürece dâhil olan her bir ülkenin İKK'sı tarafından finanse edilmesine imkân tanınmasıdır. Bazı İKK'ların kendi ülkelerinin dışından da sağlanacak mal ve hizmetleri finanse etmesi önemli bir avantajdır.

#### i. OECD Uzlaşısı (OECD Consensus)<sup>18</sup>

Türkiye'nin 2006 yılı Kasım ayından bu yana "gözlemci" statüsüyle üye olduğu OECD Uzlaşısı, Katılımcılar Grubu (KG) tarafından resmi destekli ihracat kredilerinin sağlanması aşamasındaki ölçütlerin belirlenmesi ve dünya ticaretinin tam rekabet koşullarına ulaştırılması amacıyla yönelik olarak ortak düzenlemelere gidilmesini amaçlamaktadır.

<sup>17</sup> Denton Wilde Sapte, "A Guide to Project Finance", s.82.

<sup>18</sup> "Arrangement on Officially Supported Export Credits" için bkz. [http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?cote=tad/pg\(2011\)4&doclanguage=en](http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?cote=tad/pg(2011)4&doclanguage=en)

Diğer bir deyişle OECD Uzlaşısı'nın amacı, ülkelerin resmi destekli kredi ve sigorta kurumları tarafından sağlanan orta ve uzun vadeli ihracat kredilerinin tutar ve finansal koşullarının belirlenmesi, mal/hizmet ihracatı veya buna eşdeğer kiralama işlemleri hakkında sağlanan resmi destekli ihracat kredilerini kurumsal bir yapı içine almaktır.

OECD nezdinde katılımcı<sup>19</sup>(*participants*) ülkeler tarafından kabul edilen ve 1978 yılında yürürlüğe konan OECD Uzlaşısı'yla katılımcılar resmi destekli ihracat kredileri hakkında edinilen bilgileri diğer üye ülkelerle paylaşmayı üstlenmiştir. Daha ziyade bir “centilmenlik anlaşması” niteliğinde olan düzenlemede, katılımcılardan her biri “karşılıklılık ilkesine” dayanarak hareket etmelidir. Resmi destek, devlet tarafından veya devlet adına yapılacak ihracat işlemlerinde, geri ödeme süresi 2 yıl veya daha uzun vadeli olan finansal kiralama dâhil mal ve hizmetleri kapsar<sup>20</sup>. Ordu ekipmanları ve tarım ürünleri bu düzenlemenin dışında tutulmuştur.

Resmi destek aşağıdaki şekillerde sağlanmaktadır:

- a. İhracat kredi garantisi veya sigortası (*pure cover*)
- b. Resmi finansman desteği
  - Doğrudan kredi finansmanı ve yeniden finansman
  - Faiz oranı desteği,
- c. Yukarıda bahsedilenlerin herhangi bir şekilde birleşimi

İşleyen bir küresel ekonomide, mal ve hizmetlerin ihracatına sağlanan destek sınırsız yetkilere haiz ihracat kredi kurumları eliyle gerçekleşemez. İKK'nın kendi ihracatçısına sunacağı aşırı cömert ve avantajlı koşullar, diğer ülkelerdeki ihracatçılar için haksız rekabet yaratabilir. Bunun önüne geçilerek İKK'lar arasında koordinasyonun sağlanması amacıyla, OECD Katılımcılar Grubu'na üye ülkelerin tümü<sup>21</sup> OECD Uzlaşısı'nda belirtilen sınırlamalara tabidir. Türkiye Katılımcılar Grubu'na gözlemci üye olduğu cihetle OECD Uzlaşısı'na uymaktadır. Uzlaşısı, 1973 yılında OECD tarafından önderlik edilen ve “Resmi Destekli İhracat Kredilerine İlişkin Prensipler”in (*Arrangement on Officially Supported Export Credits*) belirlenmesi için yapılan görüşmelerde ortaya çıkmıştır. Prensipler bu tarihten beri ihtiyaçlar gözönünde bulundurularak güncellenmektedir. Uzlaşısı taraflar arasında “eşit şartlarda rekabet” ortamı sağlamayı amaçlamaktadır.

OECD düzenlemesinde proje finansmanını ilgilendiren ilkeler aşağıda özetlenmiştir;

- 1) Maksimum vade, kredinin başlamasından itibaren maksimum ağırlıklı ortalama süre (*maximum weighted average life*) 5,25 yıl (proje

---

<sup>19</sup> Avustralya, Kanada, Avrupa Topluluğu, Japonya, Kore, Yeni Zelanda, Norveç, İsviçre, Amerika Birleşik Devletleri.

<sup>20</sup> *Arrangement on Officially Supported Export Credits*, m.5.

<sup>21</sup> Türkiye ve Meksika bu grubun dışındadır.

finansmanında 7,25 yıl) ile sınırlandırılmıştır. Bu ilke, maksimum kredi vadesini Uzlaşılı'da Kategori II olarak sınıflanan daha fakir ülkeler için 10 yıl; Kategori I olarak sınıflanan daha zengin ülkeler için 5 yıl (önceden bildirimle 8,5 yıl) daha kısa olarak belirleyen eski ilkenin yerini almıştır. Proje şirketine, İKK kredisinin geri ödeme şekli ve maksimum geri ödeme vadesi konusunda önemli bir esneklik tanınmaktadır. Bu çerçevede;

- a) Borç düzenli olarak ve eşit taksitlerle geri ödenmelidir.
- b) Geri ödemeler, ilk taksit ödemesi kredinin başlangıç tarihi altı aydan sonra gerçekleştirilemeyecek şekilde, en az altı ayda bir gerçekleştirilmelidir.

Proje şirketi, İKK borcunun ilk anapara geri ödeme tarihinin belirlenmesi konusunda tamamen esnek davranabilir.

Aşağıdaki koşullar sağlandığında kredinin ağırlıklı ortalama süresi 7,25 yıla uzatılabilir.

- a) Anapara ödemesinin ilk ödemesi proje kredisinin başlangıç tarihinden iki yıl içinde gerçekleştirilmelidir.
  - b) Son geri ödeme, kredi başlangıç tarihinden itibaren 14 yıl içinde yapılmalıdır.
- 2) Kredi başlangıç tarihi, finanse edilen sözleşmenin niteliğine göre farklılık gösterecektir. Kullanıma hazır malların tedarikine ilişkin sözleşmenin (*contract for the supply of completed goods*) başlangıç tarihi, alıcının sözleşme konusu mallara fiilen sahip olduğu tarih olacaktır. Tedarikçi/yüklenicinin malın işletmeye alınması hususunda bir sorumluluğunun bulunmadığı sermaye mallarının (*tamamlanmış tesis ve fabrikalar için*) tedarikine yönelik bir sözleşmede bu tarih, alıcının ekipmana fiilen sahip olması ile başlar. Tedarikçi/ihracatçının malın işletmeye alınması ile ilgili bir sorumluluğunun bulunmadığı bir inşaat sözleşmesinde başlangıç tarihi inşaatın tamamlandığı tarihidir. Tedarikçi/yüklenicinin malın işletmeye alınmasından sorumlu olduğu durumlarda başlangıç tarihi, inşaatın tamamlandığı ve söz konusu sermaye malının test edilerek faaliyete geçmeye hazır olduğunun onaylandığı tarihtir. Bu test, projenin varlıklarının yüklenicinin ilgili varlığın işletmeye alınmasından sorumlu olduğu anahtar teslimi inşaat sözleşmeleri kapsamında üretilecek bir proje finansmanı bağlamında büyük önem taşımaktadır.
- 3) Yüksek gelir düzeyine sahip OECD ülkelerinde<sup>22</sup> gerçekleştirilen proje finansmanlarında kredinin ağırlıklı ortalama ömrünün 7,25 yıla uzatılması

<sup>22</sup>“Yüksek gelirli OECD ülkeleri, Dünya Bankası tarafından kişi başına düşen gayri safi milli hasılların 9.076 \$'dan yüksek olduğu ülkeler olarak belirlenmiştir (2002 için).”; Denton Wilde Sapt, “A Guide to Project Finance”, s.82.

imkanı bulunmamaktadır. Bu ülkelerde gerçekleştirilen projeler, sadece ihracat kredisi finansman planının yüzde 50'sinden daha azına karşılık geldiğinde ve projedeki diğer borçlar ile eşit bir derecelendirmeye sahip olduğunda OECD Uzlaşısı'nda belirlenen kurallara ilişkin avantajlardan faydalanabilirler.

4) İKK destekli kredinin vadesi süresince ödenecek hiçbir taksit tutarı anaparanın %25'ini aşmamalıdır.

5) İKK'ların resmi finansal destek sağladığı durumlarda;

(c) Vadesi 12 yıla kadar (*12'nci yıl dâhil*) uzanan geri ödemelerde normal akdi faiz oranı CIRR uygulanmalı ve,

(d) OECD Uzlaşısı'nda belirtilen ağırlıklı kredi borcu süresinin 7,25 yıla uzatılabildiği 12 yılı aşan ve 4 yıla kadar uzanan geri ödeme vadelerini içeren proje finansmanı uygulamalarında, tüm para birimlerinde CIRR üzerinden 20 baz puanlık (%0,2) bir marj uygulanmalıdır.

6) Faiz geri ödeme vadesi boyunca anaparaya eklenmeyebilir.

7) İhraç edilen malları veya hizmetleri satın alan taraf, ihracat sözleşmesinin o andaki veya kredi başlangıç tarihindeki değerinin en az %15'lik bir bölümünü nakit olarak ödemelidir.

8) 1 Nisan 1999'da yürürlüğe konulan ve OECD Uzlaşısı'na dahil edilen minimum prim ücretlerine ilişkin anlaşmaya (*Knaepan Package*) paralel olarak projenin ortalama geri ödeme süresindeki herhangi bir artış, İKK'nın ödenebilir primlerini etkileyecektir.

9) İKK'lar tüm destek taahhütlerini, yatırımcıların/ihracatçıların neden daha esnek finansman sağlama koşulları istediklerini de içerecek şekilde ilgili projenin temel finansman özelliklerini 20 takvim günü içinde yayınlayarak diğer İKK'ları bu hususta bilgilendirmekle yükümlüdür.

Uzlaşısı metni gemi, uçak, yenilenebilir enerji, su projeleri ve nükleer santral gibi belirli sektörler için geçerli olan özel kurallar içerir. Tüm katılımcı ülkeler Uzlaşısı'nda yer alan kurallara uygun hareket etmekle birlikte, her bir İKK kendi kurallarını da rekabeti bozmayacak şekilde uygulayabilecektir.

## 8. Proje Finansmanı Bağlamında İKK Destek Kategorileri

### i. Politik Risk Sigortası

İKK'nın "risk sigortası poliçesi", proje şirketinin "politik bir olaydan" kaynaklanacak şekilde anapara ödemesinde veya proje borcu faizinin geri ödemesini gerçekleştirilememesi durumunda ortaya çıkan bu zararı karşılar. Mesela ECGD iki

seviyeli politik risk sigortası sağlar. “Standart” bir poliçe kamulaştırma, savaş ve yabancı para işlemleri ile yurt dışından gönderilen işçi dövizlerine ilişkin işlemlere getirilen kısıtlamalarla ilgili riskleri kapsar. Politik risk sigortasının kapsamının genişletilmesi hallerinde, sigorta poliçesi, ev sahibi hükümetin projenin uygulanabilirliğine zarar verecek belirli taahhütleri karşılamaması riskine karşı koruma sağlar. Örneğin, hükümetin güç istasyonunun ulusal şebekeye bağlanması yönündeki taahhüdüne uymaması, proje şirketinin gelir sağlayacağı tüm imkânlardan mahrum bırakılması anlamına gelir.

## ii. Ticari Risk Sigortası

Bu tür bir garanti bazı durumlarda “sigorta” veya “teminat” olarak adlandırılır ve çeşitli şekillerde yapılandırılabilir. Genellikle İKK’nın bankalar tarafından proje şirketine kullanılan kredinin anapara ve faiz geri ödemesinin tamamının veya bir kısmının “garanti altına alınması”dır. Ticari risk sigortası ile proje riski İKK tarafından üstlenildiği için, garantiyi sağlayan İKK anlaşmaya varmadan önce, projenin taşıdığı riskin tüm bileşenlerini dikkatli şekilde analiz etmelidir. Bu tür bir garanti “alıcı kredisi” veya “satıcı kredisi” türü hizmetlere dayanır.

## 9. Faiz Oranı Desteği

İhracat Kredi Kurumu tarafından sağlanan “faiz oranı desteği”, kredi veren bankaya ilgili CIRR<sup>23</sup> ve bankaların ilâve bir pay ile fonladıkları oran arasındaki farkın İhracat Kredi Kurumu tarafından ödenmesinin kabulüdür. Bu destek, proje şirketinin/borç alan kuruluşun ilgili CIRR’ye eşit bir efektif faiz ödemesini, aynı zamanda bankaların sağladıkları krediler üzerinden ticari bir getiri sağlayabilmesini mümkün kılar.

## 13. Doğrudan Borçlanma (ve Ortaklık Payları)

Proje finansmanı kapsamında US-EXIM, JBIC gibi bazı İhracat Kredi Kurumları proje şirketine doğrudan kredi vermektedir. Mesela, JBIC Hindistan’daki Simhadri Termik Santral Projesine 2002 yılında ¥60 milyon tutarında kredi sağlamıştır. Kanada İhracat Kredi Kurumu EDC’nin de çok sayıda doğrudan kredi kullanımının yanında, ortaklık payı karşılığında da projelere finansman sağladığı görülmektedir.

<sup>23</sup> *The Arrangement on Officially Supported Export Credits (the “Arrangement”) stipulates that minimum interest rates shall apply to official financing support for export credits. Such minimum interest rates are the relevant Commercial Interest Reference Rates (CIRRs), which have been established for each currency of the Participants to the Arrangement and which are set on the 15th of each month. (<http://www.oecd.org/dataoecd/15/47/39085836.pdf>)*

#### 14. İKK'lar Tarafından Proje Finansmanında Kullanılan Dokümantasyon

İKK'ların kredinin dokümantasyonuna ilişkin farklı tutumlar sergilediği söylenebilir. Bazı İKK'lar standart formlara sıkı şekilde bağlı kalınmasını tercih etmektedir. Bununla birlikte, giderek daha karmaşık hale gelen belgelerin basitleştirilmesi için belirli ölçüde standardizasyona ihtiyaç duyulan büyük proje finansmanları söz konusu olduğunda, İhracat Kredi Kurumları daha esnek davranmaktadır.

İKK desteğinde aranan koşullar finansman sürecine dâhil olan İKK ve sözleşmenin tabi olduğu hukuka göre farklılık göstermektedir. Ancak, ticari risk için sağlanan desteğe bazı genel prensipler uygulanmaktadır. Bu prensipler genellikle destek sağlanan bankaların kredi sözleşmesine ilişkin kendi takdir yetkilerini İKK talimatları doğrultusunda kullanmalarını gerektirmektedir. İKK'nın kredi sözleşmesinden kaynaklanan geri ödenmeme riskini üstlendiği düşünüldüğünde bu durum anlaşılabilir olmaktadır. Ek olarak, ticari ve politik risk garantilerine ilişkin şartlar, genellikle İKK'nın, bankanın garanti hizmeti sağlanmış kredinin faizini satın almasını ve böylece bankanın yerini doldurabilmesini mümkün hale getirmektedir.

İKK'lar farklı finans grupları ve kendi aralarındaki ilişkileri düzenlemek için "alacaklılar arası anlaşmalar" (*intercreditor agreements*) yapılması fikrine bugün daha yakındır. Ticari bankalara göre İKK'ların sürekli olarak daha uzun vadeli borçlanma sağlaması, alacaklılar arası anlaşmaları İKK'lar açısından oldukça avantajlı bir çözüm haline getirmektedir. Bu durumda İKK kendini kısa vadeli bakış açısına sahip bankalara karşı korumuş olacaktır.

Çok taraflı bir finansman sürecindeki tüm taraflar, kredi belgelerinin tek bir hukuk düzeni (*genellikle İngiliz Hukuku*) tarafından düzenlenmesi yönünde mutabakata varırsa, bir "finans sağlama sözleşmesi" veya "genel koşullar sözleşmesi" kullanılması yoluyla ödemelere ilişkin dokümantasyonu basitleştirmek mümkün olabilecektir. Olayın niteliğine göre söz konusu sözleşme tüm tanımları (sigorta, sunumlar, yazılı sözleşmeler ve temerrüt halleri vb.) ve ortak hükümleri düzenleyecektir.

Proje finansmanı alanında köklü geçmişi ve birikmiş tecrübesiyle İngiltere ve Alman İhracat Kredi Kurumları'nın proje finansmanındaki rolleri aşağıda ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

#### 15. ECGD'nin Proje Finansmanındaki Rolü (İngiltere Örneği)

Genel olarak bakıldığında, İngiltere son yirmi yıldan beri ihracatı teşvik amacı ile ihracat kredi sigortasını en yoğun kullanan ülkeler arasındadır<sup>24</sup>. ECGD 1919 yılında kamu kuruluşu olarak kurulmuştur. 1991 yılında çıkarılan İhracat ve Yatırım

---

<sup>24</sup> Jai, S. Mah; "The Export Insurance System and Export Supply of Britain", Dankook University Working Paper, Cheonan-South Korea, 2003, s.44.



Garantileri Kanunu ile kısa vadeli işlemlerde hükümet doğrudan destek vermeye son vermiş ve ECGD'nin kısa vadeli sigorta faaliyetleri özelleştirilmiştir. Proje bazındaki işlemler veya uzun vadeli işlemler devlet desteği ile yapılmaya devam edilmektedir. ECGD, yatırım ve proje bazlı hizmet ve mal ihracatı yapan ihracatçılara, sigorta ve finans hizmeti vermektedir. Sermaye ve yarı-sermaye malları ile hizmetlerini ihracat kredi sigortası kapsamında ticari ve politik risklere karşı sigortalamaktadır. Ayrıca, transfer edilememe, savaş, sivil ayaklanma, kamulaştırma risklerine karşı yatırım sigortası hizmeti de vermektedir.<sup>25</sup> ECGD Ticaret ve Sanayi Bakanlığı'na karşı sorumlu bir kamu kuruluşudur. Başlıca gelir kaynağı sigorta primleridir.

ECGD, bir projenin proje finansmanına uygun olup olmadığının değerlendirilmesi sürecinde belirli kriterlerin gözetilmediği görüşündedir. Aynı zamanda, uluslararası ticari bankaların da proje finansmanı sürecine dahil olmasını ve ECGD ile aynı teminatı almasını istemektedir. Ek olarak, ticari risk sigortası sağlandığı durumda, ECGD projenin toplam sermaye gereksiniminin (borç ve öz kaynak olarak) %40'ından fazlasını oluşturmayan kredilere destek sağlayacak ve ECGD dahil, tüm İKK'ların sağladığı desteğin tamamı bu miktarın %60'ını geçmeyecektir. ECGD normal koşullarda projenin sermaye gereksiniminin %25'inin öz kaynak (veya ikinci dereceden teminatlandırılmış krediler) ile finanse edilmesini beklemektedir. Ayrıca, bir bölgesel kalkınma bankasının veya uluslararası finans şirketi gibi uluslararası nitelikteki bir finans kuruluşunun bu süreçte yer alması da olumlu değerlendirilmektedir.

ECGD'nin finansman sağlayan bankaya normal koşullarda kredi değerinin %100'ü oranında garanti sağladığı belirtilmelidir. Diğer birçok İKK, kredi değerinin %95'ine kadar sigorta veya garanti sunmaktadır. Bu durum özellikle proje finansmanı sürecinde bir sorun teşkil edebilir. Çünkü projenin finansmanına katılan bir başka tarafın kalan miktar için garanti sağlamayı üstlenmediği bir durumda, finansman sağlayan bankanın %5'lik kısmın riskini üstlenmesi gerekmektedir. Kredi değerinin %100'ü için garanti sağlanamaması, proje şirketinin ve/veya tedarikçi/ihracatçının katlandığı maliyetlerin artmasına neden olacaktır.

ECGD'nin "alıcı kredisi" uygulamasında; tedarikçi/ihracatçı kuruluş, alıcı/ithalatçı kuruluşa mal tedarik etmeyi kabul etmiş olur. Banka, alıcı/ithalatçı kuruluşa kredi vermeyi malların değerinin tedarik eden/ihraç eden kuruluşa ödemesine olanak sağlamak amacıyla kabul eder. ECGD destek sözleşmesi kapsamında ödemesi gereken miktarın faizi ile birlikte, kredi ilişkisinden kaynaklanan anapara ve faizin %100'ünün bankaya ödenmesini garanti eder. ECGD vade tarihinden 90 gün geçtiği halde ödenmeyen tüm miktarı ödeyecektir. Yapılan ödemeler, tedarikçinin/ihracatçının yaptığı masrafları karşılamaya ve/veya ithalatçının yaptığı ön ödemeleri karşılamaya yönelik olabilir. Kredi sözleşmesinden kaynaklanan ve yapılan masraflara ilişkin ödemeler aşağıdaki belgelerin temin edilmesinden sonra doğrudan tedarikçi/ ihracatçıya yapılır:

25 <http://www.ecgd.gov.uk/index/about-ecgd/mission-and-objectives.htm>, 20.12.2009.

- a) Malların veya hizmetlerin teslim edildiğini gösteren belge (Örneğin konşimento veya sevk irsaliyesi.)
- b) Tedarikçi/ihracatçı kuruluşun malların veya hizmetlerin uygunluğunu (ECGD kurallarına) ve teslim edildiğini veya yerine getirildiğini belgelendirmesini sağlayan ehliyet belgeleri.

Alternatif olarak kredi kullandırımı itfa temelinde gerçekleştirilebilir. Bu durum, alıcı/ithalatçı kuruluşun tedarikçi/ihracatçı kuruluşa yaptığı nakit ödemeleri karşılamak için bankalardan fon almasıdır. Alıcı/ithalatçı kuruluş “itfa belgesi”nin yanı sıra tedarikçi/ihracatçı kuruluştan aldığı makbuzu sunmalıdır.

Normal koşullarda, ECGD ile tedarikçiler/ihracatçılar arasında, tedarikçinin/ihracatçının tedarik sözleşmesi ile ilgili olarak temerrüde düştüğünde destek anlaşması kapsamında bankalara bir tazminat ödemesinin yapıldığı durumlarda, ECGD’ye söz konusu tazminat için tedarikçi/ihracatçıya rücu etme imkânı sağlayan bir “prim anlaşması” yapılır. Rücu imkânının miktarı genellikle ECGD’nin bankalara sunduğu garantiden kaynaklanan maksimum yükümlülüğün %10’u ile sınırlıdır. Ayrıca, tedarikçi/ihracatçı tarafından alıcı/ithalatçıya sağlanan kesin teminat mektubunun faizleri krediyi sağlayan bankaya ödenmelidir.

Alıcı/ithalatçının sabit faiz oranının getirilerinden faydalanmak istediği durumda, alıcı kredisi (*buyer credit*) her zaman ECGD’nin “*sabit faizli ihracat finansman programı*” ile ilişkilendirilir. Tedarikçi/ihracatçı normal koşullarda (*tedarik sözleşmesinin kapsamında göre maliyetler çoğunlukla alıcı/ithalatçı tarafından üstlenilse dahi*) prim ödemesini ECGD’ye yapmak ile yükümlüdür. Ancak, proje finansmanı söz konusu olduğunda, prim ödemesini borçlanan tarafın finanse edilen miktar şeklinde ödemesi sık karşılaşılan bir durumdur. ECGD, prim miktarının %85’inin ECGD tarafından sağlanan krediden ödenmesini tercih eder. Prim, borç değerinin belirli bir yüzdesi olarak hesaplanır.

Satıcı kredisi (*supplier credit*) hem ithalatçı, hem de ihracatçı için aynı faydaları sağlamakla birlikte farklı bir yapıya sahiptir. Kredinin alıcı/ithalatçıya tahsis edilmesi yerine, satıcı kredileri poliçe veya bonoların ihracı ve iskonto edilmesi yoluyla kullanılır.

- Tedarik sözleşmesi vadeli ödeme imkânı sağlar ve mal veya hizmetlerin teslim edilmesinin ardından alıcı/ithalatçının bu sevkiyata ilişkin bir bono veya poliçe düzenlemesini içerir.
- İlgili bono veya poliçeler, ECGD tarafından kabul edilen bir garantörün (*örneğin, kredilendirilebilir ana şirket veya alıcının/ithalatçının hükümeti*) avalini taşır.
- Düzenlenen bono veya poliçeler tedarikçinin/ihracatçının bankası tarafından satın alınır ve “*master guarantee agreement*” koşulları altında

ECGD bu bono veya poliçelere garanti sağlar. Ayrıca banka bir “onay belgesi” temin etmiş olacaktır. Geri ödeme aşamasında temerrüde düşülmesi durumunda ECGD, bono veya poliçelerin anapara ve faiz ödemesinin %100’üne kadar garanti sağlayacaktır. Ayrıca faiz oranı kanalı ile de bir destek sağlanması mümkündür.

ECGD, bankanın alıcı/ithalatçı ile bir kredi sözleşmesi yapması durumunda da satıcı kredilerine garanti sağlayabilmektedir. Bu kredi sözleşmeleri bono veya poliçe ile teminatlandırılabilir. Satıcı kredileri kapsamında ECGD çok nadir olarak tedarikçi/ihracatçıya rücu eder. Çünkü bu kredi ile finanse edilen ürünler görece olarak standart niteliktedir. Ancak, tedarikçi/ihracatçının sözleşmeden kaynaklanan yüksek düzeyde bir sorumluluğu mevcut ise rücu imkânı aranabilir. Bu durum proje finansmanı durumunda söz konusu olabilir.

#### 16. Euler Hermes’in Proje Finansmanındaki Rolü (Almanya Örneği)

Euler Hermes 1917 yılında iki büyük sigorta şirketinin (Münchener Rückversicherungs Gesellschaft ve Globus Versicherungs AG) birleşmesiyle kurulmuştur. Grup, 1949 yılında Deutscher Revisions-und Treuhand AG ile yaptığı işbirliği ile Federal Almanya Hükümeti’nin ihracat kredisi garantörü olmuştur. Bugünkü sermaye yapısında en büyük pay sahibi Allianz AGF olup, devlet hissedar değildir. Federal Almanya hükümeti, her yıl parlamento tarafından belirlenen limit çerçevesinde Euler Hermes’e kaynak aktarmaktadır. Diğer bütün İKK’larda olduğu gibi Euler Hermes’in de amacı, kendi ihracatçısını koruyarak Alman ihracatının gelişmesini sağlamaktır.

2009 yılında Euler Hermes, dünyadaki kredi sigortası işlemlerinde %36 paya sahiptir<sup>26</sup>. 2010 yılının en iyi İKK’sı seçilmiştir. Kısa vadeli, orta ve uzun vadeli ihracat kredi garanti işlemleri, sevk öncesi riski ve ödememe risklerinin tümünü Federal Almanya hükümeti adına teminat altına almaktadır. Dünya çapında yaklaşık 800 milyar Avro tutarındaki ticari alacağı teminat sağlamaktadır<sup>27</sup>. Sigorta programının; sevk öncesi veya sevk sonrası sigorta, kur riski sigortası, müteahhitlik hizmetleri sigortası, kiralama sigortası, tahvil sigortası, yatırım risk sigortası türleri bulunmaktadır. Sigorta işlemlerinde; poliçeler işlem bazında veya iki yıllık döneme ilişkin olarak, ihracatçının talebi doğrultusunda tek alıcı ya da birden fazla alıcıyı kapsayacak şekilde düzenlenebilmektedir. Garanti programları ise alıcı kredisi garantisi ve finansman garantisi şeklindedir.

Euler Hermes’te proje finansmanına konu işlemlerin incelenmesi ve takibi, söz konusu işlemlerin karmaşıklığı nedeniyle uzun sürmekte ve çeşitli aşamalar takip edildikten sonra projeye destek verilip verilmeyeceğine karar verilmektedir. Bu aşamalardan ilki, Federal Hükümet tarafından projenin prensipte proje finansmanına

<sup>26</sup> Euler Hermes, <http://www.eulerhermes.com/en/euler-hermes-group/euler-hermesgroup.html>,08.01.2010

<sup>27</sup> Euler Hermes, <http://www.eulerhermes.com/>

uygunluğunun incelenmesidir. Federal Hükümetin projeye onay vermesinin ardından, gerekli hallerde bir niyet mektubu (*letter of interest/intent*) alınarak ikinci aşamaya geçilmiş olur. Başvuru yapıldıktan sonra tanıtım dokümanı (*Preliminary Information Memorandum*) (*PIM*) ve finansal model temelinde ön inceleme (*preliminary review*) yapılır. Yapılan değerlendirme olumlu sonuçlanırsa, başvuru sahibi projenin ekonomik etkinliği ve kapasitesi hakkında ekspertize yetki verir. Bu aşamadan sonra ilgili organlar projeye Euler Hermes güvencesinin verilip verilmeyeceğine karar verir.

Satıcı Kredi Sigortası (*supplier credit guarantees*), Alıcı Kredisi Sigortası (*Buyer Credit Guarantees*), İmalat Riski Sigortası (*manufacturing risk cover*), Tahvil Sözleşmesi Sigortası (*contract bond cover*) Euler Hermes nezdinde proje finansmanına ilişkin yürütülen garanti enstrümanlarıdır. Satıcı Kredisi Sigortası Alman ihracatçılarına yöneliktir. Alıcı Kredisi Sigortası'ndan ise Alman bankaları, yabancı bankaların Almanya'daki şubeleri, bazı koşullarda yabancı bankalar, yabancı yatırımcılar ve onların danışmanları faydalanabilir. Ödeme dönemi orta/uzun vadede en fazla 14 yıldır. Sigortalanan kısım politik ve ticari risklerin 95 %'ini kapsamaktadır.

## 17. Sonuç

Geniş anlamda “yatırım”, belli bir dönemde üretilen ve ithal edilen malların o dönemde tüketilmeyen ve ihraç edilmeyen kısmı olup, gelecekte yatırım yapmak amacıyla içinde bulunulan dönemde üretilmiş dayanıklı mallar ile aynı dönemdeki ara ve nihai tüketimin geleceğe ertelenmesinden (*stok değişimi*) ibarettir.<sup>28</sup> Yatırımın gerçekleştirilmesinde ilk adım, bir proje yaratılması olmakta ve yatırım projesinin, bir toplumda belli bir zaman içinde, mal ve hizmetlerin üretimini artırmak için bazı olanakları yaratma ve geliştirmeye yönelik bir öneri olduğu ifade edilmektedir<sup>29</sup>.

Yatırım projelerinin finansmanı noktasında, “proje finansmanı” gündeme gelmektedir. Genellikle altyapı ve doğal kaynaklar için gerekli yatırım projelerinin gerçekleştirilmesini sağlayacak sermayenin temininde bir yöntem olarak kabul edilen proje finansmanı, projenin gerçekleştirilmesi için özsermaye koyan veya kredi veren kişilerin harcadıkları fonun geri dönüşü için, kural olarak, sadece bu fonun kullanıldığı projenin kazancını ve nakit akışını esas aldıkları, bir başka anlatımla, kârlılık veya kredibilite değerlendirmesinin proje üzerinden yapıldığı bir yatırım finansmanı olarak tanımlanmaktadır<sup>30</sup>.

Kredi borçlusunu yatırımcının şahsi sorumluluk altına girmemesi ilkesine dayanan proje finansmanı, ulusal politikalar kapsamında özelleştirmenin veya imtiyaz

---

<sup>28</sup> Pekgüçlü Karabulut, Güzin, “Türk Özel Hukukunda YİD Sözleşmesi”, *Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, AÜHF*, s.11.

<sup>29</sup> Erkan, Volkan, “Dış Proje Kullanan Kamu Yatırımlarının Gelişimi ve Değerlendirilmesi”, *DPT Uzmanlık Tezi, Ankara, 1999*, s.7.

<sup>30</sup> Nevitt P., “Project Financing”, *Euromany Publications, 1983*, akt. Erkan, s.14.

vermek suretiyle kamu yatırımlarının gerçekleştirilmesi sürecinde özel sermayenin teşviki için kullanılan bir araç olarak ortaya çıkmıştır. Yatırımın gerçekleştirilmesi için kaynak yaratma sorumluluğu yatırımcıya aittir.

Proje finansmanının uygulanması tek bir şekilde olmamakta, yatırımın gerçekleştirilmesi, işletilmesi, yatırım sahibine devri unsurlarının farklı şekillerde organize edilmesi ile muhtelif proje finansmanı modelleri ortaya çıkmaktadır. Özel sektörün yatırımcı olduğu ve finanse ettiği yatırım yapılabilir projelerin artması, bu projelerin giderek daha karmaşık hale gelmesi İhracat Kredi Kurumlarının proje finansmanına yaklaşımını son yıllarda önemli ölçüde değiştirmiştir. Nitekim, bugün G7 İKK'larının tümü uzmanlaşmış bir proje finansmanı departmanına sahiptir.

Türkiye'ye bakıldığında ise, "finansman araçlarının çeşitlendirilmesi politikası çerçevesinde, ihracat finansman kurumlarının genel amaçlarına uygun orta ve uzun vadeli proje finansmanı programları ile ihracat kredi sigortası ve garanti faaliyetlerine ağırlık vermeyi hedefleyen" Türk Eximbank için Bankanın rekabet gücünün ve dünyadaki mevcut konumunun güçlendirilmesi açısından uzmanlaşmış bir kadro, rasyonel hedefler ve istikrarlı bürokratik destekle "proje finansmanı" konusunu gündemine alması önerilmektedir.

Bankanın uluslararası gelişmeler paralelinde potansiyeli yüksek projelere dâhil olması OECD<sup>31</sup>, EU<sup>32</sup>, WTO<sup>33</sup> gibi kuruluşların getirdikleri normlara uygun ve gelişmiş ülke İKK'larına benzer yeni programları gündemine almasıyla mümkün olacaktır. Aksi halde, Türk Eximbank'ın her yıl tekrarlanan "ihracat kredi kurumlarının genel misyonuna uygun orta ve uzun vadeli kredi programları ile ihracat kredi sigortası ve garanti faaliyetlerine ağırlık verme" hedefi soyut kalacaktır.

Son verilere göre ihracat kredi kurumlarının dünya ticaretindeki işlem hacmi 430,- milyar ABD Doları seviyesindedir<sup>34</sup>. Bunun 55,- milyar ABD Doları'nın proje finansmanı yoluyla gelişmekte olan ülkeler için kullanıldığı, 2010 yılında Ortadoğu'daki proje finansmanı pazarının büyüklüğünün 39.7 milyar ABD Doları'na ulaştığı ve Ortadoğu pazarında COFACE, SACE, US EXIM ve KEIC gibi İhracat Kredi Kurumları'nın aktif olarak yer aldığı dikkate alındığında, Türk Eximbank'ın söz konusu ülkelerde Türk ve yabancı yatırımcıların ortaklaşa üstlendiği projeleri desteklemek ve bu projelere finansman sağlamak amacıyla işbirliği çalışmalarını arttıracak ve gerekli hallerde diğer İKK'larla işbirliği içinde hareket edebilmenin yolunu açacak yapısal düzenlemeleri kurması gerekmektedir.

<sup>31</sup> *The Organisation for Economic Co-operation and Development*

<sup>32</sup> *European Union*

<sup>33</sup> *World Trade Organisation*

<sup>34</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Export\\_credit\\_agency](http://en.wikipedia.org/wiki/Export_credit_agency)

## KAYNAKÇA

### Literatür

- BARRIE, Howard, **Bankability-Project Finance**, 2002.
- BDDK, **Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması** (Basel Bankacılık Denetim Komitesi) , 2007.
- BENOIT, P., “**Project Finance at the World Bank: An Overview of Policies and Instruments**” (World Bank), 1996.
- DAVIS Henry A. , **Infrastructure finance: trends and techniques**, 2008.
- DUNCAN, W.R., **A Guide to the Project Management Body of Knowledge**, 1996.
- ESTY, B.J., **Modern Project Finance**, a Case Book, 2004.
- FINNERTY, J.D., **Project Financing, Asset-Based Financial Engineering**, 2001.
- FLYVBJERG, Bent, **Megaprojects and risk: an anatomy of ambition**, 2003.
- GADANECZ, Blaise, TSATSARONIS, Kostas, ALTUNBAŞ, Yener. **External Support and bank Behaviour in the International Syndicated Loan Market**. BIS Working Papers No:265, Kasım 2008.
- HARWOOD, STEPHENSON, **Shipping Finance**, 2006.
- HOFFMAN, S.L., **The Law and Business of International Project Finance**, 2001.
- IMRE, E.,“**Türkiye’de Yap-İşlet-Devret Modeli; Yasal Çatısı, Uygulaması**” International Project Finance Association (IPFA), “What is Project Finance”, 2001.
- KAISER, K., “**Corporate Restructuring: Project Finance**”, 1996.
- LASH III, W., “**Who Needs an Eximbank?**”, Washington, 1995.
- LI, C. and WEARING, B.,“**The Financing and Financial Results of Eurotunnel: Retrospect and Prospect**”, 2000.
- MCMILLEN, Michael J. T., **Islamic Project Finance. Global Infrastructure, Volume III, Fulbright & Jaworski L.L.P.**, Bahar 2009.

MCRAE, Cameron S., **“Understanding Financial Covenants”**, Contract Management Dergisi; Mayıs 2004.

NEVITT, Peter K., **Project Financing**, 2000.

RICH, B.,**“Export Credit Agencies Fund Immoral And Environmentally Damaging Projects”**, 2000.

SMITH, V., **“Financial Implications of Risk Mitigation”**, 2003.

SORGE, M. and GADANECZ, B., **“The term structure of credit spreads in project finance”**, 2004.

TINSLEY, Richard., **Advanced Project Financing–Structuring Risk**, Euromoney Books, 2000.

VAN GELDER, J., VAN DER VALK.F., DROS, J.M., WORM, J., **“The impacts and financing of large dams”**, 2002.

VINTER, Graham, **Project Finance: a legal guide**

WOOD Philip R., **Project finance, securitisations, subordinated debt**, 2007.

WOOD Philip R., **Set-off and netting, derivatives, clearing systems**, 2007.

YERLİKAYA, K., **“Türkiye’de Yap-İşlet-Devret Modeli ve Kamu Borçlanması”**, 2003.

YESCOMBE, E.R., **Principles of Project Finance**, 2002.

YESCOMBRE, E. R., **Principles of Project finance**, Academic Press, 2002.

YILMAZ, Hasan Uygur; **Kamu Projelerine Dış Finansman Temini ve Kredi Anlaşmalarının Hukuki Boyutu**, Hazine Uzmanlık Tezi, Ankara, 2009.

### **İnternet Siteleri**

<http://www.wto.org/>

<http://www.oecd.org/>

<http://www.berneunion.org.uk/>

<http://www.worldbank.org/>

<http://www.imf.org/external/index.htm>

<http://www.hermes-kredit.com/en/>

<http://www.agaportal.de/en/aga/index.html>

<http://www.exim.gov/>

<http://www.coface.fr/>

<http://www.ecgd.gov.uk/>

<http://www.agaportal.de/>

<http://www.ebrd.com/>

<http://encyclopedia.thefreedictionary.com/sovereign+bond>

<http://www.people.hbs.edu/besty/projfinportal/index.htm>

HBS, “P. Finance Portal”

<http://hazine.gov.tr/stat/yitur.htm>

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, “Yİ Modeli Projeleri”

<http://www.hazine.gov.tr/stat/yidtur.htm>

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, “YİD Modeli Projeleri”

<http://www.loanmarket-assoc.com>

Kredi Piyasası Birliği (Loan Market Association)

<http://www.pfie.com>

Project Finance International

<http://www.projectfinancemagazine.com>

Project Finance and Infrastructure Finance Magazine

<http://www.ppp.org.tr>

Türkiye Uluslar arası PPP Platformu

<http://www.whoswholegal.com/news/features/article/11811/the-role-export-credit-agencies-project-financing/>

(The Role of Export Credit Agencies in Project Financing)

[http://www.fern.org/sites/fern.org/files/2010-03%20Changing%20Landscape%20of%20ECAs\\_0.pdf](http://www.fern.org/sites/fern.org/files/2010-03%20Changing%20Landscape%20of%20ECAs_0.pdf)

(The Changing Landscape of Export Credit Agencies in the Context of the Global Financial Crisis)



<http://www.polity.org.za/article/ecas-and-dfis-to-play-bigger-role-in-africa-project-finance-2009-07-08>

(ECAs and DFIs to play bigger role in Africa project finance)

### **Diğer Kaynaklar**

ECGD, International Comparison Survey, Eylül 2003.

ECGD, "Report on Comparison of Export Credit Agencies", Nisan 2004.

EUROMONEY, The new project finance for Asia emerging opportunities, emerging solutions, 2000.

Guide to the World's Leading Project Finance Lawyers, Demand-supply imbalance increases ECA role in new projects, [www.legalmediagroup.com](http://www.legalmediagroup.com)

PFI Journal, Issues 161, 185, 209, 233, 254, 257, 282, 293 and 1997 Legal Review, "Private Sector Fills the Gap", *Financial Times*, Mayıs, 1997.

U.S. & Foreign Commercial Service and U.S. Department of States Turkey Country Commercial Guide 2002.

UNCITRAL Legal Guide on Drawing up International Contracts for the Construction of Industrial Works, UN, 1988.

Yıllık Türkiye Enerji ve Altyapı Finansmanı Kongreleri Sunum Notları, Euromoney Seminars, Mayıs 2009.