

# GLOBAL BANKACILIK İŞLEMLERİNDE KLASİK VE YAPILANDIRILMIŞ EMTİA FİNANSMAN MODELLERİ

Vahit Ferhan BENLİ



LIVRE DE LYON

2023

**GLOBAL BANKACILIK  
İŞLEMLERİNDE KLASİK  
VE YAPILANDIRILMIŞ  
EMTİA FİNANSMAN  
MODELLERİ**

**Vahit Ferhan BENLİ**



**LIVRE DE LYON**

Lyon 2023



**GLOBAL BANKACILIK  
İŞLEMLERİNDE KLASİK  
VE YAPILANDIRILMIŞ  
EMTİA FİNANSMAN  
MODELLERİ**

**Vahit Ferhan BENLİ**



**LIVRE DE LYON**

Lyon 2023

## **Global Bankacılık İşlemlerinde Klasik Ve Yapılandırılmış Emtia Finansman Modelleri**

**Author** • Asst. Prof. Dr. Vahit Ferhan Benli

• Orcid: 0000-0002-0510-7662

**Cover Design** • Motion Graphics

**Book Layout** • Motion Graphics

**First Published** • March 2023, Lyon

**ISBN:** 978-2-38236-546-5

**copyright** © 2023 by **Livre de Lyon**

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without prior written permission from the Publisher.

**Publisher** • Livre de Lyon

**Address** • 37 rue marietton, 69009, Lyon France

**website** • <http://www.livredelyon.com>

**e-mail** • [livredelyon@gmail.com](mailto:livredelyon@gmail.com)



LIVRE DE LYON

## ÖZET

Uluslararası ticaretin finansmanı, küresel ekonomi ve aynı zamanda tüm dünya için üzerinde durulması gereken önemli bir konu olarak tarihte yerini almıştır. Önemliliği inkâr edilemeyecek olan bu konu, ticari hayatın işleyişi ve emtiaların el değiştirmesi açısından kilit noktadadır. Aynı önem global bankaların stratejik hedeflerinde de yer almıştır. Tarih boyunca ticaret sürekli gelişmiş ve farklı yöntemlerle yapılmaya başlanmıştır. Ticaretin gelişmesi ile birlikte ticaret hacimleri de artmış ve bu gelişime paralel olarak finansman ihtiyacı da ortaya çıkmıştır. Günümüzde, uluslararası ticaret için kullanılan konvansiyonel ve yapılandırılmış farklı çeşitte finansman yöntemi vardır. Finansmana konu olan emtia'nın türünden başlayarak farklı vade yapıları ve teminat özellikleri üzerinden bir sürü farklı kıstas açısından yeni finansman alternatifleri ortaya çıkmıştır. Bu noktada hem finansman sağlayıcıları hem de finansman ihtiyacı olan şirketler açısından, iki taraf için de en uygun olan yöntemlerden birisi de yapılandırılmış emtia finansmanı yöntemidir. Bilinen Akreditif İskontosu, Postfinansman, Faktoring, Forfaiting gibi belli başlı klasik yöntemler ile uluslararası ticaretin finansmanı gerçekleştiriyor olsa da, daha farklı alternatiflerden yararlanamamak, piyasalara, şirketlere, bankalara ve neticede ülkemizin potansiyeline zarar vermektedir. Bu anlamda Türk Bankacılık Sistemi içerisinde bu “know-how” hala hazırda çok az bankanın bilgi ve tecrübe

dağarcığının içinde yer almaktadır. Global boyutta bile, Yapılandırılmış Emtia Finansmanı, uluslararası ticaretin tarafları açısından daha rasyonel bir yöntem olmasına rağmen belli başlı gelişmiş ülkelerin bankaları hariç olmak üzere yaygın olarak kullanılamamaktadır. Bu anlamda işlemleri yapılandıran bankaların gelişmekte olan ve gelişmemiş ülkeler olarak sınıflandırılan ülkelerde ağırlıklı olarak geleneksel finansman yöntemleri uygulamada öne çıkmaktadır. Özellikle risk analizi ve değerlendirmesinin ele alınışı açısından geleneksel ticaret finansmanı yöntemlerinden farklılaşan yapılandırılmış emtia finansmanının daha yaygın kullanımı, hem ticaretin gelişmesi hem de global ticarete yer alan tüm tarafların daha rasyonel getiri ve risk beklentilerine sahip olması açısından önem arz etmektedir. Bu çalışmada yapılandırılmış emtia finansmanının geleneksel finansman yöntemlerinden ayıran farklılıklarına ve türlerine değinilecektir. İlerleyen bölümlerde ise yapılandırılmış emtia finansmanı, dünyada çeşitli ülkeler ve bankalar tarafından işlem gören örnekleri üzerinden incelenecektir. Bu yayındaki amaç global bankaların uhdesine hapsolmuş bir “know-how” ı genç Türk bankacılarına emanet etmektir. İhtiyaç duyduğun kuvvet damarlarındaki asil kanda ve seni yaratanın verdiği ilim ve akılda mevcuttur.

# İÇİNDEKİLER

	<b>ÖZET</b>	I
<b>BÖLÜM 1.</b>	TİCARET FİNANSMAN EKOSİSTEM ANALİZİ	1
<b>BÖLÜM 2.</b>	TİCARET FİNANSMANI NEDİR?	11
<b>BÖLÜM 3.</b>	GLOBAL TİCARET FİNANSMAN MODELLERİNİN SINIFLANDIRILMASI	27
<b>BÖLÜM 4.</b>	YAPILANDIRILMIŞ EMTİA FİNANSMANI (YEF) (STRUCTURED COMMODİTY FİNANCE)	45
<b>BÖLÜM 5.</b>	FİNANSAL YAPILANDIRMA MODELLERİ	57
<b>BÖLÜM 6.</b>	YAPILANDIRILMIŞ EMTİA FİNANSMANI VE RİSK FAKTÖRLERİ	81
<b>BÖLÜM 7.</b>	YAPILANDIRILMIŞ EMTİA FİNANSMANI KULLANDIRMA ŞEKİLLERİ	87
<b>BÖLÜM 8.</b>	ZİMBABWE KOTON (COTCO) PREFİNANSMAN VAKASI	99
<b>BÖLÜM 9.</b>	EUROTEX FİRMASI İHRACAT FİNANSMANI VAKA ÇALIŞMASI	103





# TABLO LİSTESİ

Ek 1. Coface Sigorta Prim Tablosu.....	113
Ek. 2. Değerlendirme Faktörleri ve Risk Türleri.....	114



# ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1. Global Risk Örgüsü .....	5
Şekil 2: Ticaret Finansmanı Global Ekosistemi .....	8
Şekil 3: Amerikan Doları – Alman Mark Paritesi.....	16
Şekil 4: Kredi Risk Sistemik Yapısı.....	20
Şekil 5: Global Risk Algı Araştırma Sonuçları.....	25
Şekil 6: Yapılandırılmış Finansman Modelleri .....	28
Şekil 7: Forfaiting İşlem Yapısı .....	35
Şekil 8: OECD-Ülke Risk Kategorileri (31.12.2021).....	39
Şekil 9: Alıcı Kredi Yapılandırma ve İşlem Dinamiği.....	43
Şekil 10: Birincil Emtia Fiyat Sistemi .....	53
Şekil 11. Emtia Dünyasında Anahtar Bağlantılar .....	54
Şekil 12. Prefinansman Modeli .....	63
Şekil 13. Tolling Finansmanı .....	64
Şekil 14. Karşı Ticaret İşlem Yapısı.....	68
Şekil 15. Stok/Envanter Finansmanı.....	72
Şekil 16. Sevk Öncesi Prefinansman (Prexport Finance) .....	74
Şekil 17. İhracat Öncesi Avans (Umbrella Facility) .....	75
Şekil 18. Varlığa Dayalı Preexport Finansmanı .....	76
Şekil 19. ‘SPC’ ile İhracat Öncesi Finansman .....	77
Şekil 20. Transaksiyonel Finansman.....	78
Şekil 21. Amaggi Finansmanı.....	91
Şekil 22. Risk Değerlendirme Aşamaları.....	92
Şekil 23. Tate&Lyle Finansmanı.....	93
Şekil 24. COTCO Finansmanı .....	101
Şekil 25. Eurotex YİAF .....	103



# BÖLÜM I

## TİCARET FİNANSMAN EKOSİSTEM ANALİZİ

### 1.1. Sistematik Yapı Temeli “Yokluk Ekonomisi”

**G**lobal Finansal Kriz ’in ve “Covid 19” sonrası aradan geçen tam 13 senelik dönem içerisinde **piyasa yapıcı devletlerin** küresel ekonomiyi desteklemek amaçlı enjekte ettikleri tutar USD 10.4 trilyonu buldu (the Economist, Oct. 9th 2021:11). Bu manada ilk defa kullandığımız “piyasa yapıcı devletler kavramı” içine örnek olarak Pandemi süresince kırılğanlıklar gösteren tedarik zincirleri içinde yok olan elektronik ürünler ile çipler, arabalar ve Ukrayna’da ki savaşın üzerinden gelişen enerji ve tahıl ürünlerinin, Türkiye’nin sürdürdüğü başarılı bir diplomasi ile gerçekleştirdiği emtia temini yine de global ekonominin bir tür “shortage economics” adı verilen “yokluk ekonomisine” doğru geçişini durduramamıştır. Sürekli artan global enflasyon ise bu yeni dönem ekonomilerin en önemli göstergelerindedir. Global ticaretin WTO (Dünya Ticaret Örgütü-DTO) nezdinde daha serbest bir yapı içinde organize edildiği bir dönem artık gerilerde kalmaktadır. APEC (Asya Pasifik Economic Cooperation) ise CPTPP (Comprehensive and Progressive Agreement for Pacific Partnership) olarak dönüşüme uğramakta ve Amerika’nın bu yeni yapılanmaya Trump döneminde katılmaktan imtina etmesine cevap, Çin’in bu politik-ekonomik oluşuma stratejik

olarak başvurması olmuştur. Amerika, Kanada ve Mexico ise, “USMCA” bloğunu oluştururken, ASEAN, AFRICAN UNION, AFCETA MERCUSUR, NAFTA ve Şangay İşbirliği Örgütü ve RCEP tarzı “Multilateral” çok taraflı ticari sistemler daha da etkinlik alanlarının genişleterek büyümektedir. Çok taraflı ticari birlikler Global blok politika üretebilecek yeni yapılanmalara dönüşmektedir (the Economist, March 11<sup>th</sup>:39). Serbest ticareti destekleyen DTÖ’nün ticareti daha kısıtlayıcı ve bölgeselleştirerek yeni kısıtlamalar dahilinde kontrol etmeye çalışan bu yapıların, global ticaret kurallarının yeniden belirlendiği bu süreçte, bölgesel işbirliği örgütlerinin artan rol ve fonksiyonlarını Amerika-Çin ticaret savaşları nezdinde dikkate alması gerekmektedir. Benzer süreçler Afrika ve Avrasya ve Akdeniz havzasında da gözlenmektedir. Özellikle çevre ve klima dönüşüm tabanlı bu yeni yapılanmalar, insan hakları ihlalleri, göç ve kuraklık gibi konuların içinden geçecek şekilde, finali ülkelerarası boyutta “demokrasi noksanlığı” ile sürekli suçlanan gelişme olan ülkeler boyutuna taşıyacak kadar cüretkâr davranmaktadır. Bu boyutta uygulanan dünya çapındaki ticaret, politik ve ekonomik yaptırımların ışığında “dekarbonizasyon” süreçleri içinden geçerek gelişmeye ve büyümeye çalışmaktadır.

Yokluk ekonomisinin en derin mana kazandığı yerlerden biride küresel tarım olmuştur. Özellikle 1992 yılında Rio’da iklim değişikliği risklerinin tarım üretimine olan etkisinin vurgulanmaya başladığı dönemden başlayarak tarım üretimindeki herhangi bir gerileme tüm dünyanın korkulu rüyası olmuştur ve bu rüya son Ukrayna Rusya savaşında Türkiye’nin uzlaştırıcı diplomasi sayesinde kâbus olmaktan çıkmıştır. Tarım tüm endüstriyel sektörleri ve hatta insanlığı etkileyen bir yaşamsal faktör olarak, Rio süreci ile başlayarak günümüze kadar olan dönem içinde, küresel tahıl ürünleri

üretimi senelik 3 milyar ton seviyesine ulaşmış bulunmaktadır (a.e.,8). Burada yatan üretim hacimlerindeki doğrusal artışın ardında yatan sebeplerin başında ise, tahıl için kullanılan alanların arttırılması ile başta üretim metotlarındaki gelişme bulunmaktadır. Bu anlamda hasat alma frekanslarının artışı, 60'lı yıllardan itibaren artan faktör girdilerinin çoğalması ve kullanılan daha yüksek değerlikli girdi maddelerinin tedariki de çok önemli etkenler olmuştur. Ayrıca yükleme ve transport altyapılarındaki artış da bu büyümeyi klasik anlamda iten ana faktörlerin arasında bulunmaktadır.

Ancak ticaret finansmanı açısından tüm bu gelişmeleri farklı bir boyuta taşıyan olguda “Agtech” denilen biyoteknoloji ile direk bitkileri ya da bitkisel canlıların susuz ortamlarda hayatta kalabilmelerini sağlayabilen erken uyarı sistemleri ve dijital teknolojiler ile bu teknolojiler için geliştirilen makine ve ekipmanların tarım sektöründe kullanılmaları olmuştur. Dünyanın ileri seviyede kuraklık çekilen ülkelerin de bu teknolojilerin kullanılabilmesi, maliyetlerinin 30 katına kadar ulaşan bir artık değer yaratabilmektedir (the Economist 5<sup>th</sup> Nov. 2022: 8). Bu anlamda tarıma USD 50 milyara yakın tarımsal destek sübvansiyonu sağlayan Hindistan'ı vermek anlamlı olmaktadır. Dünyada tarımsal evrimi yapabilmenin yolu ise tarım finansmanının direk konusu olarak karşımıza gelmektedir. Yokluk ekonomisinin sona ermesi tarım ve emtianın dolayısıyla tarım teknolojilerinin üretim öncesi, üretim sonrası depolama ve transfer ile sevk sonrası ihracatın fonlanabilmesiyle gerçekleşecektir.

## 1.2. Global Risk Kümelenmesi

Giriş bölümünde bahsettiğimiz ticaret finansman ekosistemini sürükleyen bir çok gelişme belli bir küresel risk

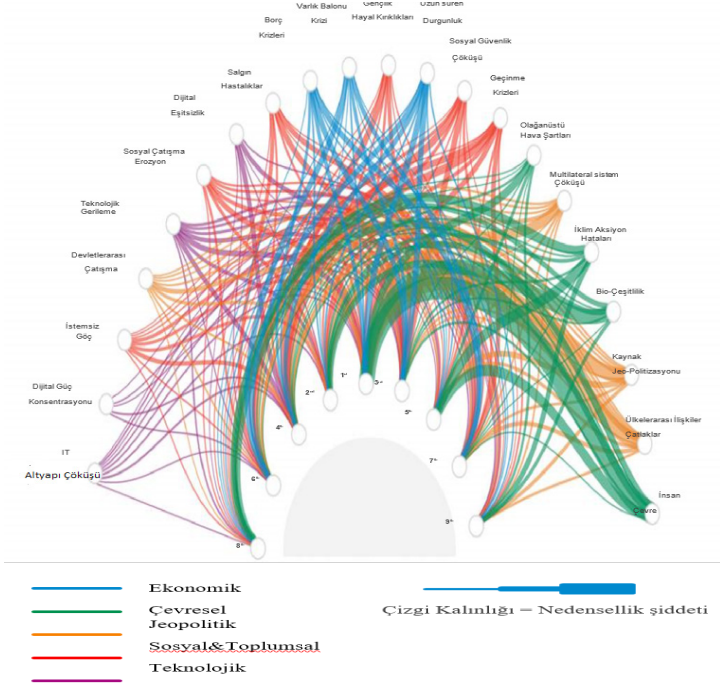


yapısının varlığı dahilinde gelişmektedir. Ekonomik, Çevre, Jeopolitik, Sosyal ve Teknolojik olarak ana kümelemeyi oluşturacağımız yapı dâhilin de tüm dünyada 841 kişi ile 35 adet farklı risk faktörü üzerinden yapılan risk algı çalışmaları yapılmıştır. Dünya Ekonomik Forum'u tarafından 16 senedir yapılan bu en kapsamlı risk algı araştırmasının 2021 yılında yayınlanan raporunda, önümüzdeki iki senelik kısa dönemde, pandemik hastalıklar istihdam, geçim sıkıntısı ve ekonomik durgunluk içindeki insan yapısı çevre felaketleri ile sosyal bütünlük/fragmentasyon ve terörizm olarak algılanmıştır (WEF 2021:2). Orta vadeli dönem (3-5 sene) içinde ise varlık balonları birinci olmak üzere, IT altyapısı çöküntüleri ile fiyat istikrarsızlığı, emtia şokları ve borç krizleri ilk beş sırayı almış bulunmaktadır. 5-10 senelik orta ve uzun vadede ise doğal kaynak krizi ile endüstriyel çöküş, iklim değişim önlem uygulama riskleri ve birinci bölümde bahsettiğimiz multilateral (çok taraflı) bölgesel birleşmeler dahilinde oluşturulan yarı ticari yarı politik kümelenmeler, süper güçlerin etkileşimleri altında politik güç savaşlarının gölgesinde kalabilecek risklere de maruz kalabileceklerdir.

Kasım 2021'de, Birleşmiş Milletler İklim Değişiklik Konferansı'nda (COP 26) alınan sürdürülebilir kalkınma kararları dahilinde yapılacak olan çevre dostu yatırımların toplam tutarının USD 5 trilyon dolar olabileceği öngörülmektedir. Bu tutarın nasıl finanse edileceği ise çalışmamızı oluşturan finansman modelleri dâhilinde araştırma konumuz olacaktır. Pandemi sonrası ortaya çıkan enflasyonist ortam ise ekonomik ve küresel ölçekler içinde enerji, yiyecek, metaller ve mineraller ticaret finansman ekosisteminde sistemik olarak önem taşıyan emtialar olarak yapılandırılmış finansman risk yapılandırma tekniklerinin gündeminde olmaya devam edecektir. Aşağıdaki

grafikte 2050 yılına kadar yapılandırmaya konu tüm riskler gösterilmiştir.

**Şekil 1. Global Risk Örgüsü**



**Kaynak:** World Economic Forum Global Risk Raporu 2021

### 1.3. Ticaret Finansman Ekosistemi

#### 1.3.1. Ticaret Finansman Fasilitelerinin Önemi

Ticaret finansmanı, dünyadaki her büyüklükteki işletmenin ihtiyaçlarına cevap vermek için ortaya çıkmış, küresel sınır ötesi ticaret için gerekli olan çok çeşitli finansal araçları kapsayan ürünlerle gerçekleştirilir. Bu anlamda dış ticaret işlemlerinde kullanılan ürün sayısı her bir katılımcı için

farklı sayıda olabilir. Bir ihracat tedariki yapan bana müşterisi farklı ürünleri yukarıda belirttiğimiz birçok risk konstellasyonu dahilinde kullanmak durumunda kalabilir. Bu manada ihracat yada ithalat direk katılımcısının kullandıkları ürünler işlemlere likidite sağlarken işlemlerin içerdiği farklı risk olgularını da sterilize etmeye çalışırlar. İşte bu her işlem, katılımcı ve risk üçgeni içinde tanımlanan bankacılık işlemi “Fasilite” denilen bir kavram dahilinde ele alınır ve tanımlanır. “Fasilite” her bir işlemi disipline edebilme kapasitesine haiz yüksek nitelikli bir finansman teknik kavramıdır.

Global bankalar tarafından yapılandırma süreçleri içinde gerçekleştirilen her bir Fasilite, banka nezdinde kurumsal şirketlerin almış oldukları ister karşı taraf riski veya ülke riski olsun, isterse de sınır ötesi bir ticaret işlemiyle ilgili doğan tüm riskleri arınık edebilme olanağı tanır. Her bir fasilite ayrı bir rating kategorisinde bulunarak işlemin içerdiği risk açısından bankaya farklı sermaye alokasyonu yaptığının ve ayrı sermaye yükümlülükleri kapsamında regülasyon açısından değerlendirilmeleri gerektiğinin bilgisini verir. Tüm bu süreç içerisinde Basel standartlarının oluşturduğu regülasyon dünyası içerisinde, dış ticaret finansman işlemlerinin bir emtia ya da reel bir varlığa dayanmalarından yola çıkarak işleme direkt katılan bankaların daha az sermaye yeterlilik oranlarıyla çalışmalarına imkân verir.

Ticaret finansmanı kurumsal bankacılık içinde oluşturulan değere ve gelirlere nispeten göreceli olarak daha minimal ve doğrudan katkı yaratmasına rağmen, toptan bankacılık portföyündeki en önemli ürünler arasında yer alır. Gerçekte, ticaret finansmanı, işlevsel olarak yinelenen doğası niteliği ile yıl boyunca kurumsal müşterilerle çoklu ve sık etkileşimler oluşturan bir “çapa” ürün olarak hizmet eder. Bu etkileşim

yoğunluğu, toptan satış müşterilerine (wholesale corporate clients) finansal çözüm sağlayan ilişki bankacılığının (relationship banking) temel belirleyicisidir. McKinsey'in Küresel Bankacılık rakamlarına göre, küresel ticaret finansmanı piyasası 2020'de yaklaşık 5,2 trilyon dolarlık bir değeri kapsamaktaydı ve bu da küresel GSYH'nin kabaca yüzde 6'sına denk gelmekteydi. Bu tutar yıllık 40 milyar dolarlık bankacılık geliri anlamına gelmektedir (McKinsey 2021: 7).

### ***1.3.2. Finansman Eko-Sistem Entegrasyonu***

Küresel ticaret finansman ekosistemi, çok çeşitli katılımcıları bünyesinde barındıran karmaşık yapı dâhilinde ki katılımcılar olarak iki gruba ayrılabilir (Şekil 2).

#### ***1.3.2.1. Ana Katılımcılar***

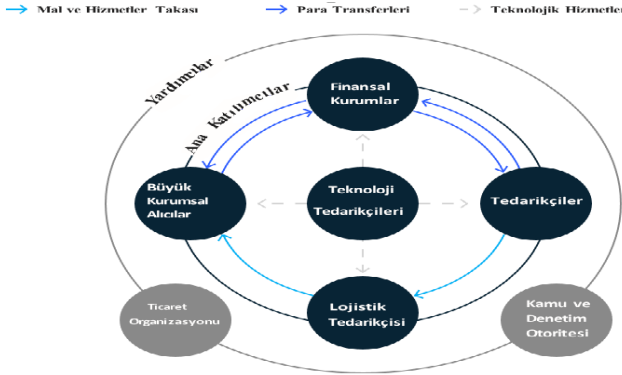
Mal alışverişi ve finansman da dahil olmak üzere herhangi bir ticari işlemde aktif rol oynayan taraflardır. Ana katılımcılar, on-shore ve off-shore olmak üzere hem alıcı hem de tedarikçi rolü oynayan işletmeleri ve işlemi finanse eden bankaları, ihracat sigortası sağlayan garantörleri, işlemin kredi derecelendirmesini yapan rating kuruluşları ile dijital teknoloji sağlayıcılarını ve tedarik zinciri halkasının tamamlayan lojistik sağlayıcıları içerir.

#### ***1.3.2.2. Yardımcılar & Kolaylaştırıcılar***

Global ticari işlemlerin finansmanı sadece finansal kurumların uhdesinde yapılan işlemler olmaktan uzaktır. Daha önce de belirttiğimiz üzere bölgesel işbirliklerinin, paktların oluşturduğu düzen içinde, finansman işlemi içinde direk yer almasalar bile, ancak uyguladıkları politikalar ve düzenlemeler aracılığıyla ticareti kolaylaştırmada ve finansın önünü açmada

kritik öneme sahip taraflardır. Bunlar ticaret örgütlerini, hükümetleri ve düzenleyicileri içerir (Şekil. 2.)

Şekil 2: Ticaret Finansmanı Global Ekosistemi



Kaynak: McKinsey (2011:11)

Bu anlamda mal ve hizmet tedarikinde yer alan firmaların 90%'ının Kobi kapsamındaki firmalar olduğu ve küresel istihdamı *oluşturan ana yapının temelini* oluşturdukları bir gerçektir. Gerek ülkemizde gerekse küresel istihdam anlamında ticaret finansmanının iş gücü kapasitesi üzerinde oynadığı rol yadsınamayacak kadar önemlidir. Hem alıcı hem de satıcı tarafında yapılacak olan teknolojik yatırımlar ve bu yatırımlara verilecek olan gerçek manada ki teşvikler işlem etkinliğini arttıran ve transaksiyon maliyetlerini indiren bir değer oluşması açısından da önemlidir.

Finansal transaksiyonların gerçekleşmesini sağlayan ve ana iş kolu ticaret finansmanı olan bankalar ise dünya çapında ticari işlem kolaylıklarını likidite ve risk dönüşüm boyutuna taşıyarak çok önemli katkıda bulunurlar. Aynı zamanda ticaret finansmanı, ihracatçıların işlemlerinde nakit avans ve direkt fonlama almalarına olanak tanır, böylece sağlıklı işletme

sermayesi seviyelerini koruyarak kurumsal değer zinciri boyutunda uygun kredi akışını içinde küresel tedarik zincirinin sorunsuz çalışmasını sağlarlar.

Yukarıda belirttiğimiz “Tedarikçiler” kavramı sadece mal ve hizmetler tedariki anlamında kalmayıp, ekosistemin içinde ciddi kurumsal para piyasası yatırımcıları da bulunmaktadır. Ticaret finansman ekosistemi içerisinde kitlesel ve küresel anlamda ciddi bir “secondary market” dediğimiz ikincil bir piyasa bulunmaktadır. İşlemi tamamlayan taraf nezdinde oluşan finansal varlığın (asset) bu piyasaya aktarılması sureti ile hem karlılık hem de likidite sağlanır. Ticaret finansman ürünleri varlığa dayalı olmaları, kısa vadeli ve düşük kredi riski taşıyan işlemler olarak yatırım boyutunda da piyasa oluşturma kapasitesine sahip işlemlerdir. Son teknolojik gelişmeler ışığında bu piyasaların fintek şirketleri tarafından ‘varlık olarak ticaret’ felsefesi içinde “sekuritizasyon” yapılarına dönüştürülerek sermaye piyasalarına aktarıldığı da gözlenmektedir (a.a.e, 11). Kredi riskinin sigortalanması sağlayan sigorta kuruluşları, teknolojik dönüşümü gerçekleştiren fintekler ve işlem derecelendirmesini sağlayan rating kuruluşlarının dışında “Export Credit Agency (ECAs)” İhracat Kredi ve Sigorta Kuruluşları ya da “Eximbank’lar ileride belirtileceği üzere çok önemli rol oynamaktadır. Özellikle birçok ülke sahip oldukları ECA’lar aracılığı ile ihracat piyasalarında küresel rekabet üstünlüğü sağlamayı hedeflemektedir.



## BÖLÜM 2

# TİCARET FİNANSMANI NEDİR?

### 2.1. Klasik Ticaret Finansman Tanımı

**T**icaret Finansmanı (Trade Finance) majör küresel bankalar tarafından oluşturulan “the Wolfsberg Grup” tarafından “Ticaret Finansmanı, finansal kurumlar (FI) tarafından mal ve hizmetlerin ülke sınırları ve deniz aşırı ülke noktalarına doğru olan hareketlerinin finanse edilmesidir” olarak tanımlanmıştır. Bu anlamda ticaret finansmanı hem yerel hem de uluslararası ticareti kapsamakta, bu kapsam dâhiline küresel ve yerel bankalarda doğal olarak girmektedir. Ticaret finansman aktiviteleri içinde bulunan bankalar, farklı ödeme alternatifleri ve işlem yapılandırılmaları ile birleştiğinde çok farklı kredi kolaylıklarının yapılandırılmalarının önünü açarak alternatif bankacılık ürünleri oluşturmak sureti ile küresel rekabet içinde stratejik bir avantaj yakalamaya çalışırlar. Bu anlamda eski deyimi ile muhabir bankacılık işlemleri (correspondant banking transactions) modern adıyla uluslararası bankacılık işlemleri ile bankalar ilk etapta “Medici Bankacılığı 1397-1494” ile başlayan süreçte ilk etapta bankalar arası piyasalarda kendilerine rekabet edebilecekleri bir pozisyon yaratmaya çalışırlar. Ülkemizde bulunan ilk on bankanın herhangi birinin en az 1500 adet muhabir ilişkisi olduğu varsayıldığında bankalar arasındaki dünya çapında rekabetin ne kadar büyük olduğunu anlayabilmek hiç de zor değildir. Muhabir bankacılık açısından bankalar arasındaki uluslararası ilişkiler açılacak hesap



noktasından başlayarak, iki bankanın önce “trade finance” yani küresel ticaret finansman limiti, daha sonra da karşılıklı güvenin ve ilişkinin artması ile de, “Money Market Line” olarak adlandırılan “para piyasası işlemlerinde birbirlerine kredi limitleri açmak suretiyle genişlemeye başlar. Muhabir bankalar arasındaki ilişkinin zirve yaptığı yer ise Sendikasyon Kredileri ile aranje edilen bir proje finansman işleminde ülke risklerine rağmen yer alabilmekten geçmektedir. Muhabir bankalar arasında gelişen bu ilişki ağı içerisinde (1) global ticaret finansman limitleri (2) ithalat ve ihracat klasik işlemleri ödemeleri ve finansmanları (3) orta vadeli ithalata dayalı garanti ve kefalet işlemleri (4) interbank ve nostro / vostro (bizim/onların) hesaplar üzerinden gerçekleşen bir seneye kadar fonlama yapılan işlemler (5) yapılandırılmış finansman işlemleri (6) proje finansman işlemlerinin finansmanı (7) yapılandırılmış finansman işlemlerinin ve diğer bankanın kendi fonlamasını gerektiren bilanço içi işlemlerin sermaye piyasaları aracılığı ile birleştirilerek yapılan kredi yapılandırma işlemleri olarak adlandırılabilir. Klasik kredi işlemlerinde benzer şekilde başlayan ancak aşağıdaki grafikte tanımlanmış çok farklı riskler boyutunda yapılacak olan kredi risk analizleri uluslararası bankacıların almış olabildikleri farklı risk silolarının tanımlanmasını, ölçülmesini ve hatta kredi derecelendirmesinin de (rating) işlemleri ile bütünleşmiş olmasını gerektirir. Burada üzerinde durulması gereken nokta ise her bir işlemin limit açılması ile başladığı ve limit açma işleminin de kredi risk analizinden ibaret olduğunun bilinmesidir.

## 2.2. Yapılandırılmış Ticaret Finansmanının Gelişimi

Yapılandırılmış finansmanını bankacılık deyişi ile “sade vanilya” yani klasik bankacılık işlemleri statüsü dışındaki tüm banka operasyonlarının ithalat ve ihracat kapsamında

gerçekleştirilecek emtiaların finanse edilmesi süreçlerine dâhil edilmesi olarak tanımlamıştır. Bir Avusturya bankacısı ise, Yapılandırılmış Finansmanı, zor çevre şartları altında ihracat akışının risk eliminasyonunda kullanılabilecek şekilde firmaya işletme sermayesi aktarımı olarak ifade etmiş bulunmaktadır. Yapılandırılmış Finansman sadece emtia içermemekte yatırım mallarını da içine alacak şekilde orta ve uzun vadeye çıkararak, sermaye piyasaları enstrümanlarına dönüşebilecek bir yöntem dahilinde finanse edilen fasilite dahilinde finansman tabanını oluşturan varlık (asset) ile dış ticaret işlemini gerçekleştiren obligor'un yani borçlu firma kredi riskinin birbirlerinde ayrıştırılacak şekilde finanse edilmesidir (Moors&Rutte, 2014).

Klasik ticaret finansmanının bir sonraki evresini yapılandırılmış ticaret finansmanı alır (structured trade finance). Özellikle 80'li yıllardan itibaren Latin Amerika'da patlayan borç krizi ile birlikte gelişmekte olan ülkeler global bankalardan fonlama bulma konusunda ciddi sıkıntı içine girerler. Amerikan Hazinesi'nin uyguladığı Brady planı dâhilinde birçok Latin Amerikan ülkesi bankalarının sonunda Amerikan bankalarının ciddi paralar batırdıkları bankaların hisseleri Amerikan bankalarına geçer. Bu noktada bankalar ticaret finansmanını emtia ticareti yapan firmalara direk finansman olarak avans kredisi anlamında kullanırlar. 90'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelere akan sermaye aktarımları ile yerel piyasada uzmanlaşan Amerikan ve Avrupalı bankalar (Banco Santander, ABN AMRO, Citibank gibi.) aynı zamanda ihracat bacağından yapılacak gelişmiş piyasalar tabanlı mal alım bedellerinin emtia yâda yatırım finansmanında ki ülke riskinin elimine edilmesini sağlayacak bir olgu olduğunu gördüler. Dolayısıyla bu tarz işlemlerde yapılan mal bedeli ödemelerinin

kredi geri ödemeleri vadelerine “match” yani eşitlenmeleriyle başlayan süreçte kreditor bankanın yurt dışında kurduğu ve “SPV” adı verilen özel amaçlı şirketlere yapılması ile doğal olarak finansal işlemler ülke ve politik risklerden elimine edilmeye başlandı. Ülke risk eliminasyonu ise yapılandırılmış finansman kavramının başlangıcını oluşturdu. Daha ileriki dönemlerde ise gelişmekte olan ülkelerle yapılan işlemlerin vade yapıları, kredi alan ve ihracat performansını yerine getirebilen firmalardan alınan “call opsiyon” yani kredilerin uzun vadeler ile kullanılarak ülke risklerinin büyümesi durumunda krediyi geri çağırma opsiyonları ile desteklenmesi ve “Acceleration” dediğimiz kredi geri çağırma süresinin hızlandırılma imkânının kredi alan firma tarafından bankaya temini sonucu işlemlerin vade problemine de çözüm getirilmiş bulunuldu. Benzer yapılandırma teknikleri sayesinde klasik enstrümanların yol açtığı “Finance and Forget”- Finanse et ve Unut – söylemi, yerini “Finance and Follow” denilen “Finanse ve Takip” et prensibine bıraktı (Moors&Rutten, 2014). 90’lı yılların ikinci yarısından itibaren eski Sovyet ülkelerinin batıya açılmaları ve batılı bankaların buradaki emtianın piyasa değerinin bir anda CIS ülkelerindeki kredi derecesi son derece düşük firmalarla yapılan finansman işlemlerinde işlemin fasilite riskini azaltıcı bir rol oynamasını sağlamalarıyla yapılandırılmış emtia finansmanı risk yönetimi anlamında yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. Emtiaların işlemlerin içerdiği kredi riskini azaltıcı faktör olarak görülmesi 2008 sonrası dönemlerde multilateral finansal kuruluşların daha fazla kredi risklerini azaltacak şekilde be ekosistemin içinde dâhil olmaları ile yapılandırılmış finansman daha etkin ve teknik bir yöntem olarak dünya çapında kaynak allokasyonunda farklı bir yer edinmiştir.

## 2.3. Ticaret Finansmanının Temeli “Kredi Riski”

### 2.3.1. “Credo in Unum Deum”

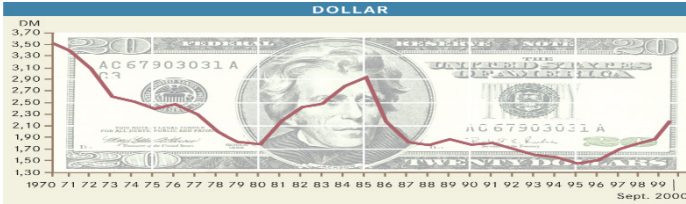
Kredi Latince «Credere» den gelir ve inanmak, güvenmek anlamındadır. Ortaçağda ilk defa olarak “Crēdō in unum Deum «I believe in God» sadece tek bir tanrıya inanırım anlamında kullanılmıştır.

Kredi Riski “Şirket” ya da işlem yapılan “Karşı Taraf” bazında olabilir. Bankadan kredi talebinde bulunan şirketin içinde olduğu endüstri bazında yada belli ortak özelliklere haiz risklerin bir «portföy» oluşturduğu kombine bir yapı bazında «Portföy Kredi Riski» olarak, aralarında sektörel yada bireysel korelasyonların bulunduğu entegral bir risk yapısı oluştururlar. Bu yapı zaman içinde farklı kredi risk kategorilerine geçirgenlik gösterecek şekilde farklı rating kategorisinde farklı temerrüt riskleri gösterebilir (migration risk). Ayrıca bireysel olarak portföye giren her bir kredi risk unsuru, portföy bazında kolektif olarak farklı ve sistematik olarak daha düşük risk özellikleri gösterebilir (risk diversifikasyonu).

Az da olsa, çok da olsa kredinin ödenmeyen kısmı, veren için kayıp oluşturur (LGD-Loss given default). Bu ise, kredinin riskinin zarar unsurudur. Uluslararası bankacılıkta kullandırılmış olan “kredi riski”, “Exposure” olarak tanımlanır. Yine bankacılıkta risk, bir bankanın bir kişiye (gerçek veya tüzel) tahsis etmiş olduğu limitler dâhilinde ve belli bir tarih itibarıyla kullandırmış olduğu kredilerin (fasilitelerin) tümü olarak tanımlanmaktadır. Uluslararası bankalarda yapılan her bir işlem ya da farklı ürüne “fasilite” adı verilir. Fasilite her bir kredi ürününün içerdiği risk boyutunu ifade eden bir terimdir ve doğru bir terimdir. Bir firmanın kullanmış olduğu prefinansman kredinin içerdiği risk, uzun vadeli bir yatırım kredisinde çok farklı olguları bünyesinde saklamaktadır.

Kreditör banka ile kredi alan borçlunun (obligor) farklı lokasyonlarda olması da kredi riskinin zamansal olarak materyalize olması açısından her bir taraf için farklı durumların oluşmasına yol açar (settlement riski). Global bankacılık anlamında ilk defa ortaya çıkması ve Basel standartlarının oluşturulmasının başlaması açısından bir örnek Herstatt İflası ile açıklana bilir. Bankhaus Herstatt – Almanya’ da 1956 senesinde Iwan David Herstatt tarafınan 5 mio. Mark sermaye ile kurulur.1973 senesinde iki milyar Mark Aktif büyüklüğü olan bir bankadır. Almanya’nın 35’nci büyük bankası olmakla birlikte bankanın rekabet gücü döviz piyasalarında bilinmektedir. Bretton Woods’un devreye girmesi ile 1971’de Amerikan Doları Avrupa para birimleri karşısında ciddi volatilite gösterir. Bankanın hazine yönetimi doların yönü konusunda stratejik yanılığa düşer. Danny Dattel Forex – Döviz Piyasalarından sorumlu Direktörü ’dür ve bankada o dönemde iç kontrol sistemi bulunmamaktadır. Bankanın hazine departmanındaki ”Altın Çocukları”, Bretton Woods’un sona ermesiyle Dolar’ın Mark karşısında değer kazanacağına inanırlar. Ancak aşağıdaki grafikte görülen üzere bu öngörünün 21. Yüzyılın başlangıcına kadar doğru olamayacağı farklı bir gerçektir.

**Şekil 3:** Amerikan Doları – Alman Mark Paritesi



**Kaynak:** Bundeszentral für Politische Bildung

Bu gerçek dâhilin de bankayı kara günler beklemektedir. OPEC ülkelerinin petrol ambargosu ile birlikte 1974 Petrol

Krizi patlak verir ve Dolar, Mark'a karşı 2.28 seviyesine geldiğinde bankanın öz kaynaklarının on katı kadar açık döviz pozisyonu taşıdığına farkına varılır. Toplam aktifleri 2 milyar Alman Mark'ı olan bankanın açık pozisyonu ise 711 milyon Mark seviyesine ulaşmıştır.

11 Mart 1974 yapılan iç kontrol ve denetimde hiçbir şeyin farkına varılmaz, ancak bir hafta sonra ilk zarar 250 milyon Mark olarak ortaya çıkar. Zararların gitgide büyümesiyle Bundesbank ve üç büyük Alman eyalet bankası konuyu görüşürler. Kriz "contagion" yani finansal salgın durumuna geçerek diğer eyalet kamu bankalarına da sıçramıştır. Alman Devleti ise bu bankaları kurtarmakla meşguldür. Bretton Woods ve Petrol Krizlerinin bugünkü anlamda ciddi sistemik risk yarattığı anlaşılmıştır. Müşteriler paralarını çekmek amacıyla bankaya koşarlar (run). Mevduatların 20 bin DEM'e kadar mevduat garantisi kapsamında olan ülkede Alman vatandaşlarını 1974 yılında olan bu temerrüt olayından sonra ilk defa olarak 2006 yılında paralarını geri alma imkânı bulabildiler.

### **2.3.2. Herstatt Riski (Settlement- İfa Riski)**

26 Haziran 1974 senesinde Amerikan Bankası yapılan FX- Swap işleminin USD bacağına ödemesini Herstatt Bank'a yaparlar. Ancak saat farkından dolayı aynı gün işlemin Alman Mark'ı karşılığını hesaplarında göremezler. Herstatt Bank tarihe geçecek şekilde o gün iflas eder. Bu arada New York'taki bankalar tüm DEM işlem transferlerini üç gün boyunca durdururlar. Bu iflas yeni bir risk kavramının doğuşunu da beraberinde getirir. Yabancı para ile yapılan sınır ötesi işlemlerde bir tarafın yükümlülüğünü getirmesine karşın karşı partinin takas yükümlülüklerini yerine getirmemesi ya da işlemin karşı parti tarafında oluşan zaman farkları dâhilinde temerrütte

düşerek ödeme yükümlülüğünü yerine getirmeme riskine denir (BIS, 2002:55). «Settlement Riski» üstadımız Prof. Ali İhsan Karacan tarafından Türkçe literatüre alınan anlam çerçevesinde “settlement riski” “ifa riski” olarak yani bir yükümlülüğü/ borcu hukuki olarak yerine getirmeme riski olarak geçirilmiş bulunmaktadır.

Herstatt Riski (ifa riski), Amerikan Doları ya da işlem tutarının (FX değeri), iki ülke arasındaki coğrafik mesafelerden kaynaklanan işlemler arası Zaman Farkı (h) ile çarpılarak hesaplanması olarak yazıma girmiştir. Örnek İşlem Hesaplaması ise aşağıda görülen yapıda örneklene bilinir. Japon Bankası (J Bank) ile Amerikan Bankası (A Bank) 1 milyon dolarlık bir «cross currency swap» çapraz döviz takas işlemi yaparlar. J Bank, Yen sahibi olduğu için A Bank’a Yen satışı yapacaktır. A Bank’ta sahip olduğu doları verip, karşılığı Yen tutarı alacaktır. İşlemin Yen bacağı saat 15.00 da (Japonya saati) yerine getirilir. İşlemin Dolar bacağı ise Amerika’da akşam 18:00 de yerine getirilir. Buna göre iki ülke arasındaki zaman farkı 14 saat ise ve işlemlerin yerine getirilmesi arasında da 3 saat fark varsa toplam zaman farkı 17 saat olacaktır. Buna göre Herstatt Riski milyon dolarlık işlem için dolar satın alacak Japon Bankası için 17 milyon Dolar olarak sermaye yeterlilik hesaplarının tabanını oluşturur.

### **2.3.3. Sistematik Risk**

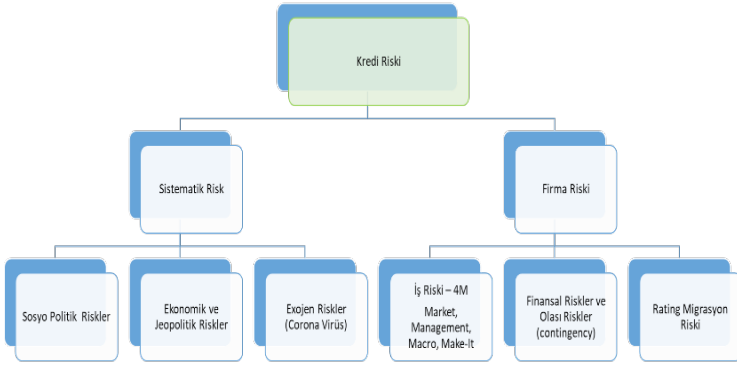
Yukarıdaki örnekte tanımlanan ifa riskinin, uluslararası bankacılık ve ticaret finansman işlemleri dahilinde karşılaşılan risklerden sadece biri olduğu gerçeğinin yanında, ticaret finansmanı bir bütün olarak en sonunda tüm risklerin bir finansal kurum üzerinde yoğunlaşacağı bir risk sistemi içinde varlığını sürdürür. Bu bütüncül risk ise özellikle kendini 2007-2010 global

finansal kriz döneminde kendini Bear Sterns, Lehman Brothers gibi dev finansal kurumlar nezdinde kendini materyalize ederek, SIFI “systemically important financial institutions” (sistemik olarak önemli finansal kurumlar) adlandırılan ve “batmayacak kadar büyük-to big to fail” olarak adlandırılan bu global yapıları dizlerinin üzerine çökertebilmiştir.

Sistemik risk portföy yönetiminde ve teorisinde kullanılan «risk çeşitlendirmesi yoluyla» elimine edilemeyen risk anlamına gelir. Bu riskin ne olduğu konusu Global krizin çıkışı ile «sistemik risk» olarak adlandırılmaya başlayınca belirginlik kazanmıştır. Bu manada “Sistemik- yada Sistemik risk” bir ülkenin veya ekonomik sisteminin bütünüyle maruz kaldığı ve portföy seviyesinde elimine edilemeyen yapısal ve entegral bir risk bütünüdür. Buna karşın «sistemik risk» ise finansal bir sistemin yine exogen ve endojen makro faktörler sebebi ile bulaşıcı bir süreç dahilinde finansal anlamda çöküşüne yol açabilecek bir risk olgusu anlamında kullanılır. Bu çöküşü reel sektörün de takip etmesi sistemik riskin en belirgin özelliklerindedir. Sistemik risk ile sistemik risk arasındaki marjinal fark ise sistemik riskin gerçekleşmesi durumunda hem finansal sektör hem de reel sektör aynı anda krize girebilmekte ve burada “twin crisis” dediğimiz “ikiz kriz” hem likidite hem de piyasa riski olarak tüm yapıyı sekteye uğratabilmekte, piyasaları ise çökertme kapasitesine sahip olabilmektedir. Sonuçta 2001 senesinde ülkemizde yaşanan krizde de görüldüğü üzere tüm solo riskler bütünlüşerek reel ya da finansal kurumların varlıklarını sona erdirebilmeleri noktasında nihai kredi riski olarak merkez bankaları, denetim otoriteleri ve piyasa oyuncularının karşısında yer alırlar. Bu anlamda Kredi Riski Sistemik Yapısı aşağıdaki diyagramda verilmiştir.



Şekil 4: Kredi Risk Sistemik Yapısı



**Kaynak:** Yazar

## 2.4. Uluslararası Ticarete Karşılaşılan Makro Risk Türleri

Uluslararası ticarete, bir malın bir ülkeden başka bir ülkeye gönderilişi sırasında, ülkelerin gerek kanunları gerekse de gümrük işleyişlerinden kaynaklanan farklılıkları nedeniyle alıcı ile satıcının karşılaştığı birtakım sorunlar bulunmaktadır. Örnek olarak, Satıcı mallarını yükledikten sonra malların bedelinin ödendiğinden emin olmak ister ki bu da onun kontrolü dışındadır. Alıcı ise, malları sipariş verdiği şekilde alabileceğinden emin olmak ister. Bu nedenle, akreditifli ihracat işlemlerinde ihracatçının karşılaşılabileceği en önemli riskler aşağıda belirtilmiştir.

### 2.4.1. Ülke riski

Uluslararası ticarete ve sınır ötesi ülkelerle yapılan kredi işlemlerinde borç alan ya da yatırım yapılan ülkede ortaya çıkması muhtemel olaylar sonucunda, borç veren veya yatırım

yapan ülkelerin karşılaşabilecekleri her tür risk “Ülke Riski” olarak değerlendirilir.

Çok uluslu şirketler, finansal kesim vb., yatırım yaptıkları ülkelerde gelirlerini, uluslararası alanda güçlerini ve rekabet imkanlarını artırdıkları gibi, muhtelif risklerle de karşı karşıya kalırlar. Bu nedenle, şirketler genel olarak uluslararası ticarete, doğması muhtemel risklerle başa çıkmak ve en az derecede zarar görmek amacıyla bazı önlemler almak ve yatırım öncesinde risk analizi yapmak durumunda kalırlar. Uluslararası işletmecilikle uğraşan işletmeler, yatırım yapmayı veya kredilendirmeyi düşündükleri ülkenin yapısını ve taşıdığı riskleri de iyi bilmek zorundadır. Ülke riski, yabancı bir ülkedeki ekonomik, sosyal ve politik şartların, finansal kesimin çıkarlarını olumsuz şekilde etkilemesine neden olabilir. “Ülke riski” terimi, politik riski, transfer riskini, koalisyon hükümetlerindeki uzlaşma kültürünün kaybolması durumunda hükümet edebilme riskinin kaybolması gibi politik momentumu yüksek konular içinde gelişen vergi riskini yerel paranın çevir genliğini yitirmesi ve yabancı paranın direk olarak transfer edilememesi gibi riskleri de içine alır.

#### **2.4.2. Politik Risk**

“Politik risk” genel anlamda, bir ülkede yatırım yapan tarafın ticari eylemlerinin, yatırım yapılan ülkede uygulanan politikalar tarafından kısıtlanmasıdır. Genel olarak, politik riski oluşturan faktörler olarak, politik çatışmaların demokrasi dışı toplumsal kaosa dönüşmesi, dini ve etnik çalışmalara maruz kalınması, 3. Dünya ülkelerinden gelen göçlere maruz kalınarak Avrupa Birliği ülkelerinin gelen göçleri geri çevirmeleri sebebi demografik yapıların değişimi gibi dinamikler bu tanım içinde girebilmektedir.

Bununla birlikte üçüncü dünya ülkelerinin sık sık yaşadıkları Latin Amerika tipi askeri darbeler, orta doğu tarzı kalkışmalar ve Kuzey Afrika tipi sınıf hükümlerle ilişkileri ile sık sık hükümet değişimleri içindeki politik istikrarsızlıklar politik risklerin altyapısını oluştururlar. Uluslararası bankacılıkta politik risklerin var olması, işlemlerde politik risk sigortasının alınması veya bu ülke riski anlamında bu tarz risklerin CDS'ler kullanılarak elimine edilmesi gibi uygulamalar her işlemlerde göze çarpan önemli bir detaydır.

### ***2.4.3. Transfer Riski***

Devlet veya diğer resmi kurumların getirmiş olduğu uygulamalar nedeniyle, ithalatçının yerel döviz cinsini anlaşmanın yapıldığı yabancı döviz cinsine dönüştürememesi veya parayı yabancı döviz cinsi olarak yurtdışına transfer edememesi anlamına gelir. Bu kategori içinde merkez bankaları tarafında getirilen döviz transfer yasağı ile kombine olarak uygulanan yabancı para/döviz blokaajları ile döviz hesaplarının yerel para cinsinden fonlara mecburi olarak dönüştürülmesi gibi uygulamalar anlaşılabilir. Pandemi sonrası krizde İzlanda, 1998 senesinde Rusya'nın ilan ettiği borç erteleme bu riskin en keskin örneğini temsil eder.

Yukarıda sözü edilen uygulamalar genellikle tüm ülkeler tarafından kendi ülke vatandaşlarını ve işletmelerini koruma amaçlı olarak uygulanmaktadır, özellikle Amerikan Doları ya da Euro gibi "hard currency" yüksek değerli çevrilgen para sıkıntısı çeken gelişmekte olan ülkelerde farklı uygulamalar gözlenmektedir. Bu anlamda bazı ülkeler, ihracat ve ithalat üzerine tarifeler uygulayarak kısıtlamalara gitmekte, döviz kayıplarını azaltmaya çalışmaktadır. Öte yandan para politikası araçlarını kullanarak para arzı ve faiz oranlarının etkilendiği

2022 pandemi sonrası dönemde bir çok ülke faiz oranlarını yükseltmenin, tüketicilerin tüketimden uzaklaşmalarına ve paralarını saklamalarına neden olabilecek durumlardan oluşacak sonuçların durgunluk riski taşıdığını düşünerek ekonomilerini daralacak ve şirketlerin finansman maliyetleri arttıracak önlemler dışında neler yapılabileceği konusunda ciddi araştırmalar yapmaktadır. Bu anlamda hala hazırda 58 adet merkez bankasının attığı faiz yükseltici adımların maliye politikalarının eşgüdümünde koordineli bir şekilde aşağı çekilmesinin yolları araştırılmaktadır.

#### **2.4.4. Kur Riski**

Dış satış anlamında kur riski ihracatçının yabancı para cinsinden yapmış olduğu ihracat sonucu yurda getirdiği dövizlerin milli para birimi karşısında orta ya da uzun vadede oluşacak kur farkları sonucu zarar yaratabileceği olgusudur. Bu durum diğer ülkelerden benzer malları ihraç eden rakip ülke firmalarının yerel paralarının devalüe edilmesi durumunda ilgili firmanın rekabet edebilme kapasitesini engelleyebilmesi açısından da önemlidir (ekonomik risk). Kur risklerinin İthalat bacağına ise ithalatçının yapacağı döviz ödemelerinin kurların yukarı gitmesi durumunda daha fazla yerel para cinsi tutarları ödemek durumunda kalması ve fiili ithalat işlemi ile döviz transferi arasında geçen süre içinde kur farkı zararı yazması olarak anlaşılması mümkündür. Bu anlamda teknik olarak uluslararası işlemlerde işlemin gerçekleşmesi ve anlaşma zamanları arasındaki kur dalgalanmaları sonucu oluşan işlem fiyatlama zararları oluşabilmektedir (transaction exposure). İşlem riskini üzerinde taşıyan şirketin mali bilançoları ve gelir gider hesaplarında oluşan döviz pozisyonlarının işlem tarihleri ve bilanço kapama dönemleri arasında geçen zaman içinde

oluşan değerlendirme kaynaklı kur farklarının hedge edilmemesi durumunda bu pozisyonların ayrıca muhasebe sel risklere dönüşümü literatüre kur dönüştürüm riski olarak geçmiştir (translational risk). (Rowe, 1988:26).

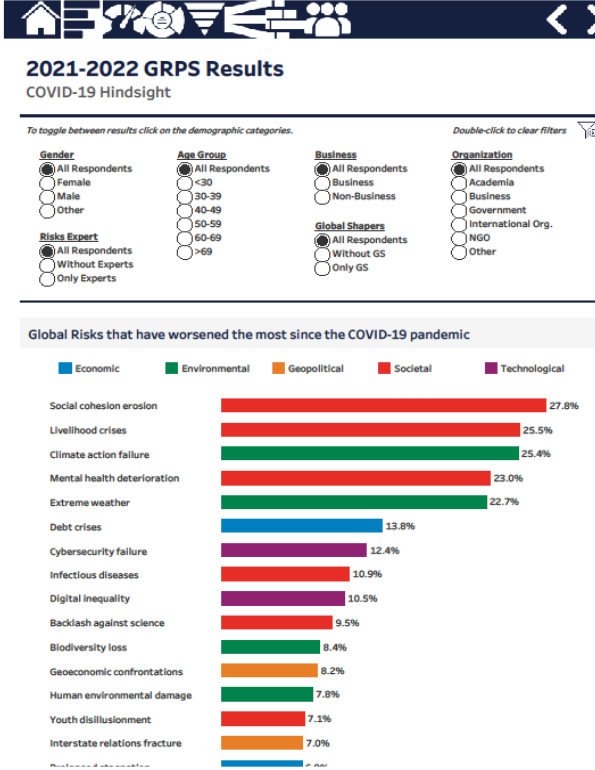
#### ***2.4.5. Covid 19 sonrası Global Riskler (GRR 2022)***

Covid 19' un başladığı 2020 yılından itibaren bugüne kadar geçen dönemde uluslararası ticaret finansmanı açısından dikkat çeken en önemli gelişme emtia fiyatlarının yaklaşık olarak 30% oranında artmış olduğu gerçeğidir (GRR, 2022:14). Bu oranda gerçekleşen bir fiyat artışının yansımaları artan yapılandırılmış emtia finansman ihtiyacı tarafında olacaktır. 2022 yılının başladığı bu yeni dönemde Pandeminin ekonomik ve toplumsal sonuçlarının dünya için hala tehdit oluşturduğu gözlenmektedir.

Önümüzdeki on senelik dönemde çevre, sürdürülebilirlik, yönetim risklerinin kristalize olduğu iklim değişim risklerinin etkilerini minimize edecek uygulamalarda yapılacak hatalar, aşırı hava şartlarının oluşturabileceği doğal afetler ve bio-çeşitliliğin kaybolabileceği yanlış tarım uygulamaları, 2020 senesinden başlayarak önümüzdeki on sene boyunca da en önemli riskler olarak insanlığın ve dünyamızın karşısına çıkacaktır.

Bununla birlikte dünya çapında borç krizi ve jeo-ekonomik konfrontasyonlar önümüzdeki on senelik dönemde ülkemiz içinde ayrıca çözüm üretilmesi gereken önemli konulardır. Aşağıda küresel risk algı araştırma sonuçları 2021-2022 dönemi için verilmiştir.

## Şekil 5: Global Risk Algı Araştırma Sonuçları



**Kaynak:** The Global Risks Survey 2022

GRPS (Global Risk Report) 2022 raporunda dikkatimizi çeken riskler arasında ESG kategorisine giren toplumsal uyum, çevre ve iklim değişikliği önlemleri, aşırı borçlanma ve geçinme risklerinin tüm dünyada ortak risk olarak algılandığı gerçeğidir. Rapordaki diğer önemli bir nokta ise Türkiye ile ilgili olan bilgilerin varlığıdır. Önümüzdeki iki sene içerisinde Türkiye’de ki en maddi riskler istihdam ve geçim, uzun ekonomik durgunluk, devletlerarası ilişkilerin kesilmesi, insan yapısı çevre zararları ve teknolojik yönetim hataları olarak belirtilmiştir.



## BÖLÜM 3

# GLOBAL TİCARET FİNANSMAN MODELLERİNİN SINIFLANDIRILMASI

### 3.1. Finansman Yapılandırılma Türleri

**B**irinci bölümde bahsetmiş olduğumuz risklerin dünya çapında bankalar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin fonlama maliyetlerinin arttırdığı, akreditif kullanılan işlemlerde teyit masraflarının arttığı, kısa vadeli ticaret finansman işlemlerinin fiyatlamalarının arttığı, artan borç seviyelerinin mevduat kaynaklarına ulaşımın daha zorlaştığı ve kaynak maliyetlerinin de yukarı çekildiğini gözlemlemekteyiz.

Global bankaların gerçekleştirmiş oldukları işlemler açısından Ticaret Finansmanı,

1. Dış ticaret işlemlerinde kullanılan klasik ödeme şekillerinin müşterilerine uygulanması çerçevesi içinde,

2. Akreditifli işlemlerle (ithalat ve ihracat akreditifi) gerçekleştirilen işlemler dâhilinde yapılan finansman işlemleri bütününde,

3. Bolero, Identrus, Marco Polo gibi hala hazırda Blok zincir teknolojisi kullanan yeni nesil finansman platformları üzerinden kullanılan elektronik ticaret ve bankacılık hizmetleri dâhilinde,



4. Kısa vadeli ticaret finansman kredilerinin banka tarafından risk alınması sureti ile

5. Eximbank ya da dünya çapında İhracat Kredi Ajans'ları aracılığı ile ECA Finansmanı kullanılarak yapılan çok kaynaklı tedarik finansman işlemlerinin alıcı ve satıcı boyutunda kullanılması sureti ile (multi sourcing),

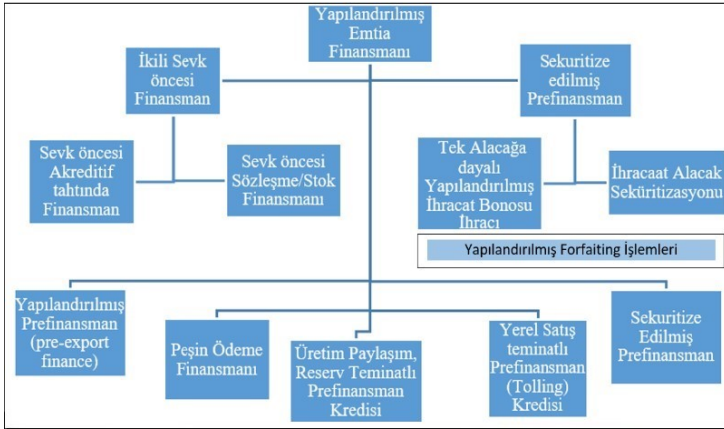
6. Uzun vadeli akreditif dışı, poliçe avallı Forfaiting işlemleri ile

7. Klasik Emtia Finansmanının daha geliştirilmiş hali olan,

8. Yapılandırılmış Ticaret Finansman teknikleri ile gerçekleştirilmektedir.

Bu modellerin ve tekniklerin bütününe aşağıdaki grafikteki gibi sınıflandırabiliriz:

**Şekil 6:** Yapılandırılmış Finansman Modelleri



**Kaynak:** Euromoney

Yukarıda gösterilen transaksiyon sınıflandırmasında üretim öncesi süreçlerden başlayarak üretim öncesi (pre-production), üretim, stoklama, transit, depolama (warehousing), olarak geçen

aşamaların yükleme ve sevk (shipment) yapılana kadar bilateral olarak klasik finansman yöntemleri olan akreditif yada poliçeye dayalı ihracat prefinansman yöntemleri ile gerçekleştirildiğini görmekteyiz. Bununla birlikte ihracat'ın üretim safhasından başlayarak, yapılandırılmış finansman tekniklerinin içinde özellikle “tolling” kullanılması suretiyle, üretim aşamasında emtianın üretim sürecine girerek “kristalize” olduğu müddet içinde direk olarak stok yada rezerve dayalı emtia finansman modeli ile fonlandığını görmekteyiz.

Son dönemlerde ülkemizde de sertifikalı ile devam edilen süreçlerin sevk sonrasındaki “ihracat alacaklarının sekuritizasyonu” yönteminin kullanılması suretiyle finanse edildiğini gözlemlemekteyiz. Özellikle “post-production” dediğimiz üretim sonrası dönemin ciddi finansal mühendislik tekniklerinin kullanıldığı, kompleks hukuki anlaşmaların yapıldığı, ülke risklerinin hedge edildiği ve “off-take” sözleşmeleri içinde alıcı kredibilitesi ve ratinglerinin işlemlerin içerdiği kredi riskleri üzerinde azaltıcı teminat etkilerinin sağlanmasına çalışıldığı, “structuring” adını verdiğimiz kompleks içinde dış işlemler farklı boyutlarda global bankalar tarafından finanse edilirler. Bu arada 2000’li yıllardan itibaren sekuritizasyon yöntemlerinin gelişmesi sayesinde Forfaiting işlemleride yapılandırılmış ihracat finansman sistematığı içinde yer almaktadır.

### **3.2. Klasik Ticaret Finansman Modelleri – Orta ve Uzun Vadeli Finansman Tekniği olarak Forfaiting**

Figür 5. içinde ayrıca göstermemize rağmen ve bilinenin aksine Forfaiting, sevk sonrası alacak tabanlı bir fonlama yöntemi olması ve aynı zamanda para piyasalarında “trade” gören enstrüman özelliği taşıması ve uzun vadeli olarak

“intertemporal” bir dönüşüm içine girebilmesi hasebiyle sermaye piyasalarına “single receivable structured note” kategorisinde işlem görebilmektedir. Bunun dışında para piyasalarında aktif olan kurumsal yatırımcı ve bankalar tarafından “Banker’s Acceptances B/A” olarak oluşturulan, kabul kredili poliçeleri içeren alacak portföylerinin sekuritizasyon işlemleri dahilinde yapılandırılmaları suretiyle, yapılandırılmış ihracat alacaklarının finansman modeli grubuna dahil olurlar.

### ***3.2.1 Forfaiting ‘in Gelişimi ve Tanımı***

Forfaiting ’in bir finansman enstrümanı olarak gelişmesini 18.yy’dan beri uluslararası üretim ve ticareti finanse eden İsviçreli bankacılara borçludur. Özellikle “Credit Suisse ve onun iştiraki olan “Handels- und Kredit Bank” gibi bankalar forfaiting piyasasının gelişimine büyük katkıda bulunmuşlardır (Rowe, 1988:95). 1950’li yıllardan beri gelişen dünya ticaretinin batı-doğu ve kuzey-güney ekseninde ticaret finansmanının gelişmesinde çok önemli bir rolü vardır.

ICC (2008:35) Forfaitingi, ihracatçının yüksek değerlikle donanım satışında, başka bir alternatif finansör tarafından kaynak sağlayan bir araç olarak tanımlamıştır. Bu tanımdaki vurgu, finanse edilen donanımın yüksek değerlilikte olması sebebiyle alıcının fonlamayı bağımsız bir tarafın finansal garantisi ve kredi temini olmadan gerçekleştire-memesindedir. İşlemden garanti, hukuksal olarak ithalatçı bacağında oluşan borç senedine (prom note), ithalatçının bankası tarafından “aval” verilmesi şeklinde olur. Banka tarafından gayri nakdi kredi statüsünde verilen “Aval’in” kelime anlamı kefalet olmakla birlikte, bankacılık uygulamalarında aval “garanti” anlamında kullanılmakta olup, bono ya da poliçeye aval veren bankaya

ibrazı halinde, poliçeye aval veren amir bankanın “müteselsil” olarak birinci derecede ödeme yapmaktan başka çıkar yolu bulunmamaktadır. Bankanın bu akdi yerine getirebilmesi ise, bono keşide edecek ithalatçıya sağlanacak olan kredi tabanına, gayri nakdi bir kredi limiti açılması ile gerçekleştirme olasılığına bağlıdır (Ekici 2013: 84-95).

Forfaiting ihracat işlemlerinden doğan genellikle orta vadeli uygulamada bir banka garantisini taşıyan senetli veya kayıtlı alacakların ilgili yatırımcılara kesin satışıdır. Özellikle yatırım malı ve hizmeti ihracından doğan ve belli bir ödeme planına bağlı olarak tahsil edilebilecek olan alacakların bir banka veya bu konuda uzmanlaşmış bir finans kuruluşu tarafından rücu etme hakkı olmaksızın satın alınmasıdır. Bu işlemde genellikle ithalatçının borcu karşılığında ihracatçıya verdiği emre yazılı senet veya poliçeler kullanılmakta ve işlem gerçekleştikten sonra ihracatçının hiçbir yükümlülüğü kalmamaktadır. Forfaiting, toplam alacağın %80-90'ını içeren işlemidir. Uygulamada ihracat bedelinin genellikle %10-20'si peşin olarak alınmaktadır. Daha kısa bir tanımlamaya göre forfaiting; ihracattan doğan alacakların ve risklerin “Forfaiter” tarafından belirli bir iskonto oranı uygulanarak gayrikabili rücu şeklinde satın alınması işlemidir.

Bir poliçe şeklindeki alacağın satıcısı olan ihracatçısı, ciroya “rücu etme hakkı olmaksızın-without recourse” kelimelerini yazarak ihraç ettiği malların karşılığında eline geçen senede ilişkin riski ve tahsil sorumluluğunu Forfaiter'a devrederek senedi hemen paraya çevirir. Forfaiting işlemi yapılırken devir alınacak senetler cari piyasa faiz oranı ve borçlunun kredi risk derece notu göz önünde bulundurularak iskonto edilir. Bu suretle finansman ücreti peşin alınır.

### 3.2.2. Forfaiting İşleminde Taraflar

Forfaiting işleminde yer alan taraflar aşağıdaki gibidir:

- ▶ İhracatçı (Exporter - kredili mal satışı yapan)
- ▶ İthalatçı (Importer- malı kredi ile alan)
- ▶ Kredili satışı finanse eden ve işlem riskini üstlenen kurum (Forfaiter)

▶ Kredili satıştan oluşan borca aval/kabul kredisi açarak aval veren banka (ithalatçının bankası)

### 3.2.3. Forfaiting İşleminde Gerekli Belgeler ve Bilgiler

▶ Forfaiter ile ihracatçı arasında imzalanan Forfaiting anlaşması. Anlaşmada ihraç edilecek ürününün tanımı, yükleme ve sevk tarihleri, teslim edilecek vesaikin tanımı ve teslim tarihi, Forfaiting tutarı ve para birimi belirtilir. İhracatçının ülkesi ve adı ile ithalatçının ülkesi ve adı bu sözleşmede yer alır. Garantör ya da aval veren bankanın ismi ve ülkesi belirtilir.

▶ Aval verilmiş veya garanti edilmiş emre yazılı senetler/ poliçelerin nevi (Prom note, BofEx.)

▶ İmza sirküleri

▶ Gerekli resmi belgeler (ithalat izni) veya fotokopileri, geri ödeme tablosu, senet ödeme yer bilgisi vb.

İskonto edilen tüm işlemler farklı şekillerde olsa bile mutlaka bir banka garantisine haizdir. Dolayısıyla, kredi derecesi “BBB” üstü olan (yatırım yapılabilir seviye/muteber) bir banka tarafından avalize edilecek tüm dokümanların dökümünü içeren şartsız gayrikabili rücu ve devredilebilir bir garanti mektubu Forfaiter adına düzenlenmiş olabilir. Aynı şekilde poliçeye, avalini verecek olan bankanın kredi notuda yatırım yapılabilir seviyede olmalıdır. Kredi işlemi malların karakteristik özelliğine göre, 6 ay ile 7 yıl gibi değişik süreleri

kapsar. Her dönem için söz konusu kredi farklı dönemlere ait farklı senetler içerecek şekilde düzenlenebilir.

### 3.2.4. *Forfaiting İşlem Prosedürü*

Şekil 6’da gösterildiği üzere, işlem sıralamaları aşağıdaki gibi sıralanır.

1. İhracatçı alıcı ile satış sözleşmesi yapar ve malları sevk etmeden önce Forfaiter’a başvurur. Forfaiter ihracatçıdan yazılı olarak forfaiting finansmanı konusunda talep edilen krediye ilişkin gerekli bilgileri ve belgeleri alır. Forfaiter ile ihracatçı arasında kısa bir sözleşme imzalanır. Bu sözleşmede özellikle; Forfaiting finansmanı konusu kredinin limiti, vadesi, iskonto haddi ve taahhüt komisyonu oranı gösterilir. Ayrıca poliçeye aval ya da garanti verecek banka ile ödeme şartları, akreditif açılması gibi konular belirlenir. Forfaiter, ihracatçıdan aldığı bilgilere dayanarak ihracatçıya forfaiting işleminin tüm şartlarını ve esaslarını belirttiği bir taahhüt mektubu (committment letter) göndererek sözleşme şartları kapsamında ihracat işleminden doğacak olan alacak hakkını satın alacağını, senetlerin tahsil edilmemesi halinde kendisine rücu edilemeyeceği taahhüdünde bulunur.

2. İthalatçı İhracatçının üzerine çektiği poliçeyi ya da kendi keşide ettiği bonoyu kendi bankasına (amir bankaya) aval verilmek üzere götürür. İngiliz hukukuna tabii işlemlerde poliçe avalı olmaması hasebi ile ayrı bir garanti mektubu verilmesi gereken işlemlerde amir banka tarafından iskonto edilerek ödenecek tutar üzerinden bir teminat mektubu (L/G) hazırlanır. Benzer işlem açılacak olan vadeli bir akreditif ile de gerçekleştirilebilir.

3. İhracatçı (Exporter) malları sevk eder.

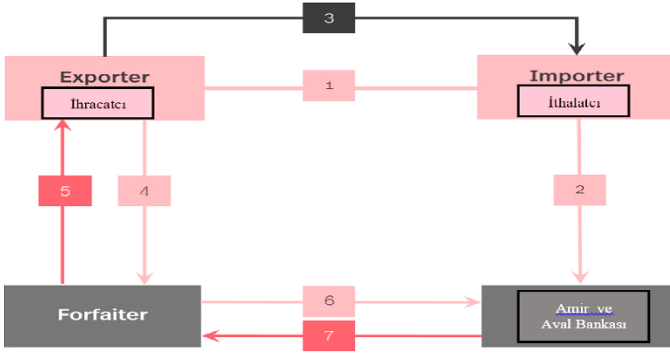
4. İhracatçı sevk vesaikini akreditif, teminat mektubu, avalli poliçe ya da avalli senetleri Forfaiter'a ibraz eder. Böylelikle ihracatçı elinde bulundurduğu senetleri kendisine tekrar rücu edilmemek kaydıyla (without recourse ) Forfaiter'e ciro ederek alacağını devreder.

5. Forfaiter önceden anlaşmaya vardığı faiz oranı üzerinden senet üzerinde iskonto yaparak "non-recourse" olarak senedi satın alır ve ihracat bedellerinin iskonto edilmiş tutarını ihracatçıya senet vadesinden önce öder. Forfaiter bu noktada amir bankanın poliçeye verdiği şekilsiz şartsız, temel ihracat işleminden soyut olarak vermiş olduğu avalle teminat altına alır.

6. Forfaiter, ya senetleri vadelerine kadar elinde tutup vadeleri geldiğinde amir bankaya sanki ihracatçı gibi vesaiki ibraz eder. Ya da bu "Banker's Acceptance" formatına dönüşmüş olan avalli poliçeyi para piyasasında başka bir kurumsal yatırımcıya satar.

7. Forfaiter vadesi geldiğinde Amir bankaya poliçeyi ibraz eder ve tahsilat talimatı verir. Amir banka vade tarihinde Forfaiter'a senet bedelini, teminat mektubu bedelini ya da akreditif bedelini öder. Amir banka bu işlemi yaparken ithalatçının hesabında ödenecek tutarın var olduğundan emin olacak şekilde bir gün önceden ithalatçıdan gerekli tahsilatları yapar ve ödenecek miktar kadar hesaba bloke koyabilir. Hesapta para olmaması durumunda, banka kredi limiti üzerinden hesaba kaynak aktarır. Forfaiter ise iskonto bedelini ödediği senedi isterse başka bir yatırımcıya satıp vadeden önce riskini nakde çevirebilir. Bu durumda vade sonunda yatırımcı amir bankadan senet tutarını "cash-in" tahsil eder.

Şekil 7: Forfaiting İşlem Yapısı



Kaynak: Simon&amp;Simon

### 3.2.5. Forfaiting'in İhracatçıya Sağladığı Faydalar ve Riskler

İhracatçı, vadeli sattığı malın bedelini orta vadeli kredi faizine oranına yakın bir faiz ödemek suretiyle peşin olarak elde etmektedir. Bu işlem ihracatçının bankalardaki limitlerini bloke etmeden likiditesini güçlendirir ve ihracat kapasitesini arttıracak yeni bir imkânı verir. Poliçenin ciro edilmesinden ibaret olan Forfaiting işlemi bürokrasiden uzak bir işlem olduğu için ihracatçıyı herhangi bir sözleşmeden doğacak tüm masraflardan muaf tutacaktır. İthalatçının kredi bulmasını kolaylaştırdığından ihracatçının rekabet şansını artırır. Forfaiting işlemini yapan kurum ihracatçının senetlerini kendisine rücu edilmemek üzere iştirâ ederken bu senetlere aval/garanti veren bankaya kredi tahsis etmiş olacak ihracatçının banka kredileri bloke edilmeyecek, bankalarca kendisine tahsis edilen açık kredi ve diğer kredi limitleri etkilenmemiş olacaktır. Mal bedelinin ithalatçı tarafından ödenmemesi gibi ticari karşı parti riski ve mal bedelinin ihracatçının ülkesine transferinin gecikme ile mal



bedeli dövizin ihracatçının ülkesine transfer edilip kendisine ödeninceye kadar zamanda oluşan aleyhteki kur farklarından doğan riskten ihracatçı kurtulmuş olur. Bu riskleri Forfaiting işlemini yapan kurum üstlenmektedir. İhracat işlemlerinden doğan alacağı, Forfaiter tahsil edeceği ve bütün riskleri de kendi üstlendiği için ihracatçının ithalatçı hakkında bilgi toplamasına, mevcut riskleri değerlendirmek için zaman kaybetmesine ve masraf yapmasına gerek kalmayacaktır. Bu anlamda uygulanacak iskonto oranı, senetlerin Forfaiter'a tesliminden önce tespit edilebileceğinden satıcı Forfaiting giderlerini fiyata eklemek suretiyle ithalatçıya finansman maliyetini yansıtma imkânına da sahiptir. En nihayetinde tahsilat riskini sıfırlayan ihracatçı, yurtdışı pazarını genişleterek geleceğe yönelik verimli planlar yapar.

Forfaiting yapan ihracatçının karşı parti risklerini “non-recourse” işlem yaptığında mutlak bir şekilde elimine ettiği bir gerçektir. Kredi risk mitigasyonu anlamında ithalatçı ya da garantörün iflası ya da ithalatçı veya garantör bankanın ülke riskleri gibi nedenlerden dolayı ödeme yapamaması gibi transfer risklerinin de materyalize olduğu durumlardan yapılan Forfaiting işlemi sayesinde kendi finansal durumunu güvence altına alır. Kur riskinin yönetimi anlamında ise Forfaiting işlemini yapan kuruluş, karşı karşıya bulunduğu riskleri en aza indirmek amacıyla, iskonto işlemine kabul edilecek senedin borçlusunun transfer güçlüğü söz konusu olmayan bir ülkede bulunmasına, ticari riski önlemek üzere ithalatçının ülkesindeki rating derecesi yüksek güvenilir bir bankanın aval veya garanti vermiş olmasına ve kur riskini en aza indirmek üzere forfaiting işlemine konu olacak senetlerin ABD Doları, Euro, İsviçre Frangı gibi döviz kurları fazla değişiklik göstermeyen paralar üzerinden düzenlenmiş olmasına dikkat eder. Sorun

“non-recourse” üzerine kurulmuş olan Forfaiting ‘in ülkemizde sürekli “with recourse” olarak uygulanmasındadır.

### **3.3. Uzun Vadeli İhracat Kredi Kuruluşları Finansmanı (ECA-Export Credit Agency Finance)**

Uluslararası ticaretin ticari finansmanının genellikle Akreditif, Banka Kabul Kredileri ve Forfaiting içerdiğini gördük. Şimdi, kendi İhracat Kredi Kuruluşları (Export Credit Agencies-ECA’lar) ve “International Finance Corporation (IFC)”, “European Investment Bank (EIB)” gibi ‘Çok Taraflı Kuruluşlar’ (Multilateral Agencies-MLAs) aracılığıyla hareket eden hükümetlerin aynı zamanda uluslararası ticareti de kolaylaştırdığı ikinci tür bir ihracat finansmanına bakıyoruz. ECA’lar, hem doğrudan borçlulara fonlama yaparak hem de ticari bankalarla garantörlük alanında işbirliği yoluyla dolaylı olarak ihracat finansmanı sağlarlar. ECA’ların ve büyük ölçüde MLA’ların ihracat finansman işlemlerine katılımı aşağıdakilere bağlıdır:

- İthalatçı ülkenin risk türleri
- İhracat ve hizmetlerin niteliği ve menşei
- Gerekli finansmanın vadesi
- Borçlunun temel kredi yapısının banka kredi komitesi tarafından kabul edilebilir olmasına.

ECA destekli finansman, ihracatçının ülkesi tarafından sağlanırken, MLA destekli finansman, ithalatçının ülkesinde gerçekleştirilir. MLA’lar, ECA’larda olduğu gibi yerel bir yönetimle ilişkili olmayan dünya çapında bir kurumlardır. Dünya Bankası’nın özel şirket yatırımlarını ve projelerini finanse eden MLA’lar daha çok ihracat finansmanında kullanıldığı proje finansmanı ile ilgilenmektedir. MLA’ları bu bölümün ilerleyen kısımlarında daha ayrıntılı olarak ele alacağız.

ECA destekli finansman, ihracatçının ülkesi tarafından sağlanırken, MLA destekli finansman, ithalatçının ülkesinde gerçekleştirilir. MLA, ECA'larda olduğu gibi yerel bir yönetimle ilişkili olmayan dünya çapında bir kurumdur. MLA'lar daha çok ihracat finansmanından ziyade proje finansmanı ile ilgilenmektedir.

### ***3.3.1. ECA Garanti ve Sigorta İşlemleri ve OECD Ülke Risk Kategorileri***

ECA'lar, işlemde direk ihracatçıya ya da ihracatçı üzerinden direk ihracatçının bankasına, alıcının geri ödeme yapmamasına karşı iki teminat biçiminden biriyle koruma sağlar. Bunlara garanti ve sigorta şeklinde olur. Bir garanti, tipik olarak, bir temerrüt durumunda kapsanan riskler için yüzde 100 koruma anlamına gelir.

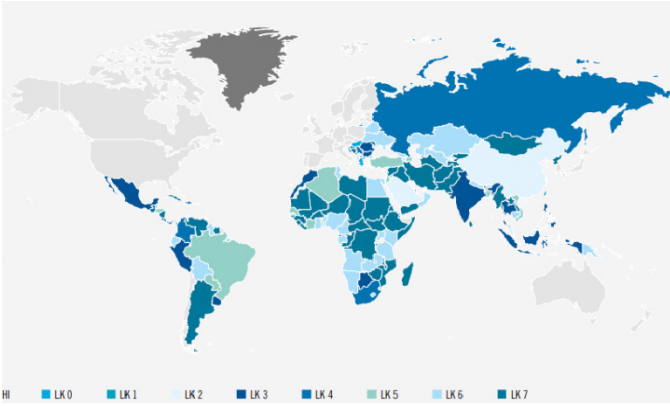
Sigorta, kapsama olasılığının yüzde 100'ün altında olduğu yapıları ifade eder. Sigorta, bir sigortacı ile sigortalı arasında, her birinin diğerine karşı yükümlülükleri bulunan bir sözleşmedir. Sigortalının, talep edilebilir bir olayın meydana geldiğinin belgelenmesi de dahil olmak üzere yükümlülüklerini yerine getirmesi üzerine, sigortacı hasarı ödeyecektir.

Her iki koruma biçiminde de borç veren, kendisini yalnızca ülke riskine karşı veya hem ülke riskine hem de alıcının ödeme yapmamasına karşı korumayı seçebilir. ECA'lar tarafından sağlanan bu tarz teminatlara "comprehensive coverage (kapsamlı teminat)" adı verilir. Verilen teminatların primleri OECD tarafından belirlenen ülke risk sınıflandırmasına göre yapılır.

OECD ülkeleri, her ülkedeki risk kategorilerine göre (Country Categories-CCa) 0 ila 7 arasında sınıflandırır. Primler, sigorta taahhüdü sırasında geçerli olan ülke kategorisine

göre belirlenir. Yüksek gelirli OECD ülkeleri ve avro bölgesi ülkeleri, Ülke Kategorisi 0 ila 7 arasında sınıflandırılmamıştır. Bu ülkelerdeki işlemler için primler, cari piyasa fiyatlarına dayanmaktadır ve faiz marjları, şirket tahvilleri, kredi temerrüt takasları (CDS) vb. kullanılarak hesaplanır.

**Şekil 8:** OECD-Ülke Risk Kategorileri (31.12.2021)



**Kaynak:** SERV

Türkiye şu anda OECD ülke rating kategorilerinde CCa 5 kategorisindedir.

Aşağıdaki örnek SERV tarafından sevkiyat öncesi risk sigortası ile bir ihracat işlemi için olası bir ve tedarikçi kredi sigortası hesaplamasını gösterir (SERV Compact, 2022:33):

### **Dayanak işlem:**

İsviçre menşeli bir makine, ülke riski taşıyan başka bir ülkedeki yabancı bir alıcıya ihraç edilecektir. İthalat yapan Ülke “SERV” tarafından B+ olarak derecelendirilen kategori 5 ülkesidir. İhraç edilecek ürünün üretim süresi 6 ay olup, kredi vadesi ise 5 yıldır. İşlemden üretim riski ve tedarikçi

kredisi sigortalanacaktır. Klasik ECA işlemlerinde OECD standartlarının belirlediği üzere, proje yada makine bedelinin 15%'i alıcı tarafından peşin ödeme olarak gerçekleştirilecektir ve akabinde yükleme yapılacaktır.

### **Diğer şartlar ise aşağıdaki gibidir:**

İhracat sözleşmesinin yürürlüğe girmesi: Ocak (0 ayı)

İlk teslimat: İhracat sözleşmesinin yürürlüğe girmesinden  
3 ay sonra

Son teslimat: İhracat sözleşmesinin yürürlüğe girmesinden  
6 ay sonra

Kredinin devreye alınması/ başlangıç noktası: Kesin teslimin ardından 1 ay sonra

Üretim süresi: 6 ay

Bekleme süresi: 4 ay

Kredi dönemi: 5 yıl/60 ay

Buna göre sevk öncesi 3 aylık dönem için hesaplanan risk sigorta primi üretim bedelinin 0.7243%'ü olarak hesaplanır. Tedarikçi kredi sigorta bedeli ise 62 aylık bir işlem vadesi için kredi tutarının 5.8443%'ü olarak hesaplanır. Benzer şekilde Fransız ECA'sı Coface tarafından uygulanan prim ücretleri Ek 1. tabloda verilmiştir.

### **3.3.2. Alıcı Kredi Finansmanı (Buyer's Credit)**

#### **3.3.2.1 Tanım**

Üretici firmaların yeni tesis kurmak veya mevcut tesislerini genişletmek/yenilemek amacıyla OECD ülkelerinden ithal edecekleri makine ve sanayi mallarının;

► Daha ucuz fiyat

► Daha uzun vade

► Daha uygun ödeme koşulları

İle finansmanını sağlamak amacıyla yurtdışındaki ihracat kredi kurumlarının ihracatçılara garanti yoluyla sağladıkları finansman kolaylıklarından bankamız müşterilerinin (ithalatçı) firmaların yararlanmasını sağlayan kredi türüdür. İthalat yapan banka müşterileri bankanın sağlayacağı garantörlük desteğiyle, ihracatçıları desteklemek isteyen ülkelerin bu tür imkânlarından yararlanarak mal alımlarını kredilendirmiş olurlar. Bu tür kredilerde ortalama vade 5 yıl olup, işlemin miktarı ve özelliklerine göre 2-8 yıl arasında da olabilmektedir.

### 3.3.2.2. ECA Finansman Yapısı (Alıcı Kredisi)

“Alıcı Kredisi” finansmanında, ihracatçının bankası (örn. Citibank) doğrudan mal ve hizmet alıcısına (ithalatçısına) kredi verir. Kredi ayrıca bir ECA tarafından tamamen (comprehensive coverage) veya kısmen sadece ülke riski anlamında garanti edilebilir veya sigortalanabilir. Nakit ödeme (%15) varsa, ihracatçı veya bir banka tarafından ayrıca finanse edilebilir veya ithalatçı tarafından nakit olarak ödenebilir. İthalatçının %15’lik peşin ödemeyi de Citibank veya muadili bir bankadan ticari kredi kapsamında direkt olarak finanse etmesi durumunda normal piyasa faizi üzerinden fonlama yapar. Bu durumda 85%’lik ikinci kredi dilimi (tranche) ise ECA garantisi kapsamında olduğu için daha düşük bir kredi maliyeti ile fonlanır. Her iki kredinin birbirine oranına “sweet-sour ratio” (tatlı-ekşi oranı) denir. Bu uluslararası bankacılık yapan arkadaşların kullandığı günlük terimlerdendir.

İşlem dinamiği ise şu şekilde gelişir.

1. Tedarikçi (ihracatçı) ve alıcı (ithalatçı) ticari şartlar üzerinde anlaşılır. Banka ve alıcı, finansman koşullarında anlaşılır.

2. Alıcı, Citibank İstanbul ve Alıcının Bankası alıcının garantörü sıfatıyla üçlü bir kredi anlaşması yaparlar.

3. Kredi anlaşmasının akabinde Citibank ilgili ECA'dan ülke risk sigortası alır. İthalatçının bankasından ayrıca teminat alınmışsa bunu da ithalatçı üzerinden kendi faydasına olmak üzere tedarik eder. Tüm sigorta poliçeleri bankanın kendi üzerine temlik ettirilir.

Alıcı bankadan krediyi aldığı anda tedarikçiye Citibank İstanbul üzerinden ödeme yapar. Kredi tutarı, satış sözleşmesinde yer alan mal bedelinin %85'ini kapsar. Geri kalan %15'lik kısım, peşin ödeme veya vesaik ibrazında akreditif şeklinde ödenebilir.

4. İhracatçı malın sevkiyatını gerçekleştirir.

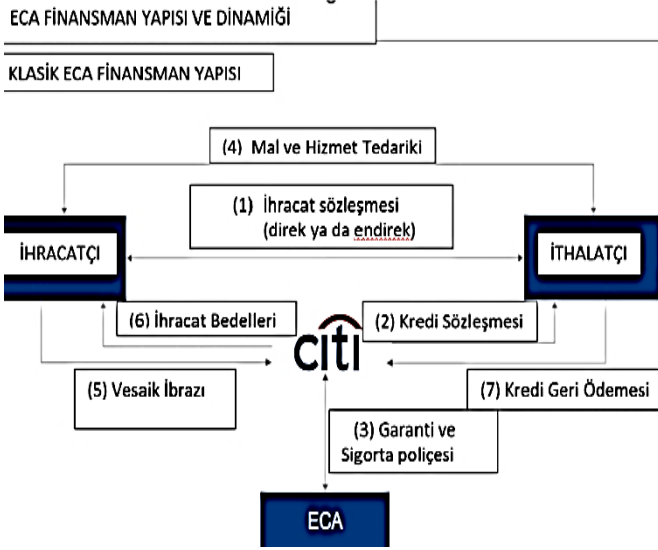
5. İhracatçı Citibank'a ihracatla ilgili vesaiki teslim eder.

6. İhracatçıya vesaik bedelleri ödenir.

7. İthalatçı tarafından kredi geri ödemeleri Citibank İstanbul'a yapılır ve kredi kapatılır. ECA işleminde Citibank İstanbul'un garantör sıfatı ile yer alması durumunda, yapılan kredi anlaşması içeriğinde belirtilen vadelerde, anapara ve faiz tutarları ithalatçıdan tahsil edilerek Citibank İstanbul tarafından muhabir bankaya (Citibank N.Y.) ödenir. Kural olarak anapara geri ödemeleri 6'şar aylık eşit taksitler halinde ve kredinin vadesine göre 4, 6, 8 veya 10 taksitle gerçekleştirilir. Yerel bankanın krediye garantörlüğü uluslararası bir taahhüt içerdiğinden, ithalatçı ödemeyi geciktirse dahi kredi anapara ve faiz ödemelerinin yerel banka tarafından zamanında gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle de bu krediyi

kullanacak ithalatçıların seçiminde çok dikkatli davranmak gerekmektedir. Bu süreç Şekil 3.2’de gösterilmiştir

**Şekil 9:** Alıcı Kredi Yapılandırma ve İşlem Dinamiği



**Kaynak:** Citibank





## BÖLÜM 4

# YAPILANDIRILMIŞ EMTİA FİNANSMANI (YEF) (STRUCTURED COMMODITY FINANCE)

### 4.1. Giriş

**3**. Bölümde belirtmiş olduğumuz, geleneksel uluslararası ticaretin finansman kolaylıklarında, şirketlerin kredi notları ve finansal tabloları kredilendirme süresince kredi karar alma süreçlerinin temel dokümanları olarak incelenmektedir. Bu sebepten ötürü şirketlerin finansal raporları, mali tabloları, rating dereceleri ile menkul ve gayrimenkul halindeki teminat olarak gösterilebilecek tüm varlıkları kredilendirme işlemlerinde büyük önem arz etmektedir. Şirketler ürün/emtia alım veya satımı yapacakları zaman, mevcut öz kaynaklarından daha fazla miktarda fona ve dolayısıyla finansmana ihtiyaç duyarlar, ancak finansal verilerinin finansman sağlayıcı kuruluşları memnun edecek düzeyde olmaması ve ekstra olarak karışık finansmana erişim süreçleri içinde dış ticaret işlemlerinin fonlanması kâbus halini alabilmektedir.

Günümüz dünyasının ticaret kaynaklı finansal ihtiyaçları, Yapılandırılmış Ticaret ve Emtia Finansmanı yöntemlerinin ortaya çıkmasına sebebiyet vermiştir. Yapılandırılmış Emtia Finansmanı, ticaret faaliyetlerinin değer yaratma süreçlerine

ayrıldığı (value chain) aşamalarda her atılan adım adına risk faktörlerinin değer yaratma aşamalarında belirlenerek, ölçülerek, sonuçta tanımlanabilenmiş olan bu riskleri azaltma (mitigation) veya bertaraf etme (hedge) yöntemlerinin uygulandığı karmaşık işlemler silsilesi şeklinde değerlendirilmektedir. Diğer taraftan geleneksel Emtia Finansman şekilleri ise şirketlerin sahip oldukları ticarete konu olacak ürünün yani varlığın direkt olarak kendisinin teminat tabanı oluşturacak şekilde, risklerin bu teminat görevi gören varlık tabanına göre belirlendiği ve bir varlık yönetim (asset management) düşünce sistemi içinde yapılandırıldığı bir finansmanın yöntemidir.

Yapılandırılmış Ticaret Finansmanı, kredilendirmeye konu olan ürünün üretim aşamalarından başlayarak, tedarik zinciri boyunca üretim girdi tedarikini, üretimi, nakliyyeyi, ürünlerin varacağı yerde depolanmasını, yurt dışına sevkini ve satış sürecine kadar olan tüm bu değer yaratma aşamalarını kapsar. Her bir aşamanın ise ülke risklerinden başlayarak, üretim ve performans riski üzerinden lojistik, piyasa ve kredi risklerine kesintisiz ve istikrarlı bir şekilde risk dönüşümüne uğradığı bu süreç tartışmasız bir risk ve işlem yapılandırmasını şart koşmaktadır. Bununla birlikte işlemin alıcı tarafında yerine getirmesi gereken ve karşı parti riski içinde ele aldığımız geri ödeme ve ifa risklerinin minimize edilmesi de aynı derecede önemlidir. Yapılandırılmış Ticaret Finansmanı tüm bu süreçlerin ve risklerin ortasında gelişen ve bu risklerden arındırılmış bir getiri sağlamasını becerebilen (raroc) ender enstrümanlardan olabilmeyi 90'lı yıllardan başlayarak günümüze kadar gelebilmiş ender finansman yöntemlerindedir. Burada esas amaç işlemdeki riskin elimine edilerek işlem getirisinin arttırılmasıdır. Yapılandırılmış Ticaret Finansmanı ve Yapılandırılmış Emtia Finansmanı arasındaki çizgide, Covid

19'a benzer zor dönemlerde her bir Emtia'nın ayrı dinamikleri olan daha sofistike bir piyasa yapısına sahip olduğu gerçeği yatmaktadır.

Yapılandırılmış Emtia Finansmanının birçok farklı tekniği vardır. Bu teknikler, ticari işlemin tarafları olan şirketlere, ticarete konu olan ürünün cinsine, sevk edileceği ülkelere, o ülkenin mevzuatlarına ve işlemin yapısına göre her aşamada farklılıklar gösterebilmektedir. İçinde bulunulan durumlar analiz edilerek hangi koşullar ile finansmanın sağlanmasına gerektiğine ürün karakteri bazında karar verilmektedir. (Özalp, 2017).

#### ***4.2. Finansman Uygulanabilinir Emtialar***

Emtialar ticarete konu olan malların tümüne verilen genel addır. Ticari mal denilen ürünler ise gündelik hayatta sıkça karşılaşılan ve alım satıma konu olan ürünlerdir. Değerli madenler, sanayi metalleri, tarım ürünleri, enerji, ürünleri, gıda maddeleri, kimyasallar, hammaddeler gibi birçok ürünü kapsamaktadır. Altın, gümüş, alüminyum, bakır, petrol, buğday, arpa, kakao, mısır, pamuk gibi ticari mallar ise, dünya ticaretinde yüksek işlem hacimlerine sahip olup, uluslararası ticarete konu olan ticari malların başlarında gelmektedir. (Özhan, 2015).

Emtialar, toplu olarak satılan ve teslim edilen tipik olarak seri üretilen mallar olarak tanımlanabilir (istisnalar değerli veya nadir metaller olabilir). Hammaddeleri, tarım ürünlerini içerirler ve genellikle 3 ana kategoride sınıflandırılırlar:

1. Tarım (“Agri”) ürünleri, çiftliklerde veya plantasyonlarda üretilen veya yetiştirilen ürünler ve hayvanlardır. Tahıllar, çiftlik hayvanları ve süt ürünleri gibi çoğu tarımsal ürün, dünya çapındaki insanlar ve hayvanlar için bir besin kaynağı sağlar. Gıda dışı tarımsal emtialar arasında pamuk, tütün bulunur.

2. Metaller ve mineraller (hard commodity) (i) madenlerden çıkarılan cevherler, alümina gibi mineral kaynakları, (ii) çelik, bakır, alüminyum, çinko, nikel gibi endüstriyel ve temel metalleri (iii) altın, gümüş gibi değerli metalleri kapsar.

3. Enerji emtiaları ham petrol, kalorifer yakıtı, doğal gaz ve benzini içerir (soft commodity).

Emtiaların tümü tipik olarak aşağıdaki özelliklere sahiptir:

- Her ekonomide ihtiyaç duyulan doğal kaynaklar/ hammaddelerdir.

- Ürünler oldukça homojendir
- Sarf malzemeleri genellikle coğrafi konumlarla sınırlıdır
- Fiyat oynaklığı ve volatilité çok önemli olabilir
- Ölçek ekonomileri için toplu miktarlarda üretilir, sevk edilir/teslim edilirler.

Tarım ürünleri olarak emtialar kapsadıkları iş alanı dışında ciddi sosyal etki yaratabilecek konumda olmuşlardır (Decklerk, 2015:399)

### 4.3. Emtia Borsaları

Emtia borsaları, emtiaların el değıştirdiği pazarlardır. Emtia borsalarının varlığı, emtia ticaretine duyulan ilginin artması ve gerçekleştirilen işlem hacimlerinin yükselmesi açısından, önemli bir yere sahiptir. Bu borsalarda, belirli emtialar standardize edilmiş, belirli kalitelerde sınıflandırılmış ve işlem gören kontratlar haline getirilmiştir. Bu standardizasyon ve sınıflandırma sonucunda, alım satım işlemlerinde iki tarafın da çıkarları korunmuş ve işlemler hızlandırılmıştır.

Emtia borsaları yüzyıllar boyunca dünyanın çeşitli yerlerinde var olmuştur. Emtialar, basitleştirmek gerekirse finansal araç olarak pay senetleri ya da hisselerle birçok yönden

benzemektedir. Hem spot piyasada işlem gören hem de türev araçları bulunan emtialar, kalitelerine göre belirli fiyatlardan işlem görmektedir. Emtia borsalarının var olması, emtiaları daha likit hale getirmiştir. Belirli kalitelere standardize edilmiş emtia kontratlarının bulunması, emtia üreticilerine elindeki emtiaları daha çabuk şekilde nakde dönüştürebilme olanağı sağlamıştır. Genel olarak üreticiler tarafından, üretecekleri emtiaların fiyat riskini bertaraf etmek amacıyla kullanılan emtia kontratları, üreticilikle alakası olmayan yatırımcılar tarafından da gerek spekülasyon amaçlarıyla gerekse finansal portföy riskini düşürmek amacıyla kullanılmaktadır. Emtia piyasalarının başlangıcı, M.Ö. 5. yüzyılın ortalarına, Sümerlere kadar dayanmaktadır. Tarım ile uğraşan çiftçilerin, ürettikleri ürünlerin risklerini ortadan kaldırma istekleri ile emtia türev kontratlarının kullanılmaya başladığı bilinmektedir. 1840'lı yıllarda ise Chicago'da, ilk organize emtia borsası kurulmuştur. Organize emtia borsaları haricinde, tezgahüstü piyasalarda da (over the counter), emtia ticaretinin yapıldığı bilinmektedir. Yatırımcı veya üreticilerin emtia ticareti yapma ihtiyaçları, çok farklı miktar ve fiyatlarda mümkün olabilmektedir. Organize borsalardaki kontratların standardize olmuş olması, her yatırımcıya ve üreticiye hitap etmemektedir. Bu gerçekler göz önüne alındığında, organize borsalar haricinde de Emtia ticaretinin yapılması öngörülebilirdir. Organize borsaların dışında üretici ve yatırımcılar, standart bir kontrat olmadan, tamamen kendi istek ve ihtiyaçlarına göre, aralarında belirledikleri fiyat, zaman ve miktarlar ile emtia ticareti gerçekleştirmektedir.

#### ***4.3.1. Sert ve Yumuşak Emtialar***

Amerikan ve ardından Japon bankalarının seksenli yıllarda Latin Amerika ülkelerinin çoğunda almış oldukları risklerin çoğunluğu emtia üzerine kurulu idi. Bu anlamda

“hard commodity” – “sert emtia” adı verilen altın, çelik, alüminyum ve ferro (demirden) olan madenler yapılandırılmış finansman işlemlerine temel oluşturmuşlardır. Özellikle sert emtia adı verilen doğal kaynakların içerik özellikleri hasebi ile kredilendirme işlemlerinde teminat değeri yüksek ürünler olarak kullanılma imkânları olmuştur. Bu kategorinin en önemli ürünü ise altın olmuştur. Altına dayalı olarak verilen krediler, altına dayalı geri alım vadi ile satış işlemleri (repo) ve avans ödemeli “forward” altın satış (prepaid forward sale contract) finansmanına dayalı finansman teknikleri, altının en değerli emtia olması özelliğine dayanmaktadır. Bu işlemlerin diğer bir boyutunda ise “stream financing” adı verilen akım finansman işlemleri bulunmaktadır. İlk olarak 2004 yılında gerçekleştirilen Akım finansmanı işleminde, metal formunda üretilen maden cevherine finansör firma tarafından ön ödeme yapılarak ileride yapılacak olan üretimin belli bir yüzdesinin belli bir fiyattan belli bir periyod için (spot fiyat – 20% gibi ) ön alım hakkı alınır.

Bir işlem örneği vermemiz gerekirse Deutsche Bank Century Mining Corp. İşlemi verilebilir (Moors&Rutten, 2014:230-233). Century Mining Corporation (CMC), ana faaliyetleri ile Kanadalı küçük bir maden şirkettir. Şirket 2010 yılında Peru’da, bir yılı aşkın bir süredir bakım ve onarımda olan bir Kanada madenini yeniden işletmeye almayı planlar. Bunun için 21 milyon doları öz kaynak olarak stratejik bir yatırımcı olan “White Tiger” adlı başka bir maden şirketine hisse senedi satışı yapılmak üzere ve geri kalan fon tutarının Deutsche Bank’tan gelen avans kredisi ile yaklaşık toplamda 54 milyon dolarlık bir kaynakla yapılması planlanmıştır. Deutsche Bank’ın yaptığı avans ödemesi karşılığında şirket beş sene içinde 61,183 ons altını Deutsche’ye teslim edecektir. Şirket bu yükümlülüğün sadece 17 bin ton onsunu teslim ederek Mayıs 2012 de iflas eder.

Deutsche Bank 67 milyon dolar alacakla Peru’da iki adet altın madeninin sahibi durumuna gelir. Her ne kadar yapılan işlemde altın risk azaltıcı bir faktör olarak gerekli teminatı sağlasa da, işlemlerin içerdiği kredi riskleri ve performans riskleri her bir fasilitede “ring-fence” yani risk kelepçelemesi gereken en önemli konu olarak karşımıza çıkmaktadır.

#### **4.3.2. Emtia Piyasaları ve Ticaret Hacimleri**

Geçtiğimiz yirmi yıl boyunca, küresel emtia piyasaları dramatik bir yükseliş göstermiştir, hem fiyatlar hem de işlem hacimleri açısından. 2000’lerin başından itibaren önemli emtiaların fiyatları, eşi benzeri görülmemiş şekilde artmış ve sonrasında 2008 küresel finansal krizi ile birlikte keskin şekilde düşmüştür. 2009 yılının ortalarına gelindiğinde ise, çoğu emtia fiyatları tekrar yükselişe geçmiştir. Birleşmiş Milletler uluslararası mal ticaret verilerine göre 2021 yılında dünya ekonomisi toplam mal ticaretinde ithalat ve ihracat hacimleri açısından bir önceki yıla göre yaklaşık yüzde 26,9 oranında artmış bulunmaktadır. Daha özellikli olarak ifade edersek, küresel toplam mal ticaret hacminin 2020’deki 34,9 trilyon ABD dolarına kıyasla 2021’de, 44,3 trilyon ABD doları olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Bu anlamda dünya çapında Emtia ticaretinde Avrupa’nın en büyük paya sahip olduğunu (toplam ticaret hacminin yüzde 36,0’ı), ardından Doğu Asya’nın yüzde 25,0 ile onu takip ettiğini ve Kuzey Amerika’nın yüzde 12,8’lik bir paya sahip olduklarını izlemekteyiz.

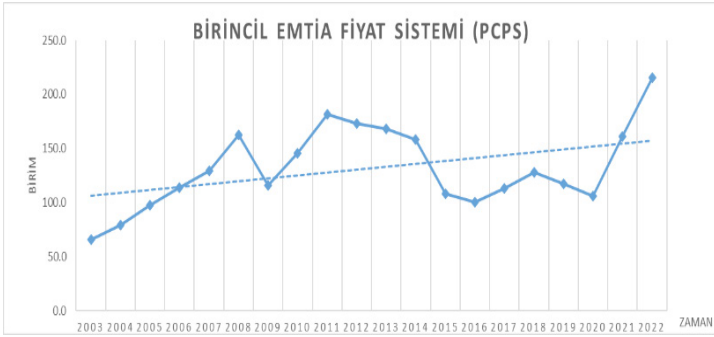
Global anlamda yaşanan krizlerle birlikte global ticaretin özellikle finans alanında da büyük değişimleri beraberinde getirdiği açıktır. Yatırımcıların genel olarak tercih ettiği yatırım araçlarının zarar etmesi, yatırımcıların daha güvenli yatırım araçlarına yönelimini hızlandırmıştır. Kriz sonrası dönemde, emtiaların menkul kıymetleştirilmesi ve emtiaya dayalı menkul



kıymetlerin borsalarda kullanımı, kriz öncesi döneme göre daha çok yoğunlaşmıştır. Hem direkt yatırım aracı olarak, hem de mevcut yatırım araçlarının risklerini düşürmek amacıyla portföylere eklenerek, emtiaya dayalı menkul kıymetler finansal piyasalarda yüksek hacimli alım satımlara konu olmuştur. Bu durum, emtiaya dayalı menkul kıymetlerde volatilitiyi, işlem hacimlerini ve emtia fiyatlarını arttırmıştır. Bu sebeple, emtiaların kendisinin de talebi ve fiyatları artmış ve yüksek fiyatları gören üreticiler sayesinde arzı da artmıştır. Bu durumların neticesinde, özellikle gelişmekte olan ülkeler ivme kazanmıştır. Ülke gelirlerinin büyük kısmını emtia ihracatından sağlayan ülkeler, emtia piyasalarında artan talep ve fiyatların neticesinde gelirlerini arttırmışlardır.

Bütün bilgiler bir araya getirildiğinde emtialar, geçtiğimiz 20 yıl içerisinde, daha önceki yıllara göre hem uluslararası ticaret içerisinde hem de finansal piyasalar içerisinde daha önemli bir konuma gelmiştir. Aşağıdaki grafikte petrol dışı tüm emtiaların Amerikan doları cinsinden fiyat endeks gelişimi verilmiştir. IMF araştırmalarına göre 2010-2015 döneminde emtia fiyatları ciddi bir gerileme kaydetmiş, 2016-2020 pandemi döneminin başlangıcına kadar lineer bir seviyede kalmış ve pandeminin başlangıcı ile aykırılık gösterecek şekilde bir artış göstermiştir. Emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar özellikle gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasaları boyutunda kriz dönemlerinin “ana itici” faktörü olduğunu göstermekte ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmaların reel sektörleri finansal istikrar temelinde açılan bir kanal ile etkilediği anlaşılmıştır (IMF, 2018: 25). Gelişmekte olan ülkelerin özellikle emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar sebebiyle finansal kırılganlıklara maruz kalabileceği açıktır. Bu anlamda kırılganlığa maruz ülkelerin emtia fiyatlarındaki düşüşler sonucu finansal istikrarsızlığa ve banka kredilerindeki hacimsel azalmalara yol açtığı bilimsel olarak ispatlanmış bir durumdur (Agarwal et al. 2017).

Şekil 10: Birincil Emtia Fiyat Sistemi



**Kaynak:** IMF Primary Commodity Prices Database.

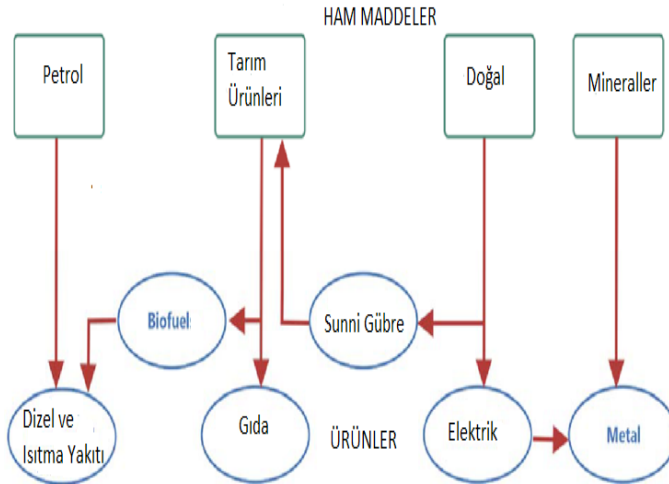
Pandemi sonrası dönem olan 2021 yılı başından itibaren yukarı doğru atağa kalkan ana emtia fiyatlarının başını doğalgaz, petrol çekmekle birlikte ana tarımsal emtia olan buğday ve Ayçiçek yağ fiyatlarının Ukrayna'daki savaşla birlikte küresel enflasyon üzerinde güçlü baskılar yarattığı görülmüştür. Bununla birlikte özellikle ülkemizde yaşanan tarım ürünleri ile enerji fiyatlarındaki paralel fiyat artışları konusunda ki neden-sonuç ilişkisi hakkında emtia fiyatlarının birbirleri ile olan korelasyonları dâhilinde bir cevap bulabiliriz.

Özellikle mısırın genellikle benzinle karıştırılan bir biyoyakıt olan etanol üretiminde önemli bir girdi olarak kullanılması ve gerçekte etanol üretiminin varolan mısır stoklarının yaklaşık %40'ını absorbe ederek Amerika Birleşik Devletleri'nde son 20 yılda önemli ölçüde artan tek kullanım alanı olmuştur.

Böylece mısır ve petrol fiyatları, 2000'lerin ortalarından beri art arda hareket ederek ve zaman içinde dalgalanmalar göstererek tüm agro piyasaları etkileyebilmektedir. Daha yüksek petrol fiyatları ise, benzin/dizel karıştırıcılarının ürünlerindeki etanol içeriğini artırmaya teşvik etmektedir.

Böyle bir değişiklik, petrol fiyatındaki artış baskısını azaltmakla birlikte, ancak aynı zamanda (diğer etanol hammaddelerinin yanı sıra) mısır talebini de artırarak agro üretim, gübre ve yem fiyatlarını yükseltebilecektir. Figür 2 da gösterildiği üzere, mısır fiyatlarındaki değişimler diğer tarım pazarlarına da sıçrayabilir. Mısır ekim alanları soya fasulyesi ile rekabet ettiğinden, mısır fiyatlarındaki değişiklikler genellikle hızlı bir şekilde soya fasulyesine yansıtılır. Ayrıca her iki ürün de hayvan yemi olarak kullanılmakta olup buradaki emtia geçişkenlikleri enflasyon üzerinde iki kat baskı yaratacak şekilde fiyat artışlarını tetiklemektedir. Özetle, küresel enerji piyasalarındaki kalıcı aksaklıklar, çeşitli kanallar aracılığıyla çok çeşitli tarım ürünlerinin fiyatlarını yükseltmek için yayılabilir (BIS, 2022:22).

**Şekil 11.** Emtia Dünyasında Anahtar Bağlantılar



**Kaynak:** BIS Quarterly Review, Eylül 2022

#### 4.4. Küresel Ticaret Finansmanının Piyasa Yapısı

McKinsey ve ICC (Dünya Ticaret Odası) raporları içinde yapılan Küresel Bankacılık Havuzlarına göre, küresel ticaret finansman piyasası 2020’de yaklaşık 5,2 trilyon dolar değerinde olup, küresel GSYH’nin kabaca yüzde 6’sına tekabül etmektedir.

Finansal arz tarafında, bu, yıllık 40 milyar dolarlık bankacılık gelirine, toplam toptan kurumsal bankacılık gelirlerinin yaklaşık yüzde 2’sini oluşturmaktadır. Genel olarak, bu araştırmanın amacı içinde ele alınan ticaret finansmanının kapsamı üç ana grup finansal ürün temelinde gelişmektedir (McKinsey, 2021:6):

##### 4.4.1. *Vesaik Mukabili Yapılan Dış Ticaret Finansman İşlemleri (Documentary Business).*

Bunlar, geleneksel bilanço içi ve bilanço dışı ticaret finansmanını içerecek şekilde akreditifler, uluslararası garantiler ve banka ödemeleri gibi araçlar işletmelerin sınır ötesi ticaretin doğasında var olan riskleri karşılamalarına ve sterilize etmelerine izin vermektedir. Vesaik mukabili yapılan işlemler dünya ticaretinin fonlamasında 85% seviyesinde kullanılmaktadır (McKinsey, 2021:7). Hala hazırda SWIFT üzerinden yapılan bu dokümanter işlemlerin yerini alternatif olarak blok zincir tabanlı yeni çözümler almaktadır.

##### 4.4.2. *Alıcı Odaklı Finansman İşlemleri (Buyer-led finance).*

Bu tarz işlemlerde ülke risklerini ve vade öncesi likidite yönetmek isteyen bir ihracatçı tarafından da desteklenebilir. “Reverse Faktöring” ters faktöring adı altında yapılan iskontolu işlemlerle alıcının üstlenmiş olduğu ticari borçlardan kaynaklanan ihracat alacakları iskonto edilmek sureti ile

tedarikçiye (ihracatçıya) ödenir. Alternatif olarak alıcının iskonto bedelini kendi kaynaklarından ödeyerek toplam senet tutarlarını ise vade sonuna kadar fonlayabileceği dinamik iskonto-modelleri son dönemlerde kullanılmaya başlanmıştır. Bu grup işlemler toplam ticaret finansman işlemlerinin yüzde onu seviyesindedir.

#### ***4.4.3. Tedarikçi (Cross-border Supplier-side Finance) odaklı işlemler.***

Bu tarz işlemlerde genelde başta bahsettiğimiz klasik modeller kullanılmaktadır. Forfaiting, Alacak İskontosu ve Faktöring gibi ürünlerin temel aldığı ve bizim bankalarımızın çok iyi bildiği bu ürünler dünya çapında ticaret finansmanının %5'ini teşkil etmektedir. Bu ürünler genelde firmaların işletme sermayesi ve likidite optimizasyonunda kullanılmaktadır.

## BÖLÜM 5

# FİNANSAL YAPILANDIRMA MODELLERİ

### 5.1. Özel Amaçlı Şirketler ve Risk Transformasyonu

**F**inansmanın yapılandırılması, teknik bankacılık anlamında varlıkların bir araya getirilerek, varlık korelasyonu boyutunda birleştirilmesi ile oluşturulan (nakit veya sentetik varlıklardan oluşturulur. Bu risk ve getiri diversifikasyonuna dayandırılmış aktiflerin çeşitli rating kategorileri dilimlendirilmeleri ile klasik seküritizasyon işlemlerinin temeli oluşturulur. Bu yapılarda amaç, teminatlı varlıkların içerdiği kredi riskinin, borçlu firmaya ait temerrüt riskinden ayrıştırılacak şekilde riskin “varlık-obligor” bağının kopartılmasının sağlanarak işleme yeni bir risk boyutu kazandırmaktır. Bu yapılar SPV (special purpose vehicle ya da SPC (special purpose company) denilen hukuken şirket statündeki soyut yapılar içinde gerçekleştirilir. Burada amaç Enron vakasındaki gibi gerçek kredi riskini özel amaçlı şirketlere transfer etmektedir.

Yapılandırılmış finansman, menkul kıymetleştirme tekniklerine dayanan finansal aracılık hizmetleri olarak tarif edilebilir. Satış sonrasında yatırımcıların bilançoda bir araya getirilmiş olan nakit ve kredi tabanlı varlıklardan (konut kredileri, kredi kart alacakları, bono ve tahviller) veya sentetik enstrümanlardan (CDS, RMBS, MBS gibi) sağlanacak nakit

akımlarına dayanan alacakları içerir. Kategori olarak daha seçkin ve kredibilitesi yüksek olan varlıklara dayanarak birçok dilimde farklı rating kategorisine haiz menkul kıymetler ihraç edilir. Bir araya getirilen teminatlı varlıklar, banka bilançosundan “gerçek satış” yoluyla başka bir aracı şirket bünyesindeki özel amaçlı şirkete devredilir (SPV, conduit).

Yapılandırılmış finansman, 1990’lı yıllardan itibaren geniş kullanım imkânı bulmuş bir finansman tekniğidir. Genel olarak, firmaların bilançolarında hareketsiz duran varlıklarına dayanarak seküritizasyonlar gerçekleştirilmesi, ihracat ve benzeri yabancı para alacaklarına dayalı finansman yapılarının kurulması ve bunların mevcut ya da ileride oluşacak nakit akımlarına ve gelirlere istinaden düşük maliyet ve uygun vade koşullarında fonlanması anlamına gelmektedir. Bu teknik, yasal düzenlemelerin ağır maliyetler içeren sınırlamalarının yükünün hafifletilmesi, yeni ve daha az maliyetli finansman kaynaklarına ulaşılması ve etkin portföy yönetilmesi amaçlarına hizmet etmektedir.

Yapılandırılmış finansmanın ana unsuru, teknik anlamda firmaların aktif ve pasifleri arasında sınıflandırmaya giderek, varlıklara dayalı en az bir menkul kıymet yaratmaktır. Bu finansman tekniğinin, firmalara ucuz, hızlı ve güvenilir finansman yolları sağlaması sebebiyle, finansal piyasalarda gelecekte daha da önemli bir yere sahip olacağı düşünülmektedir. (JCR Eurasia Rating, 2017).

## **5.2. Finansman Yapısının Temel Kararlarının Alınması**

İşletmelerin, çeşitli sebeplerden ötürü doğan ihtiyaçlarını karşılayabilmek ya da maddi kaynak sağlamak adına fon temin etmelerine fonlama (funding) adı verilmektedir. İşletmeler, üretim, stoklama, satış ve yatırım gibi çeşitli amaçlarını

gerçekleştirebilmek için finansmana ihtiyaç duyarlar. Özel sektördeki işletmeler, genellikle finansman ihtiyaçlarını bankaların onlara sunduğu çeşitli kredi ve finansman araçları veya işletmenin paydaşları yani ortakları tarafından sağlanan öz kaynaklar ile giderirler, kamu kurumları ise, finansman ihtiyaçlarını çeşitli şekillerdeki dış borçlanmalar ve menkul kıymet ihraçları gibi yollarla giderirler.

Finansman ihtiyaçları, kısa süreli finansman ihtiyacı ve uzun süreli finansman ihtiyacı olarak ikiye ayrılmaktadır. Çünkü finansmanın vadesi değiştiği zaman finansman ile ilgili olan faiz, koşullar ve teminatlar gibi ayrıntılar da hem finansman ihtiyacı olan kuruluş hem de finansmanı sağlayacak olan kreditor açısından değişmektedir. Nakit ve nakit benzeri (nakde çevrilebilir) varlıklar, finansmana fon olarak konu olmaktadır.

Finansman yönetimi, finansman konusu açısından büyük önem teşkil etmektedir. İşletmelerin finans departmanlarının ana fonksiyonu olan finansman yönetimi, temel olarak fonların yönetimini içermektedir. Finansman ihtiyaçlarının belirlenmesi ve bu finansman ihtiyaçlarının analiz edilip ne çeşit bir finansman sağlanması gerektiğinin analizinin yapılması finansman yönetiminin ilk aşaması olarak öne çıkmaktadır. Daha sonrasında, belirlenen ihtiyaçlar ve analizi yapılan koşullar doğrultusunda finansman tedarik edilebilecek kaynakların araştırması yapılır. Hangi faizden, hangi vadede, hangi finansman yöntemi, hangi teminatlar verilerek sağlanmalıdır sorularına cevaplar bulunacak şekilde finansman bulma aşamaları işletmelerdeki CFO'lar tarafından yürütülür. Belirlenen koşullara uyacak olan finansman türü/yöntemi için kuruluşlar araştırılır, alternatifler belirlenir. Hangi banka veya finansman sağlayıcı kurumdan istenilen şartlardaki finansman sağlanabilir, daha düşük komisyonlarla ve daha az



teminat alınması gibi işletmeyi daha rahat bir konuma getirecek düşünce sistematığı içinde alternatifler değerlendirilir. Yapılan değerlendirme ve durum analizi sonucu işletmenin hedeflerine en uygun şekilde finansmanı sağlamayı vaat eden banka veya yatırımcı kuruluş belirlenir. Akabinde sözleşme süreci başlar ilgili kredi ve teminat sözleşmeleri borçlu firma adına imzalanır. Bu bahsedilen aşamalar, borç ile finansman yöntemi için geçerli olan aşamalardır.

Finansman, en temel şekilde öz kaynaklar ile finansman ve borç ile finansman olarak ikiye ayrılmaktadır. Bir işletmenin maddi olan veya olmayan tüm mal varlıklarına öz kaynak adı verilir. Para, marka, bina gibi işletme öğeleri de öz kaynak olarak değerlendirilmektedir. Özkaynaklar ile finansman basitçe söylenmek gerekirse, paydaşların yani ortakların şirkete koyduğu fonlar ile ya da mevcut dağıtılmayan karlar ile işletmeye finansman sağlanması olarak adlandırılabilir. İşletmelerin daha önce bahsedildiği gibi satış, stoklama veya yatırım gibi çeşitli sebeplerden ötürü finansman ihtiyacı olmaktadır. Bu finansmanı sağlamak için dış borçlanma yerine işletmenin öz kaynakları kullanılabilir. Dış borçlanma yerine öz kaynakların finansmanda kullanılması için çeşitli sebepler olabilmektedir. Faizlerin değişmesi ile ilgili beklentiler, faizlerin borçlanmak için fazla yüksek olması, istenilen koşullarda dış borçlanma yöntemi ile finansman bulunamaması gibi sebepler işletmeleri dış borçlanma ile finansman yerine öz kaynaklar ile finansman sağlama yoluna itebilir. Öz kaynaklar ile finansmanın süresi sınırsızdır, dış borçlanma ile finansmanın süresi ise kredi vadesi ile sınırlıdır. Dış finansmanı ayıran en büyük özellik ise, dış borçlanmanın sonucunda elde edilen finansmanın geriye faiziyle birlikte her nam ve altında, “covenant” dediğimiz yapısal kredi şartlarına bağlı olarak zamanında ve gerektiği ölçüde ödenecek olmasıdır.

Bir şirkete öz kaynaklar ile mi yoksa dış borçlanma (kredi) ile finansman sağlanmalı mı? konusunun cevabı genellikle fonlama maliyeti ve öz kaynak karlılığı karşılaştırması yapılarak karara varılır. Mevcut öz kaynakların ne kadar karlılık getirdiği ile piyasadaki mevcut borçlanma faizi karşılaştırılır. Arada oluşan “spread” dahilinde şirketin ne kadar hissedar değeri oluşturabileceği göz önüne alınarak şirketin piyasa değerinin maximize edileceği bir döngü içinde seçim yapılır. Öz kaynaklar ile finansman, dağıtılmayan karların kullanılması ile de iç finansman anlamında yapılabilir. Bir işletmenin önceki muhasebe dönemlerinde kar ettiği ve geçmiş dönem karlarının dağıtılmayarak bünyede tutulması sayesinde firma içi kaynak oluşturma yönünde önemli adımlar atabilmektedir. Finansman ihtiyacı duyulduğunda işletmenin ortaklarının para koymasına gerek kalmadan hazır dağıtılmamış olarak duran karlar ileride finansman ihtiyacının karşılanması için “kara gün dostu” fon olarak kullanılabilir.

Finansman süreci içerisinde bir firmanın optimal bir sermaye yapısını tutması ve koruması hem üniversite dünyasının hem de pratik hayat içindeki tüm zamanlarda herkesin gündeminde olmuş bir konudur.

### **5.3. Yapılandırılmış Emtia Finansman Alternatifleri**

Yukarda belirttiğimiz şirket fonlama karar alma süreçleri içinde iş modelleri dış ticaret işlemlerini kapsayan firmalar için Finansman alternatiflerinin genişlemesi Yapılandırılmış Finansman modelleri dahilinde klasik dış ticaret finansman ürünleri kategorisinin de üzerine çıkabilmektedir ve Yapılandırılmış Emtia Finansman yapıları olarak sınıflandırılabilirler. Bu anlamda Prefinansman işlemlerinin anlaşılması temel yapılandırma tekniklerinin sorunsuz oluşturulabilmesi açısından oldukça önem arz etmektedir.

## 5.4. Klasik Prefinansman Yapıları

Bu bölümde yapılandırılmış emtia finansmanının öne çıkan yapılandırılmış modellere değinilecektir.

### 5.4.1. Prefinansman Tekniği

Prefinansman, finansmana konu malların satışı veya teslimi gerçekleşmeden önceki süreçlere konu olan ihtiyacın giderilmesine yönelik sağlanan bir finansman türüdür. Finansman ihtiyacı olan taraflar, ticareti gerçekleştirme sürecine kadar gerçekleştireceği süreçlerde doğabilecek finansman ihtiyacını gidermek amacıyla bu yola başvururlar. Bir emtia ticareti örneğinde, emtianın satışa hazır hale gelmesinden önce ekilmesi, üretim sürecindeki bakım giderleri, üretildikten sonra emtiaların depolarda saklanması vb. lojistik süreçleri için prefinansman ihtiyacı doğabilir.

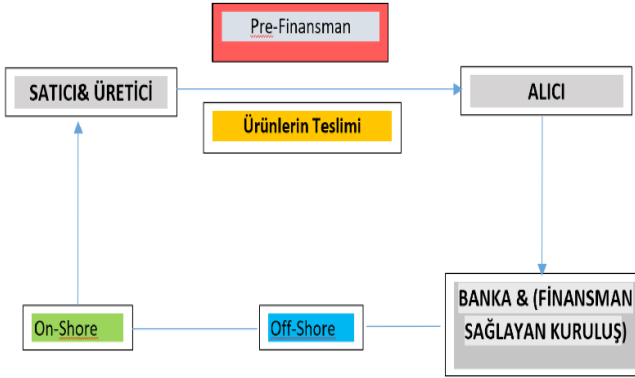
Prefinansman, kendi içerisinde üretim öncesi finansman (pre-production), üretim sonrası (post-production) ve ihracat öncesi finansman (pre-export finance) olarak üç safhaya ayrılır. Bu üç finansman türü risk analizi açısından benzerlik gösterebilse de her aşama farklı risk yapısına sahiptir. Bu noktada alıcı tarafından ön ödeme ya da avans ödemesi yapılması üretici ihracatçıya yüksek bir avantaja sağlamaktadır. Alıcının moratoryumu durumunda ise, ödeme öncesi finansman, bilançoda normal bir avans kredisi gibi gösterilebilme özelliğine sahiptir.

Prefinansmanların risk değerlendirmesinde performans riski öne çıkmaktadır, bunun dışında kredi riski, ödemenin yapılacağı kur riski ve ödemenin yapılacağı ülkenin diğer riskleri de ön plandadır. Ticaret anlaşmasına dâhil olan ülkelere ait yerel bankalar finansmana katılım gösterebilir. Bazen tek bir banka tarafından işlem gerçekleştirilebilir olsa da genelde

tarafının kendi ülkelerindeki yerel bankalarda işleme “club deal” adını verdiğimiz yapı içinde dâhil olur ve birden fazla banka finansmanda yer bulmuş olur. İşlem genelde şu şekilde çalışır.

Alıcının bankası satıcıya ön ödemeyi yapar, satıcı üretimi ve diğer süreçleri gerçekleştirip alıcıya ürünlerin teslimini yapar. Alıcı aldığı ürünleri satıp elde ettiği gelirleri finansmanı sağlayan bankalara geri ödeme olarak sağlar. Sağlanan geri ödemelerden artı kalan kısım, alıcıya geri aktarılır (cash sweep).

Şekil 12. Prefinansman Modeli

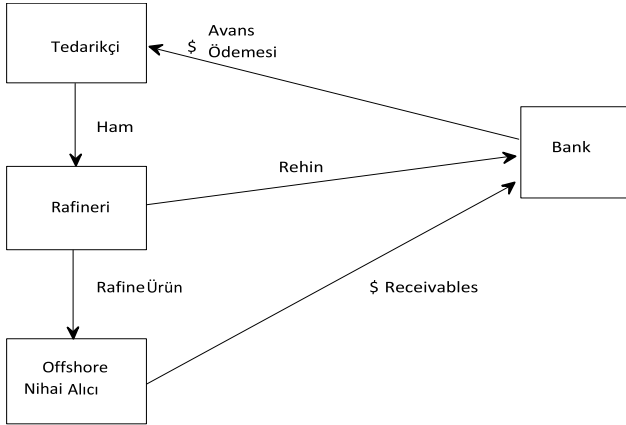


Kaynak: McNamara (2001:30)

#### 5.4.2. Tolling Finansmanı

Tolling finansmanı basitçe “ürün dönüşüm süreci” finansmanı olarak adlandırılabilir. Finansmana konu olan Emtia hammadde niteliğindedir. Bu hammadde işlenir, yarı mamule dönüşür ve tam mamule dönüşümünden sonra Emtianın satışı gerçekleştirilir. Özellikleri açısından prefinansman ile tolling finansmanı yüksek derecede benzerlik gösterir. Ekstra olarak arada işleme süreci de ürün transfer sürecine dâhil edilir ve daha karışık bir risk yönetimi gerektirir.

Şekil 13. Tolling Finansmanı



**Kaynak:** McNamara (2011:32)

Süreci özetlemek gerekirse, ticarete konu emtia hammadde olarak üretici tarafından üretilir, üretim süreçlerinden sonra hammadde fabrikalarda işlenir ve mamul haline getirilir, sonrasında da satışı yapılır. Modelin risk yönetimine bakıldığında, finansmanı sağlayan bankalar genelde emtianın hammadde üretiminin yapıldığı tesislere, üretilen hammaddenin saklandığı depolara, lojistiği sağlayan araçlara ve hammaddenin işlendiği fabrikalara rehinler koyarak işlemlerin risklerini minimize etme gayreti gösterirler. Kimi durumlarda işlenmiş mamulün satışı için belirlenmiş anlaşmalar var ise, o anlaşmaların temliki de bankalar tarafından önlem olarak alınır. Genelde bu yöntem, vergi çıkmazlarına bir çözüm olarak ön plana çıkmaktadır. Bazı işlenmiş mamuller için ek gümrük vergileri mevcut ise, satıcı hammaddeyi alıcının ülkesine ham olarak sokar, o ülkede işleyip alıcıya satar. Bu durumda ticarete konu olan işlenmiş mamul için ödenecek olan potansiyel vergiden kaçınılmış olur.

### 5.4.3. Karşı Ticaret Finansmanı (Counterparty Trade)

Küresel ticarete, 80’li yıllardan itibaren artmaya başlayan Karşı ticaret sistemi, uluslararası ticaret yazımında “Counter Trade” olarak adlandırılmaktadır. İthalat ve ihracat bağlantısı kurulması ve takas şekliyle yapılan bu tarz uluslararası ticaret işlemlerinde çoğunlukla döviz cinsinden ödemeler de işleme alınır. Karşı Ticaret işlemlerinde sadece mal ve hizmetler değil, teknoloji transferi de ticarete konu olabilmektedir.

Karşı Ticaret’in geçmişi çok daha eskilere dayanmaktadır. Bu tekniğin kullanımı, özellikle 30’lu yıllarda başlamış olup daha sonra modernize hale getirilip günümüzdeki halini almıştır. 80’li yılların öncesinde Doğu Bloğu olarak adlandırılan ülkelerce yoğunlukta kullanılan bu tarz uluslararası ticaret işlemleri, zamanla birlikte doğu ve batı ülkeleri arasında gerçekleştirilen ticari işlemlerde de kullanılmaya başlanmış, bu ticaretlerden sonra bu teknik batıda da yaygınlaşmaya başlamış bulunmaktadır.

Karşı Ticaret genelde sanayi alanında gelişmiş ülkeler ile henüz gelişmekte olan ülkeler arasında yoğunlukta olarak kullanılmaktadır. 70’li yıllardaki petrol krizi ile birlikte petrol fiyatlarında meydana gelen artışlar, uluslararası ticaret koşullarının hammadde üreticileri aleyhine gelişmesi ve dışardan alınan fonların faizlerinin artması ile sonuçlanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin çoğu, bu sebeple borç batağına battığı ve döviz konusunda baya sıkıntı çektiği için, Karşı Ticaret işlemleri bu ülkeler için mevcut durumlarından kurtulmak adına gözükken tek seçenek olmuştur. 1986 yılında yirmi iki ülkede Karşı Ticaret işlemleri yasallaşmış ve yürürlüğe koyulmuştur. Yetmiş iki ülkede Karşı ticaret hakkında yasal düzenlemeler yapılmış ve geriye kalan birçok ülkede, kendi sınırları içerisinde uluslararası ticaret işlemi yapan şirketler için yapacakları işlemlerde Karşı Ticaret uygulamalarına da yer vermelerini şart koşmuştur.

Uluslararası ekonomi literatürüne mevcut adı ve teknikleriyle henüz yeni giren Karşı ticaret işlemleri, uygulanması gereken teknik ve yöntemler hakkında henüz uluslararası bir görüş birliği olmadığı için ve bu yöntemlerin, IMF ve GATT çekincesi sebebiyle, ülke bazındaki istatistikler de de bu işlemlere yer verilmediği için, bu işlemlerin uluslararası ticaretteki payının resmi verilerinin yaklaşık olarak, IMF'ye göre %10, UNCTAD'a göre %25, ABD Ticaret Bakanlığı'na göre de %35 civarında kaldığı öne sürülmektedir.

Karşı ticaret işlemlerinin, ticareti gerçekleştiren taraflar açısından olası faydaları, döviz kazancı elde etmek, kendi kaynaklarıyla ürettiğin bir ürün ile üretmediğin bir ürünün takasını gerçekleştirerek çıkar sağlayabilmek, yeni bir pazara girebilmek ya da içinde bulunduğun mevcut pazardaki payını koruyabilmek, karşı ticaret vasıtasıyla finansman kaynağı bulabilmek olarak özetlenebilir.

Karşı ticaret işlemlerinin, ticareti gerçekleştiren taraflar açısından olası sakıncaları, alınacak ürün ve hizmetlerin karşı ticaret işlemleri ile olağandan daha fazla miktarda ürün verilerek, teoride daha yüksek fiyata alındığı için, aslında bu bir çeşit ihraç edilen mallar açısından katlı kur işlemi yapmaktır. Katlı kur sisteminin ise, kaynak dağılımındaki etkinliği bozduğu, dış ticarete rekabet gücünü arttırmada olumsuz etki yaptığı aşikârdır. Öte yandan ise, karşı ticaret işlemleri çok komplike, iyi bir bürokrasi gerektiren, görece olarak diğer uluslararası ticaret işlemlerine göre pahalı ve riskli bir uluslararası ticaret yöntemidir. Ekstra olarak, aracı şirketlere, acentelere, karşı ticaret işlemleri adına ödenen komisyonlarda ticari işlemin maliyetini yükseltmektedir. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ve eskiden beri karşı ticaret işlemlerini kullanan doğu bloğu ülkelerindeki döviz çıkmazının ve gelişmiş ülkelerde

korumacılık önlemlerinin yıllar boyunca daha devam edeceği varsayılırsa, en azından yakın gelecekte karşı ticaret işlemlerinin kullanım yoğunluğunun giderek yükselmesi beklenebilir. Çünkü döviz ve belirli malların üretiminin sıkıntısını yaşayan ülkelerin kendilerine çıkar yol bulmak amacıyla karşı ticaret işlemlerine ağırlık vermeleri beklenmektedir. IMF ve GATT, karşı ticaret yöntemlerine karşı olmasına rağmen, mevzuatlarında karşı ticaret işlemlerine karşı belirlenmiş olan net bir yaptırım olmadığı için şu anlık bir önlem alamamaktadırlar. Şu anlık, dünya ticaretindeki karşı ticaret işlemlerinin büyük çoğunluğu ABD ve Batı Avrupa ülkeleri tarafından gerçekleştirilmektedir. Birçok gelişmiş ülkede ürün ve finansman tabanında uzmanlaşmış büyük banka ve ticaret şirketleri, dünya ticaretindeki karşı ticaret işlemlerini domine ve finanse etmektedir. Ekstra olarak, birçok gelişmiş ülke bankaları kendi içlerinde sadece karşı ticaret ile uğraşım o alanda uzmanlaşan birimler kurmaktadır.

Özet olarak, küresel ticarete karşı ticaret işlemlerinin hem teorik hem de uygulama yönünden çok büyük mesafe alması icap etmektedir. Mevcut ekonomik konjonktür, döviz sıkıntıları ve gümrük sınırlamaları dikkate alındığında karşı ticaret işlemlerinin uluslararası ticarete daha fazla kullanılması çoğu ülkenin yararına olacaktır. Fakat unutmamak gerekir ki karşı ticaret vasıtasıyla ticaret, ihracatınızın rekabet gücü eksikliğini gidermek konusunda yeterli olamayacağı gibi, bu tarz yöntemlerin bütün diğer uluslararası ticaret yöntemlerinin yerini alacak bir yöntem olarak da düşünülmemesi gerekir. (Çarkıcı, 1991).

İşlem prosedürü aşağıdaki şekilde gibi yürütülür:

1. Merkez Bankası garanti/kesin bonusu ihraç eder.
2. Petrol şirketi tüm sözleşmeleri/menkul kıymetleri (karşılıklı emtia sözleşmesi ise yararlanma hakları dahil) Banka'ya temlik eder.



3. Petrol ana şirketi (oil majör) ve petrol ithalatçısının kargoları imzalı kabulünden petrol sevkiyatı belgelerine karşılığında kredi çekilişi yapılır.

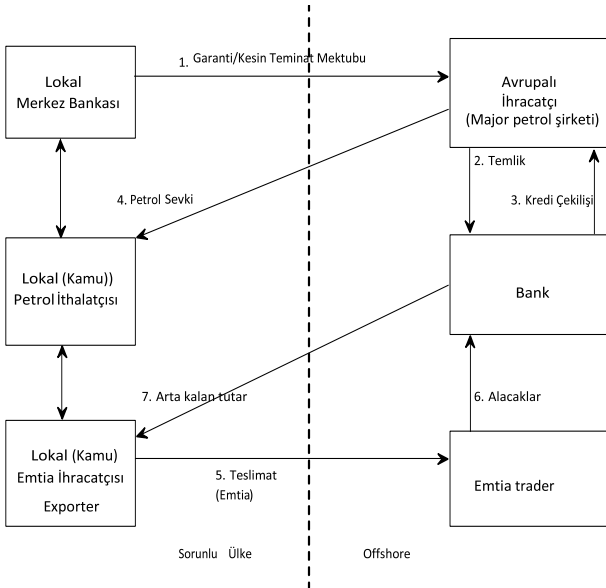
4. Petrol teslimatı gerçekleştirilir.

5. Emtia Tüccarın ya da Offtaker adı verilen nihai alıcıya teslim Emtia teslim edilir.

6. Alacaklar, Emtia tüccarından Banka'ya geri gönderilir. (offshore nakit akışı).

7. Borç servisinin artan kısmında kalan Emtia alacaklarının geri kalan artık değeri yerel ihracatçıya geri ödenir.

**Şekil 14.** Karşı Ticaret İşlem Yapısı



**Kaynak:** McNamara (2011:32)

#### 5.4.4. Klasik Takas (Classical Barter)

Klasik takas sistemi, aslında bilinen en eski karşı ticaret yöntemidir. Klasik takas işlemlerinde, işleme konu olan mal

ve hizmetler, herhangi bir nakdi ödeme ve komisyon yoktur, takasa konu olan mal veya hizmetlerin doğrudan doğruya birbirleri ile değişimi esastır. Bu yöntemde karşı ticarete konu olan mal ve hizmetler birbirlerinden farklı özelliklere sahip olabilmektedir. Farklılık durumlarında ilgili mal ve hizmetler için bir değer belirlenmiş ve o değerler ölçüsünde birbirlerine denk olacak şekilde anlaşmalara varılmış ve takas işlemleri gerçekleştirilmiştir. Günümüzdeki karşı ticaret işlemlerine bakıldığında, yöntem olarak klasik takasın tüm karşı ticaret işlemleri içerisindeki ağırlığına bakıldığında, oranın %10'lar civarına indiği görülmektedir.

#### **5.4.5. Dengeleme (Compensation)**

Karşı ticaretin geleneksel yöntemlerinden biri olan Dengeleme işlemlerinde ticarete konu olan ürünün (mal, hizmet veya teknoloji) satıcısı, vereceği ürünün karşılığının tamamını veya en azından belirli bir kısmını, belirli zaman dilimlerine ayırarak mal karşılığında tahsil eder. Bu yöntemin klasik takastan en bariz farkı ise, ticarete konu olan ürünün satıcı tarafının, bu ticaret işleminden edindiği hakları üçüncü bir tarafa bir komisyon veya başka ürün karşılığı olarak devredebilmesinin mümkün olmasıdır. İşleme konu olan üçüncü taraf, bir acente veya nihai kullanıcı olabilmektedir. Kısmi dengeleme işleminin üçüncü tarafların işleme dâhil edilmeden gerçekleştirildiği senaryoda ise, alıcı taraf işlemin geriye kalan kısmını ilgili ürünlerle veya dövizle ödeme yaparak işlemi gerçekleştirir. Dengeleme tekniği özellikle özel sektörde yer alan firmaların birbirleri arasındaki ticaret işlemlerinde kullanılmaktadır.

#### **5.4.6. Karşı-Satın Alma (Counterpurchase)**

Karşı satın alma işlemlerinin iki türü vardır. Bu türler karşı teslim ve paralel işlemler olarak ikiye ayrılmıştır. Karşı satın alım

işlemlerinde başlangıçtaki ihracat tutarı %5-%100 dolaylarında ithalat ile ilişkili konuma getirilir. İhracatçının ithalatçıdan satın aldığı ürünler genelde ihracatçının alıp sattığı ürünlerle benzerlik göstermemektedir. Karşı satın alma işlemlerinde iki anlaşma yapılır. Anlaşma aşamasında esas anlaşma ile karşı ticaret anlaşması, taraflar arasında yapılan bir protokol ile birbirlerine bağlanmaktadır. Çoğunlukla altı ay ila üç sene dolaylarında bir süreyi kapsayan bu tarz işlemlerde, ürünlere ürünlerin teslim edildiği zamandaki mevcut uluslararası cari fiyatlar ne ise, o fiyattan değerlendirme yapılır. Ekstra olarak, mal bedellerinin alacak hakları, bu tarz işlemlere aracılık yapmakta olan ticaret şirketlerine %5-25 dolaylarında bir iskonto yaptırılmak sureti ile kırdırılarak değer tahsil edilmesi sağlanabilmektedir. Bu tarz işlemlerde, klasik takas yönteminden farklı olarak her anlaşmanın finansmanı ayrı ayrı yapılır ve ödemenin mal ile yapılması mümkün değildir. Karşı salınalım işlemlerinin toplam karşı ticaret işlemleri içerisindeki payı %50 civarlarında olup, çoğunlukla kamu ticaret şirketlerinin kendi aralarında gerçekleştirdiği işlemlere konu olmaktadır.

#### ***5.4.7. Geri-Satın Alım (Buy-Back) Anlaşmaları***

Geri satın alım yöntemli işlemlerde, ürün veya teknoloji satıcısı (ihracatçısı) ticaretten doğan alacaklarını, ürettiği mallardan, hizmetlerden ve ürünlerini sattığı işletmenin ürettiği mallardan sağlar. Bu tarz işlemlerde söz konusu ticari işlem hacmi çok yüksektir, ticari işlemin süresi diğer karşı ticaret işlemlerine kıyasla daha uzun bir süreyi kapsar. Bu süre 5-20 yıl dolaylarında olabilmektedir. Ekstra olarak, çoğunlukla geri satın alınacak meblağ, ihracat tutarından fazla olarak ayarlanmaktadır, yani ticari işlemin satıcı tarafı, verdiği kadar çok daha fazla ürünü alır. Bu tarz işlemlerin ortak yatırımlarla

herhangi bir bağlantısı bulunmamaktadır. Aracı ticari işletmeler veya acenteler bu tarz işlemlerde devreye girmemektedir.

#### **5.4.8. Önceden-Satın Alım (Advance Purchase)**

Önceden satın alım işlemi, karşı satın alım işleminin tam tersidir. İhracatçı yani satıcı taraf, ürününü göndermeden önce, karşı taraftan yani ithalâtçıdan alacaklarının gönderilmesini ister. Çoğunlukla, gönderilmesi gereken tutar tamamlanana kadar gelen ürünler depolarda tutulur. Ticari işlemin tutarı kadar ürün gönderildiğinde, ihracatçı taraf kendi taahhütlerini yerine getirir.

#### **5.4.9. Ofset İşlemleri (Offset Deals)**

Karşılıklı dengeleme içinde gerçekleşen ofset işlemleri çoğunlukla askeri malzemelerin, ticari uçakların, nükleer santrallerin ve altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılan bir karşı ticaret işlemi olarak öne çıkmaktadır. İhracatçı taraf, ithalâtçı tarafa belirli bir meblağ üzerinden finansman olanağı sağlar (kredi açar). Ekstra olarak, ithalâtçı taraf ilgili ülkede yaptığı yatırımların karşılığı olarak bu yatırımlarla ilgili olan veya olmayan belli bir meblağdaki ürün ithalâtı taahhüdünde bulunur. Bu tarz işlemler çoğunlukla uluslararası şirketlerle, devletlerin birbirleriyle olan ticaretlerinde veya kamu ticaret şirketlerinin kendi aralarında yaptıkları ticari işlemlere konu olmaktadır.

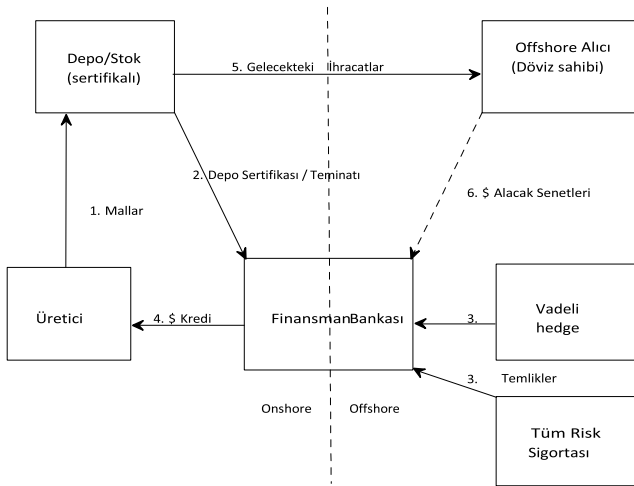
### **5.5. Stok/Envanter Finansmanı**

Stok/Envanter finansmanı, işletmelerin stoklarını teminat olarak gösterip kısa süreli finansman elde edebilmelerini mümkün kılan bir finansman modelidir. İşletmeler genelde bu finansman

modelini yeni stoklar almak veya işletme sermayelerini dengelemek amacıyla tercih ederler. Bu model, büyümekte olan işletmeler açısından ideal olarak gösterilmektedir.

Bu modelin işletmeler açısından avantajlarını sıralamak gerekirse, geleneksel borçlanma yöntemlerinden daha esnek olması, şartlarının daha hafif olması özellikleri öne çıkmaktadır. Modelin risk yönetimi, finansman sağlayan kuruluşlar açısından önem arz etmektedir. Teminat gösterilen stokların durumu, saklandığı depoların durumu, eğer finansman geri ödenemez ve finansman sağlayan kuruluş stoklara el koyarsa bu stokları ideal bir fiyattan elden çıkarabilir mi gibi sorular, finansmanın sağlıklı yürümesi açısından çok kritiktir. Özet olarak bu finansman yöntemi, tercih edilecekse risk ve teminat yönetimi çok iyi ve düzgün şekilde yürütülmelidir. Emanet olarak alınan teminatlar finansman için bir güvence olsa da beraberinde riskler de doğurmaktadır.

**Şekil 15. Stok/Envanter Finansmanı**

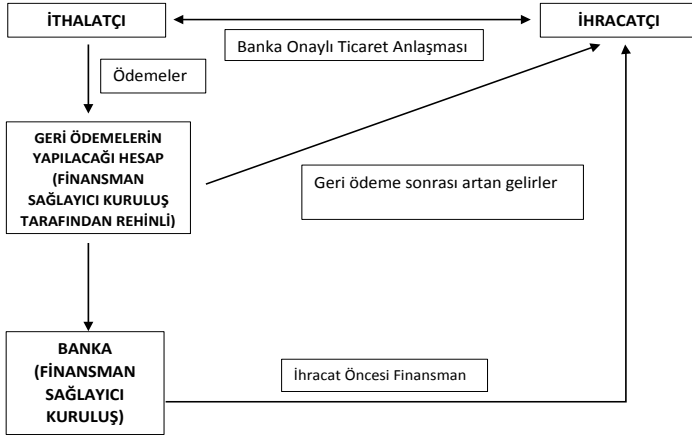


**Kaynak:** McNamara (2001:36)

### 5.6. Sevk Öncesi - Preexport Finansmanı

“Preexport Finance” sınır ötesi satış sözleşmelerine dayalı yapılandırılmış ve geliştirilmiş bir finansman modelidir. İhracat öncesi prefinansman, diğer emtia finansman modelleri ile benzer niteliklere sahiptir ve özellikle klasik prefinansman modeline çok benzemektedir. Bu hususta performans riski de yine finansmana bağlıdır. Özellikle emtiaların tedarikçilerinin finansman sağlayanlar için kabul edilebilir nitelikte firmalar olması gerekmektedir. Kredi yapılandırması sırasında oluşan bir risk azaltıcı faktör olarak emtia üreticisi için “full recourse” yani kredi ödenmemesi durumunda alacak tahsili için “tam rücu” imkânının olması ve nihai alıcı (off-takers) için de “limited recourse” olarak sınırlı oranda (işlem tutarının %5 ile %15 arasında) kredi rücu imkânının olması gerekmektedir.

Finansman sağlayıcı kuruluş tarafından ihracatçıya, ihracat işlemi gerçekleşmeden önceki süreçlerde kullanması amacıyla finansman kullanırılır. İhracat sürecine geline kadar üretimden satışa kadar geçen süreçlerde, sağlanan finansman kontrollü bir şekilde kullanırılır. Tüm süreçler tamamlanır ve finansmana konu kredi ürünleri ihracatçıya aktarılır. İthalatçı ve son kullanıcılar tarafından ödemeler bankaya yapılır. Geri ödemeler, finansman sağlayıcı kuruluşa rehinli hesaplar üzerinden geçecek şekilde ödenir. İhracat alacaklarının ya da ihracat bedel ödemelerinin borç ödeme servisi esnasında daha yüksek bir oranda tutulması ile ihraç yapılan malın fiyat riskleri de dolaylı olarak hedge edilir. Borç hizmetine natik ihracat bedelleri her zaman için ödenecek tutarların en az 20% daha üzerindedir.

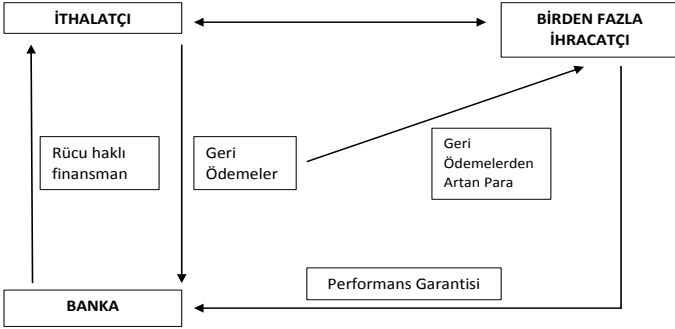
**Şekil 16. Sevk Öncesi Prefinansman (Prexport Finance)****Kaynak:** Euromoney

### 5.7. İhracat Öncesi Avans Ödemesi (Prepayment)

Küresel ihracat öncesi finans şemsiyesi ihracat öncesi finansmanın birçok olanağından biridir. Standart ihracat öncesi finans ile aynı yapıdadır yani ihracat öncesi finans şemsiyesinin de amacı ticarete katkıda bulunması için verilen kredinin, tüm tedarikçiler tarafından ulaşılabilir olmasını sağlamaktır. Şemsiye fon ile birlikte ulaşılabilir maksimum finansman ve ihracatçı sayısı artırılır. Bu da finansman sağlayıcı kuruluşa özellikle yasal işlemlerden doğan maliyetleri en aza indirme fırsatı sunarken diğer yandan daha rekabetçi bir fiyatlandırma yapma avantajı sağlayacaktır. Bu finansman türü genellikle daha küçük olan ülke risklerini dengeleyebilmek amacıyla kullanılmaktadır. Mallardaki fiyat oynaklığı riskini azaltmak amacıyla birden fazla para birimi içeren kredilerde yaygın olarak bulunabilen, kredi verenleri ve borçluları yabancı para

kur ayarlaması riskinden korumak amacı taşıyan “top-up” maddesi uygulanacaktır. Buna göre ihracattan elde edilen gelirler, finansman sağlayıcıya taahhüt edilen bir tahsilat hesabı üzerinden yapılmaktadır. Bu geri ödemeleri takiben finansman sağlayıcı, faizi tahsil edip fazla nakdi ilgili ihracatçılara havale ederek ulaştırılmaktadır.

Şekil 17. İhracat Öncesi Avans (Umbrella Facility)



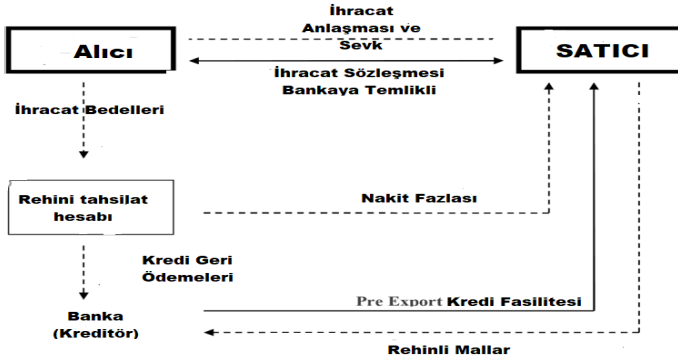
Kaynak: McNamara (2011)

### 5.8. Varlığa Dayalı İhracat (Preexport) Finansmanı

Varlık Destekli İhracat Öncesi Finansman, prefinansmanın başka bir çeşididir. Bu tür ihracat öncesi finansmanda, fiziksel malın kendisi riski azaltıcı teminat olacaktır. Dolayısıyla, ihracatçının performans riski yukarıda belirtilen yapılara göre sınırlı olacaktır. Bu anlamda sorunsuz ve güvenilir bir operasyon için kabul edilebilir bir yerde, kredi alandan bağımsız olarak çalışabilecek, güvenilir bir sertifikalı depolamaya ihtiyaç vardır. Emtia'ların değeri ve likiditesi, risk kapsamı açısından çok kritik olduğundan, teminat yönetimi ve/veya üçüncü taraf envanter denetimi, işlem güvenliğinin sağlığı için hayati bir rol oynar.



Şekil 18. Varlığa Dayalı Preexport Finansmanı



Kaynak: AA Bank

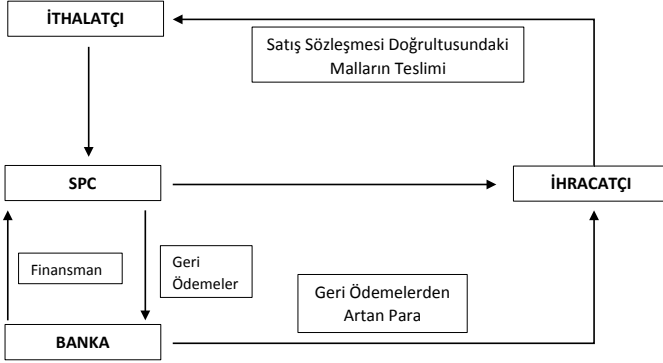
### 5.9. Özel Amaçlı Şirket (Special Purpose Company SPC) ile İhracat Öncesi Finansman Temini

Özel amaçlı şirket ile ihracat öncesi finansman sisteminde her bir borçlu sisteme kaydedilmekte ve borçluya, özel bir barked tahsis edilmektedir. İstenen durumlarda üretim tesisi ticari avans ile sağlanarak kullanıma sunulmaktadır. Ancak performans garantisi sağlanması amacıyla bir risk azaltıcı olarak bu avans ihracatçıdan tahsis edilmektedir. Hesap on-shore olarak “SPC” tarafından elde tutulacağı için ihracatçının herhangi bir off-shore hesaba ihtiyacı bulunmamaktadır. Bu durumda ihracat sözleşmesi ihracatçı tarafından belirlenmeyecektir.

Emtia fiyat oynaklığı riskini azaltmak için finansman tutarı üzerinden kesinti yapılacaktır. Finansman doğrudan ihracata peşin ödeme yapacak olan ‘SPC’ye verilecektir. İhracatçı teslimatları satış hasılatını ‘SPC’ye aktaracak olan ithalatçıya yapacaktır. ‘SPC,’ ihracat gelirlerini mülk sahibinin finansmanı sağlamasına karşılık alacağı avansı tahsis etmesinin ardından ihracatçıya havale edeceği rehinli hesaba gönderecektir. Rehlinli

hesaptan finansmanın geri ödemeleri kadar olan tutar kesilecek ve arta kalan meblağ ilgili tarafa aktarılacaktır.

Şekil 19. ‘SPC’ ile İhracat Öncesi Finansman



Kaynak: AA Bank

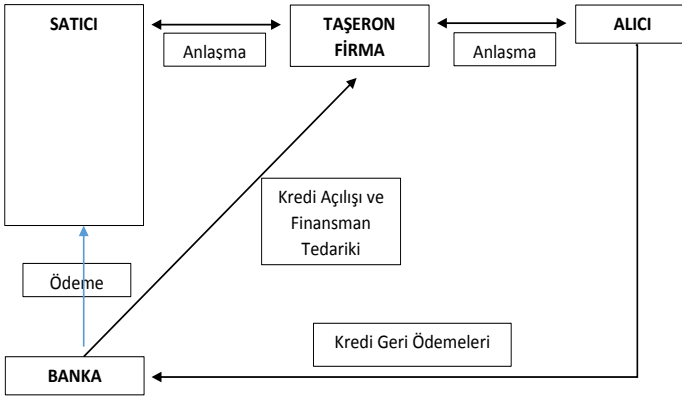
### 5.10. Transfer Bazlı Finansman (Transactional Finance)

Transfer bazlı finansman, emtia üreticilerine ve tüccarlara başvuru yapmaları halinde üretim sonrası finansman imkânı sunmaktadır. Bu finansman türünde finansman kendi kendini tasfiye edebilen ticari akımlara karşı sağlanmaktadır. Borç verme riski, dayanak oluşturan emtia ve/veya alacaklar üzerinde yasal olarak uygulanabilir bir rehin ile güvence altına alınmaktadır. Yapılan işlemlerde taraflar borçlanan bir tedarikçiler ve taşıeron firmalardır. Finansman kapsamında finanse edilen işlemlerin finansman sağlayıcı tarafından kabul edilebilir olması, kabul edilebilir işlem belgeleri ile sıkı bir şekilde izlenmesi ve kontrol edilmesi gerekmektedir.

Transfer bazlı finansmanın başlıca avantajları, dayanak mallar ve ticari alacakların tahsisi riskinin rehin yoluyla

korunabilmesi, sağlanan finansmanın kısa vadeli olarak kullanılması ve taahhüt edilmemiş olması, işlemlerin sıkı bir şekilde kontrol ediliyor olması, finanse edilen malın fiyat volatilitisini azaltmak için ödenmemiş yükümlülüklerle karşı “top-up” yükleme maddesinin uygulanabilmesi ve yükümlülüklerinin aşırı teminatlandırılmaması olarak öne çıkmaktadır. Gerekli risk yönetimleri uygulanabilir ise, transfer bazlı finansman yöntemi hem finansman sağlayıcı kuruluş açısından hem de finansman ihtiyacı duyan firma açısından iyi bir yöntemdir.

Şekil 20. Transaksiyonel Finansman



Kaynak: AA Bank

### 5.11. Borçlanıcı Bazlı Finansman (Borrower Base Finance)

Transfer bazlı finansmana benzer olarak, emtia üreticileri ve tüccarlara, üretilen emtialar ve ticari alacaklar için tam kaynaklı üretim sonrası finansman imkânı sağlanmaktadır. Finansman, müşterinin ipotekli emtia envanterine ve ticari alacaklarına karşı sağlanmaktadır. Finansman riski, dayanak oluşturan emtia

veya alacaklar üzerinde yasal olarak uygulanabilir bir rehin ile güvence altına alınmaktadır.

Bu yöntemde finansman sağlayıcı taraf kısa vadeli, taahhütsüz veya orta vadeli olarak borç sağlamaktadır. Finansman kapsamında finanse edilen işlemlerin finansman sağlayıcı tarafından kabul edilebilir olması ve kabul edilebilir işlem belgeleri veya kabul edilebilir bir üçüncü taraf aracılığıyla sıkı bir şekilde izlenmesi/kontrol edilmesi gerekir. Borçlanma bazlı finansmanlar kredi temelli finansmanlardır. Ticari alacaklar, envanter, nakit ve kontratlar üzerinden sağlanan haklar gibi varlıklar ile değerlendirilirler. Taraflar en net haliyle finansmanı sağlayan yani borç veren taraf ve borçlanan taraftır yani ihracatçıdır. Bu yöntem her ne kadar krediye benzer olsa da, sağladığı avantajlar açısından krediden daha öne çıkmaktadır.

### **5.12. Yapılandırılmış İhracat Alacaklarının Finansmanı**

Ciddi anlamda bir alacak portföyü/havuzu oluşturabilmiş olan ihracatçılar için akreditif ya da Eximbank kaynakları bulunamaması durumunda alternatif olan bir kaynak türüdür. Her bir ihracat alacağını bankaya ya da Forfaiter'a taşımak istemeyen ihracatçı, aynı zamanda tüm alacak portföyünü bir yatırım bankasına seküritizasyon amaçlı olarak devretmek isteyebilir.

Yapılandırılmış ihracat alacak finansmanı, alacak sigortası yapılar ve tahsilatta sıkıntı çıktığında ihracatçıya rücu edilmemesi sureti ile yeni bir finansman alternatifi olarak karşımıza çıkar. Yatırım bankalarına iş kaptırmak istemeyen uluslararası ticari bankalar genelde bu yöntemi benimserler. Uluslararası bankaların ticaret finansman birimleri, Avrupa'daki büyük ve kitle halinde hacimler üretebilen ihracatçılar için pre-finance sağlamak amacıyla YİAF'ı kullanırlar. YİAF bir

pre-finansman kredisidir ancak kullandırım itibari ile, SPV adı verilen “özel amaçlı kurulan bir şirkete” kredi açılır ve bu suretle ihracatçı kredi limitlerini ve borçluluk oranlarını diğer bankalar nezdinde koruyabilir. Bu konuya Zimbabwe Coton işleminde detaylı değinilecektir.

## BÖLÜM 6

# YAPILANDIRILMIŞ EMTİA FİNANSMANI VE RİSK FAKTÖRLERİ

**Y**apılandırılmış emtia finansmanının karar ve kullandırma süreçlerinde finansman sağlayıcı kuruluş tarafından göz önünde bulundurulması gereken belirli riskler öne çıkmaktadır, finansmanın sağlığı ve sürdürülebilirliği açısından bu riskler belirlenir ve çeşitli önlemler alınması sağlanır.

### 6.1. Performans Riski

Satıcı firmanın, finansmanı aldığı andan itibaren üretim, lojistik ve satışa kadar geçen sürelerde yeterli performansı gösterip başarıya ulaşip ulaşamayacağını ölçen risktir. Finansman sağlayıcı kuruluşlar için büyük önem arz etmektedir. Yapılandırılmış emtia finansmanı ve benzeri finansman modellerinde, şirketlerin varlıkları ve teminatları yerine finansman sonrasında sağlayabilecekleri performans ölçütü olarak alınır ve o risk değerlendirmesine göre finansman sağlanır.

Finansman sağlayıcı kuruluşlar, performans riskini minimize etmek adına genellikle rehin alma yöntemine başvururlar. Emtia finansmanı örneğinden yola çıkılırsa, finansmana konu olan ve üretilip satışı gerçekleştirmesi beklenen emtianın üretildiği alandan, üretim sonrası saklandığı depolara,

depolardan çıkıp alıcıya taşındığı araçlara kadar, üretimden satışa kadar olan süreçlere rehinler konur ve sigortalar yaptırılır. Böylelikle olası bir performans sıkıntısı yaşanması durumunda kuruluş, üretilen mallara el koyar ve o malların satışını kendi gerçekleştirerek riskini bertaraf etmiş olur. Eğer finansman sağlanan firmanın, emtiayı satmak üzere anlaştığı başka bir firma ve ortada bir satış sözleşmesi var ise, kuruluş o sözleşmeyi kendine temlik alır ve elde ettiği malları temlik sayesinde elde ettiği hak ile birlikte diğer firmaya satar.

## 6.2. Ülke Riski

Belirli olumsuz koşulların oluşması suretiyle ekonomik yaşantının icra edilememesi, yurt dışı kaynaklı yükümlülüklerin oluşan olumsuz koşullar sebebiyle yerine getirilememe olasılığına ülke riski denmektedir. Her ülkenin ölçülebilir bir ülke riski bulunmaktadır ve bu risklere ait, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen risk primleri mevcuttur.

Ülke riski yapılandırılmış emtia finansmanı açısından incelendiğinde, finansman sağlayıcı kuruluşlar açısından çok büyük önem arz etmektedir. Uluslararası ticarete dâhil olan taraflar yeterli performansı gösterecekleri dahi buldukları ülkelerde meydana gelebilecek koşullar sebebiyle taraflar temerrüde düşebilir ve finansman sağlayıcı kuruluş geri ödemelerini alamayabilir. Finansman sağlayıcı kuruluşların bu riski minimize edebilmek için aldığı önlem sigortadır. Bazı devlet destekli kurumlar da uluslararası ticareti canlandırmak, güvenilirliğini ve sürdürülebilirliğini sağlamak amacıyla ülke risklerini üstlenmektedir. Eğer finansman sürecine bu gibi kurumlar dâhil edilebilirse bir sorun yoktur, eğer bu kurumlar sürece dâhil edilemez ise sigorta şirketleri tarafından bu risk sigortalatılır ve risk bertaraf edilmiş olur.

### 6.3. Alıcı Riski

Finansmana taraf olan alıcının, çeşitli koşullar oluşması sureti ile yükümlülüklerini yerine getirememesi veya temerrüde düşebilme olasılığına alıcı riski denmektedir. Finansman sağlayıcı kuruluşların doğrudan yüzleştikleri bir risk türü olan alıcı riski, ilk olarak üzerinde düşünülen ve önlem alınan risklerin başında gelmektedir.

Alıcı riski, kendi içerisinde ödeme riski, kredi riski ve performans risklerini de barındırmaktadır. Finansmanın geri ödemeleri, finansmana konu olan ürünün alıcısının satışları yoluyla geri ödemeler olarak geri döneceği için finansmana direkt olarak etki eder. Alıcı riskini minimize etmek amacıyla yapılan hamlelerin başında teminatlar ve sınırlamalar gelmektedir. Eğer bu risk gerçekleşirse ve finansman sağlayıcı kuruluş geri ödemelerini temin edemez ise, aldığı teminatların satışını gerçekleştirmek suretiyle zararını temin eder. Bu teminatlar başlıca, finansmana konu olan mallar, alıcı firmanın varlıkları ve hisseleri olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca alıcı firmanın satışlardan elde ettiği gelirleri finansman kuruluşuna olan borcunu ödemediği farklı kaynaklar için kullanması, firmanın içinin boşaltılması veya başka kişi ve kurumlara devredilmesi gibi riskler de mevcuttur. Bu riskleri minimize etmek için finansman sağlayıcı kurumlar, alıcı firmaya sınırlamalar getirmektedir. Bu sınırlamalar başlıca, geri ödemelerin direkt olarak finansman kuruluşunun hesaplarına yapılması zorunluluğu, “cash sweep” nakit süpürgesi, firma hisselerinin finansman borcunun kapanmasına kadar geçen sürede satılamaması veya devredilememesi olarak öne çıkmaktadır.

### 6.4. Kur Riski

Yapılandırılmış emtia finansmanı açısından incelendiğinde kur riski, finansmanın sağlandığı yerel para birimi ile



ödemelerin sağlanacağı ülkenin kendi para birimi arasındaki paritede meydana gelebilecek, finansman sağlayıcı kuruluş açısından olumsuz hareketler olarak değerlendirilmektedir.

Finansmanın alıcı tarafının, yerleşik olduğu ülkesinde yaptığı ürün satışlarından elde ettiği gelirler, finansman sağlayıcı kuruluşun finansmanı sağladığı para birimine çevrilir ve ödemeler yapılır. Bu para birimi çevrimi sırasında para birimleri arasında dalgalanmalar sebebiyle değer kayıpları meydana gelebilir ve bu durum finansman sağlayıcı kuruluş için bir risktir ve zarar doğurma olasılığı yüksektir. Bu risk, futures, forward, options gibi türev araçların kullanımı sayesinde hedge edilir.

### 6.5. Yapısal Risk

Finans anlamında yapısal risk, finansman sağlanan firmanın faaliyetlerini, idaresini ve mali yapısını koruyamama, finansmanı sıkıntıya sokma riskidir. Finansman sağlayıcı, sağladığı nakit akışının belirlenmiş bir amacın dışına çıkmadan kullanılmasını ister. Bu önemli bir risktir, çünkü çoğu zaman böyle finansman modellerinin dışında bir finansman sağlandığında ya da yatırım yapıldığında belirli şartlara bağlanmayan finansman, alıcı tarafından gerekli olmayan yerlere kullanılabilir ve bu da finansmanın sağlığını sıkıntıya sokabilir.

Yapılandırılmış emtia finansmanı sözleşmelerine koyulan derinlemesine incelenmiş ve hazırlanmış maddeler sayesinde ticaretten sağlanan nakit akışlarının geri ödemeleri yapmak için kullanılması yerine farklı alanlarda kullanılması veya üçüncü tarafların bu nakit akışına herhangi bir müdahale etmesinin önüne geçilmiş olunur.

### 6.6. Öngörülemez Riskler

Finans veya herhangi farklı bir alanda çok farklı çeşitlerde riskler belirlenebilir. Bu çok çeşitli riskler için riskin önüne

geçilebilmesini mümkün kılacak önlemler alınabilir. Önlemi alınamayacak riskler için risklerin sigortalanması yoluna gidilebilir. Fakat öyle bazı riskler vardır ki, hiç gerçekleştirilmesine ihtimal verilmez ya da farkına varılmaz. Farkına varılsa ya da gerçekleştirilmesine ihtimal verilse bile önlem alınması mümkün olmaz. Bu tür risklere öngörülemeyen riskler adı verilmektedir. Uluslararası literatürde bu tarz risklere siyah kuğu adı da verilmektedir.

17. Yüzyılda dünyada sadece beyaz kuğu bulunduğu zannedilir iken Avustralya’da siyah bir kuğuya rastlanılmıştır. Bu olay dünyada beklenmedik bir olay olmuş ve büyük bir yankı uyandırmıştır. “Nassim Nicholas Taleb”, bu olaydan ibret alarak öngörülemeyen risklere siyah kuğu adını vermiştir. Siyah kuğu denilen bu riskler herhangi bir alanda gerçekleşebilir. Jeopolitik gelişmeler olabileceği gibi doğal afet benzeri doğa olayları da siyah kuğu neticesinde gerçekleştirilebilir.

Öngörülemeyen riskleri yapılandırılmış emtia finansmanı cinsinden incelersek, bu tarz öngörülemeyen risklerin gerçekleşmesine çok ihtimal verilmediği için finansman sözleşmelerinde koşul olarak ya da sigorta poliçelerinde madde olarak çok yazılmamaktadır. İhtimal verilmediği için ihmal edilen bu risklerin gerçekleşme olasılığı çok düşük olsa da gerçekleşme durumlarında finansman sağlayıcı açısından çok büyük zararlar doğabilir ve ilgili maddeler sigorta poliçelerinde de bulunmuyor ise zararın tazmini de sağlanamayabilir. Hangi risklerin tam olarak gerçekleşebileceğinin farkına varılamasa bile ana hatlarıyla, doğa olayları, politik riskler gibi olaylar için sigortalandırma yapılabilir ve eğer gerçekleşecek olursa o riskleri kapsayacak olması umut edilir.

### **6.7. Risklerin Yönetimi**

Yapılandırılmış emtia finansmanı yöntemlerinde, normal uluslararası ticaret finansmanı yöntemlerine göre çok daha karışık süreçler gerçekleştirilmektedir. Finansmana konu ürünlerin üretiminden satışına kadar geçen bütün süreçler, finansman sağlayıcı kuruluşlar tarafından incelenmektedir, bu süreçlerle ilgili olası riskler saptanmakta ve saptanan riskler için ne gibi önlemler alınabileceği açısından değerlendirmeler yapılmaktadır.

Yerinde yapılan incelemeler, riskler için alınması gereken önlemlerde çok uzun süreçlerde gerçekleşmektedir ve bir finansman paketinin hazırlanması yıllarca sürebilmektedir.

## BÖLÜM 7

# YAPILANDIRILMIŞ EMTİA FİNANSMANI KULLANDIRMA ŞEKİLLERİ

**Y**apılandırılmış emtia finansmanının kullanılmasında dört yaklaşım öne çıkmaktadır. Bilançoya dayalı finansman kullanılması, nakit akışına dayalı finansman kullanılması, aktiflere dayalı finansman kullanılması ve krediye dayalı finansman kullanılması, dört yaklaşımı oluşturmaktadır. Bu bölümde bu yaklaşımlar detaylandırılarak incelenecektir.

### 7.1. Bilançoya Dayalı Finansman Yaklaşımı

Ticaret finansmanlarının çoğunluğu bilançoya dayalı kredi verme yaklaşımı üzerine düzenlenmiştir. Bu yaklaşımda borçlunun borcunu belirlenen planda ödeyip ödemeyeceğine karar vermek için bilanço bileşenlerinden yararlanılarak borçlunun borç yükü hesaplanır. Bu hesaplama ile borçlu hakkında karar verilir.

Bilançoya dayalı finansman yaklaşımı büyük ölçüde şirketlere borç vermek, yatırım yapmak, onlarla ticari faaliyette bulunmak isteyen üçüncü kişilerin de ihtiyacı olan, uluslararası geçerliliği olan bir muhasebe standardına dayanır. Ayrıca muhasebe çalışanlarının raporlama konusunda firma yöneticilerinden etkilenmeyecek derecede bağımsız ve profesyonel olması da yaklaşımın doğru sonuç vermesi için gereklidir.

Bilançoya dayalı finansman yaklaşımındaki en büyük problem geçmiş bilanço verilerinin mevcut şirket durumunu

yansıtamamasıdır. Bilindiği üzere bilançolar 18 aylık periyoda kadar olabilir ve bu zaman zarfında piyasa, sektör ve firma verilerinde kayda değer olumlu ya da olumsuz değişimler olabilmektedir. Örneğin enerji sektöründe iş yapan bir firmanın geçmiş dönemde yayınlanmış bilançosu göz önüne alındığında petrol fiyatlarında yaşanan değişim bilançonun mevcut gidişatı yansıtmasına engel olabilir.

Bilançolardaki muhasebe hileleri de bilançoya dayalı finansman yaklaşımında yanıltıcı sonuçlara yol açan başka bir problemdir. Potansiyel olarak bilançolarda vergi azaltma ya da kötü gidişatı gizleme maksatlı bilgi gizleme ya da bilanço makyajlama yapılabilme ihtimali vardır. Kanuni düzenlemeler bu bakımdan çok büyük önem arz etmektedir. Bu durum sık yaşanan bir problem olmakla birlikte borç veren için çok büyük bir risk oluşturmaktadır.

## 7.2. Nakit Akışına Dayalı Finansman Yaklaşımı

Nakit akışına dayalı finansman yaklaşımında, firmanın nakit akışları kredibilite üzerinde doğrudan etkilidir. Bu yaklaşıma göre kredi verme kararı alınırken şunlara dikkat edilir:

- Ön Finansman
- Hammadde İşletim Finansmanı
- Karşı Ticaret
- Gelecek Nakit Akışlarının Seküritizasyonu

Bu yaklaşımda göz önünde bulundurulması gereken başlıca faktör ise borçlunun kendi alacaklarını tahsil ederken mevcut akışlarını koruyabilip koruyamayacağıdır. Bu konu başlı başına büyük bir sorundur. Özellikle uzun vadeli kredilerde nakit akımlarının istikrarlı olması varsayımı her koşulda gerçekleşmeyebilir. Özellikle gelişmekte olan piyasalarda kâğıt üzerindeki göstergelerin zaman içerisinde konjonktürü

göstermediği çokça kez deneyim edilmiştir. Döviz kurundaki değişimler de bu yanılmaya sebep olan faktörlerdendir.

### 7.3. Krediye Dayalı Finansman Yaklaşımı

Günümüzdeki uluslararası Ticaret Finansman yapı ve modellerinin çoğu nakit akışına dayalı finansman kullandırma yaklaşımına veya varlığa dayalı finansman kullandırma yaklaşımına dayanmaktadır. İki yaklaşımın bir kombinasyonunu oluşturan hibrit modellerde görülmektedir. Krediye dayalı finansman kullandırma yaklaşımı ise klasik bir ticaret finansmanı yaklaşımıdır. Bu yaklaşımda diğer finansman modelleri gibi belli başlı göz önünde bulundurulmuş rasyolar vardır fakat diğer yapılandırılmış emtia finansmanı yaklaşımları gibi detaylı incelemeler yapılmaz, detaylı finansman sözleşmeleri hazırlanmaz, üretim süreçlerinden satış sürecine kadar geçen sürede gerçekleşebilecek her türlü risk için detaylı analiz yapılmaz ve detaylı önlemleri alınmaz. Bu yaklaşımda finansmana bir ticari kredi gözüyle bakılır. Böyle bakılmasının sebebi ise bütün finansmana kefil olacak bir kurum veya kuruluşun taraflar arasına dâhil olmasıdır. ECA gibi IFC, MIGA gibi kurum ve kuruluşlar finansman sürecine dâhil olur ve tüm finansmana güvence sağlar. Bu sebeple, finansman sağlayıcı kuruluşlar, finansman için derinlemesine önlemlere gerek duymaz.

### 7.4. Varlığa Dayalı Finansman Yaklaşımı

Varlığa dayalı finansman kullandırma, farklı kişilere göre farklı anlamlara gelebilir. Piyasada finansman sağlamanın veya yatırım yapmanın amaçları için ticaretle ilgili yapıların uygulandığı bölümler şu şekilde sıralanabilir;

- Stok finansmanı
- Performans sonrası seküritizasyonlar
- Dayanak mallar üzerine temin edilen finansmanlar

Varlığa dayalı finansman kullandırma yaklaşımı, nakit akışına dayalı finansman kullandırma yaklaşımı ile büyük benzerlik göstermektedir. Bu yöntemi nakit akışı yaklaşımından farklılaştıran nokta ise fiziksel olarak bir teminat istenmesidir. Nakit akışına dayalı yaklaşımda finansmana konu olan Emtialara rehinler koyulur, üretimden satışa kadar geçen süreç takip edilir ve performans önemlidir. Varlığa dayalı yaklaşımda ise risk biraz daha azdır ve finansmanı alan firmanın performansının yoğun olarak değerlendirilmesine gerek kalmaz, çünkü ortada finansmana konu olan ürünlerin dışında teminat olarak alınan ve kolayca nakde çevrilebilecek likit bir varlık/teminat bulunmaktadır. Herhangi bir temerrüt durumunda, finansman sağlayıcı kuruluş, teminat olarak aldığı varlığı/teminatı satarak nakde çevirir ve zararını bir ölçüde karşılayabilir.

Bu teminatın yönetimi çok basit bir iş değildir ve bu yöntemi tercih edecek banka veya herhangi bir finansman sağlayıcı kuruluş için iyi bir operasyon gerektirir. Her ne kadar finansmana konu olan varlığın dışında kalsa da bu teminat, finansman sağlanan firmanın performansı ile doğru orantılı olarak değer kazanacak veya kaybedecek bir teminatın olması söz konusu olabilir. Alınan teminatın kendisine ait fiyat ve piyasa riskinin de oluşması kuvvetle muhtemeldir. Bu doğrultuda alınan teminatın değerinin istenilen ölçüde korunması için bir teminat yönetim mekanizması şarttır.

### **7.5. Yapılandırılmış Emtia Finansmanının Dünya Üzerindeki Örnekleri**

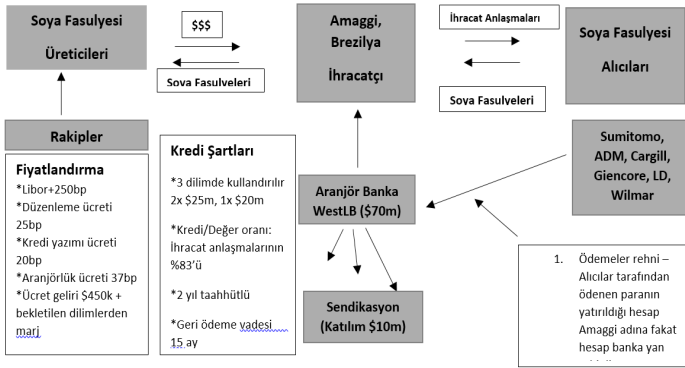
Yapılandırılmış emtia finansmanının tüm dünyada yaygınlığı olmasa da gelişmiş ülkeler tarafından kullanımının oldukça yoğun olduğu bilinmektedir. Bu aşamada yapılandırılmış

emtia finansmanının ne gibi çeşitleri olduğuna ve finansmanın nasıl sağlandığına değinilip örnekler incelenecektir. (Euromoney Training, 2007)

### 7.5.1. Brezilya Soya Fasulyesi Teminatlı Sevk Öncesi İhracat Prefinansmanı, Amaggi

Emtia ticareti, lojistik ve enerji alanlarında faaliyet gösteren Amaggi şirketi, Latin Amerika bölgesinde faaliyet gösteren en büyük şirketlerden birisidir. Soya fasulyesi, tahıl, gübre, mısır ve pamuk üzerine yoğunlaşan şirket, bu ürünlerin üretimini kendi kontrolünde bulunan yerli üreticilere yaptırıp, ürünlerin dağıtımını kendi lojistik ağı ile sağlayıp aynı zamanda ticaretini ve satışını da kendi iştirakleri ile yapmaktadır.

Şekil 21. Amaggi Finansmanı



**Kaynak:** (Euromoney Training, 2007)

Kredinin detayları ise, WestLB Bank kredisi \$70m, diğer bankaların sendikasyona katılım payı \$10m, toplam ihracat 1.45 mMT. 1.2 mMT'lik kısmı kredi %83, kalanı öz kaynak ile finansman şeklindedir.



İşlemlerin aşamalarına bakılırsa, öncelikle Amaggi şirketine soya fasulyesi üretimini yaptırabilmesi için \$70m değerinde kredi limiti açılacaktır, bu sendikasyon kredisi \$10m katılım payı ile aranjör banka tarafından çeşitli bankalar arasında paylaştırılarak risk dağıtılacaktır, belirlenen diğer risklerden korunmak amacıyla üretim ve satış aşamalarına rehinler koyulup riskler bertaraf edilecektir ve kredi kullanılacaktır. Krediyi alan Amaggi şirketi, yerel üreticilere ödemelerini yapıp soya fasulyesinin üretilmesini sağlayacaktır, mahsuller üretildikten sonra ilgili ihracat anlaşmaları dolayısıyla mahsullerin lojistiği ve dağıtımı Amaggi tarafından sağlanıp alıcılara ulaştırılacaktır, mahsulleri alan alıcılar ödemeleri aranjör bankadaki Amaggi adına açılmış hesaplara yatıracaktır ve kredinin geri ödemeleri sağlanacaktır.

### 7.5.2. Risk Değerlendirme ve Alınması Gereken Önlemler Aşamaları

Finansman sağlanırken, finansman sağlayıcı kuruluş tarafından göz önünde bulundurulması gereken risk faktörleri, belirlenen risk faktörlerine göre bir değerlendirme aşaması ve alınması gereken önlem süreçleri vardır. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır.

Şekil 22. Risk Değerlendirme Aşamaları



Kaynak: Euromoney Training

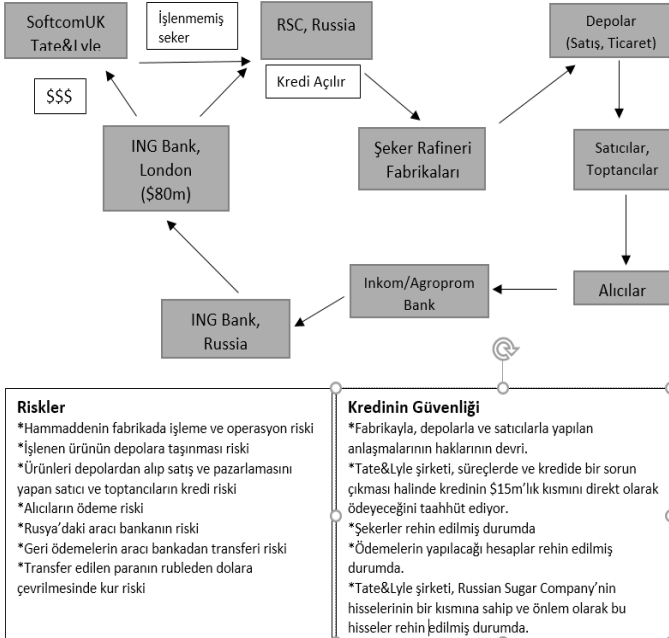
Bu anlamda Değerlendirme Faktörleri ve Risk Türleri Riskleri Azaltıcı Önlem ve Garantiler Ek. 2 de verilmiştir.

## 7.6. Rusya Şeker Hammadde İşletim Finansmanı, Tate&Lyle-Russian Sugar Company Vaka Çalışması

### 7.6.1. Giriş

Genel olarak özetlemek gerekirse yiyecek ve içecek sektöründe faaliyet gösteren Tate&Lyle şirketi, şeker üretiminde dünyada başlıca büyük firmalar arasında yer almaktadır. Kredinin verildiği Russian Sugar Company hisselerinin %40'ına sahiptir. Hisselerin %60'ı ise şirketi bünyesinde bulunduran Russian Sugar Group'a aittir.

Şekil 23. Tate&Lyle Finansmanı



Kaynak: Euromoney Training

Grup bünyesinde şekerlerin işlenmesini sağlayan 19 adet fabrika ve işlenmiş şekerlerin pazarlama, satış ve dağıtımını yapan ticari depolar bulunmaktadır. İşlemin detayları ise, Tate&Lyle- Russian Sugar Company İthalat ve Hammadde İşletim (Tolling) Kredisi \$80m, sendikasyona katılım payı \$15m şeklindedir.

Rusya pazarlarındaki şeker talebini değerlendirmek isteyen Tate&Lyle, hisselerinin %40'ına sahip olduğu Russian Sugar Company aracılığıyla Rusya'ya şeker ihraç etmek istemektedir. Fakat Rusya'da işlenmiş şeker üzerinden alınan ekstra %25'lik bir vergi olması sebebiyle işlenmemiş şeker ihraç edip şekerini Russian Sugar Company fabrikalarında işleyip sonrasında Rusya iç pazarlarında satmayı öngörmüşlerdir.

Bu işlemde Russian Sugar Company ithalatçı, Tate&Lyle ihracatçı konumundadır. Kredi borçlusu Russian Sugar Company olmaktadır, kredi onlara açılacak, para ise direkt olarak üretimin ve teslimatın sağlanması amacıyla Tate&Lyle'a aktarılacaktır. Totalde \$80m kredi, minimum \$15m paylar halinde aranjör banka tarafından sendike edilecektir. Parayı alan Tate&Lyle, üretimi ve teslimatı gerçekleştirecek, işlenmemiş şekerleri teslim alan Russian Sugar Company ise bünyesindeki fabrikalarda şekerleri işlemeye başlayacaktır.

İşlenen şekerler yine pazarlama, satış ve dağıtım için Russian Sugar Company bünyesindeki ticari depolara gönderilecektir. İşlenmiş şekerler ticari depolardan satıcı ve toptancılara dağıtılacak ve alıcılara ulaştırılacaktır. Elde edilen ödemeler aracı banka hesaplarına (Inkom/Agroprom) yatırılacaktır. Rusya yerel para birimi yani ruble cinsinden yatırılan paralar ING Bank Rusya şubesine yine ruble olarak aktarılacaktır. ING Bank Rusya, rubleleri dolara çevirerek kredinin verildiği ING Bank Londra'ya aktaracaktır. Geri

ödeme miktarının üzerinde kalan fazla para yani işlemin karı Tate&Lyle'a aktarılacaktır.

### **7.6.2. Finansmanın Kullanımı**

Verilen kredi sadece belirtilen işlemlerin finansmanına aktarılacaktır. İşlenmemiş şekerlerin taşınması ve teslimatının finansmanı, gümrük vergisi ve benzeri vergilerin ödenmesi, şekerlerin taşınması için ayarlanan araçların(gemi, tır vs.) ücretlerinin ödenmesi, Rusya'ya ulaştırılan şekerlerin fabrikalara taşınmasındaki maliyetlerin finansmanı, fabrikaların şekerleri işlemesi için yapılacak giderler ve fabrikalarda işlenen şekerlerin ticari depolara taşınması için yapılacak giderler.

### **7.6.3. Geri Ödemelerin Kaynakları**

Geri ödemeler işlenmiş şekerlerin Rusya iç pazarlarında Moscow Sugar House (MSH) aracılığıyla gerçekleştirilecek satışlarından sağlanacaktır. Tate&Lyle bu firmayla üç yıldır birlikte iş yapmaktadır ve hiçbir eksik mal ya da geç ödeme sorunuyla karşılaşmamıştır. Ödemeler temerrüde düşmeden zamanında ve eksiksiz şekilde yapılmıştır.

MSH şeker ticaretinde Rusya'da en büyük dördüncü firma konumundadır. MSH kontrolündeki ticari depolardan malları alacak olan satıcı ve toptancılar, MSH'nin sıkı kontrolü altındadır. (Coopers and Lybrand denetim raporlarına göre ticaret depoları, alıcı satıcı süreçleri ve işlemlerin akışları, yüksek teknoloji sistemler ile kontrol ve güvenlik altında bulunmaktadır). Hepsinin yapabileceği işlem miktar ve fiyatları riski dağıtmak amacıyla belirli sınırlar altına alınmıştır. (satıcı başına \$1m). Ayrıca ticari depoların kontrolündeki satıcılar, ücretlerin aracı bankanın hesaplarına yattığından emin olmadan şekerleri vermeye yetkili değildir.

Şekerleri almak isteyen alıcılar önce ücretleri aracı bankada bulunan MSH hesaplarına yatıracaktır, daha sonrasında ticari deponun satıcı ve toptancılarından malları temin edebilecektir. Ücretleri temin eden aracı bankalar (Inkom/Agroprom), ruble cinsinden temin edilen ücretleri günlük şekilde partiler halinde ING Bank Rusya şubesine aktaracaktır. Aktarılan ücretler ING Bank Rusya şubesinde partiler halinde (\$100.000) dolar cinsine çevrilip ING Bank Londra şubesine aktarılacaktır. Kredi dilimler halinde kullanılacak ve kullanılan her dilim için 120 gün geri ödeme süresi tanınacaktır. Temerrüde düşülmesi veya süreçte bir sorun çıkması durumunda Tate&Lyle \$15m tutarı direkt olarak ödeyeceğini taahhüt etmektedir.

#### ***7.6.4. Finansmanın Güvenliği için Alınan Önlemler***

Kredinin tarafları ve fabrikalar arasında yapılan anlaşmanın hakları devredilecektir. Kredinin tarafları ve ticari depolar arasında yapılan anlaşmanın hakları devredilecektir. Taşınacak işlenmemiş şekerlerin, fabrikada işlenmek için bekleyen işlenmemiş şekerler, fabrikada işlenip ticari depolara aktarılan işlenmiş şekerler ve ticari depolarda satılmak için bekleyen işlenmiş şekerler rehin edilecektir. Fabrikalar sadece bu ithalattan sağladıkları şekerleri işleyecektir. Bütün riskler Royal Insurance Plc. tarafından sigortalatılmıştır.

Ücretlerin yatırıldığı, aracı bankalarda (Inkom/Agroprom) bulunan MSH hesapları, rublelerin transfer edildiği ING Bank Rusya şubesi hesapları, rubleleri dolara çevirmek için kullanılan alt hesaplar rehin edilecektir. Tate&Lyle'in elinde tuttuğu Russian Sugar Company hisseleri rehin edilecektir. Aracı banka tarafından, kredi borçlusuna garanti niteliğinde taahhütname alınacaktır. Tate&Lyle, temerrüt durumunda bankanın el koyacağı bütün şekerleri parasını ödeyerek geri alacaktır. Henüz

işlenmemiş şekerleri piyasa fiyatından, işlenmiş şekerleri ise piyasa fiyatının %20 altında olarak geri alacaktır.

### **7.6.5. Finansmanın Fiyatlandırması**

Risk Marjı yıllık %7.5 olacaktır. Sendikasyona katılım ücreti yıllık %0.60'tır. Taahhüt komisyonu yıllık %2'dir (Kredinin henüz kullanılmamış dilimleri üzerinden). Ödeme vadesi kullanılan her kredi diliminden itibaren 120 şer gün olarak belirlenecektir. Bu kredinin sonucu olarak bankanın %75 öz sermaye karlılığı ile toplamda \$900.000 gelir elde etmesi beklenmektedir.

### **7.6.6. Finansmanın Riskleri**

Tarafların riskleri yorumlandığında, sendikasyona katılan bankalar ve işleme katılan firmaların kredi notları yüksek ve sektörlerinde başarılı oldukları gözlenmektedir. Endüstri riski yorumlandığında, Rusya yerel pazarlarında şeker arzının talebi karşılayamadığı ve karşılanmayı bekleyen bir şeker talebi olduğu gözlenmektedir. Tate&Lyle ve RSC, bu durumu avantajlarına çevirip iyi satışlar gerçekleştirebilirler.

Rusya hükümeti işlenmiş şekerin ithalatına ek %25 vergi getirmiş durumdadır. Bu yüzden Tate&Lyle işlenmemiş şekerleri RSC'ye aktaracak ve onların fabrikalarında işleyip pazarlara satışını gerçekleştirecektir. Finansal riskler yorumlandığında, Anahtar finansal riskin, işlenmiş şekerin Rusya'daki satış fiyatı ve gelirlerin ruble cinsinden elde edilecek olması göze çarpmaktadır. Fakat fiyatlar ruble cinsinden olsa da piyasada fiyatlar belirlenirken dolar cinsinden fiyatlar temel alınmaktadır ve bu durum riski sınırlandırmaktadır.

Şu anlık risk, elde edilen gelirlerin rubleden dolara çevrilmesi riskidir. Fiyatlar dolara bağlı olduğu için

rublenin değerinin dalgalanması aynı oranda ürün fiyatlarına yansımaktadır ve dolayısıyla bir zarar oluşmamaktadır. Fakat dövizlerin çevrilmesindeki marjlar, bir zarar niteliğindedir. Performans riski yorumlandığında, şekerlerin işleneceği 19 fabrikanın 8 tanesinin tamamen RSC sahipliğinde olduğu fakat kalan 11 fabrikanın çoğunluk haklarının RSC'nin elinde olmadığı göze çarpmaktadır. Fakat yılsonuna kadar bütün fabrikaların çoğunluk haklarına sahip olacaklarını bildirmektelerdir. Tüm bu şartların sağlanması koşulu ile birlikte finansman sağlanmıştır, eğer bu koşullardan herhangi biri, geçerli bir sebebi olmadan yerine getirilmez ise, finansman sağlayıcı kuruluş finansmanı geri çağırabilir.

## BÖLÜM 8

# ZİMBABWE KOTON (COTCO) PREFİNANSMAN VAKASI

### 8.1. Giriş

**B**u yapılandırılmış finansmanda rol alacak bankalar, CSFB( Cedit Suisse First Boston) ve Societe Generale bankaları olacaktır. Cotton Company – Zimbabwe (Cotco) tarafına \$100m finansman sağlayacaklardır. Kredinin amacı, ham pamuk çekirdeği satın alınması, çırçır/pamuk fabrikasında işlenmesi ve işlenmiş pamuk haline dönüştürülerek ihracatın finanse edilmesidir. Kredinin kullandırımı, uygun ve kredibilitesi yüksek alıcılarla yapılan ön-satış sözleşmesi yapılması durumunda mevcut olacaktır.

### 8.2. Finansman Sağlanan Şirketin Yapısı

Cotco, 1995 yılında Zimbabwe’de özelleştirme sonucu kurulmuş bir şirkettir. Daha önce pamuk üretimi devlete ait bir şirket tarafından yapılmakta ve bu iş ciddi kara delik yaratan bir konumda iken Zimbabwe devleti Cotco’yu özelleştirmiştir. Cotco, Zimbabwe’deki piyasanın %80’ ine sahiptir, rakipleri ise Cargill USA ve Cottpro yerel üreticiler birliğidir.

Cotco, toplam pamuk üretiminin (285,000 metrik ton) 235,000 tonunu satın almıştır ve önümüzdeki dönemde benzer bir alım yapmak istemektedir. Cotco, pamuk endüstrisinin tohum bölümü ile de ilgilenmektedir. Bu birim pamuk



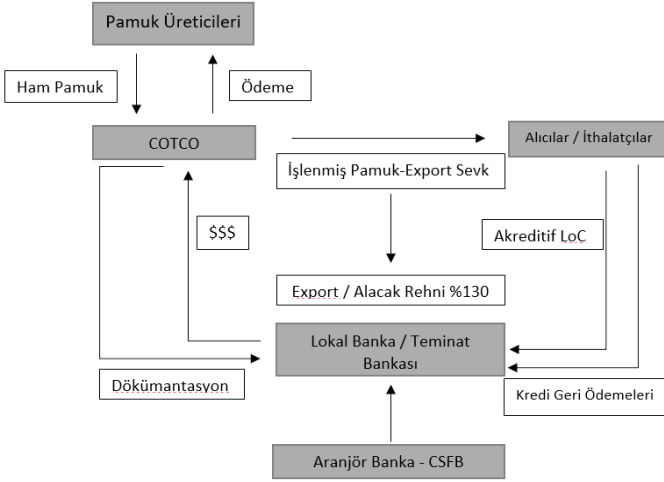
çekirdeklerinin tohum olarak yerel çiftçilere sağlanması ve pamuğun tarlada üretimi ile ilgili süreçleri yürütmektedir. Burada önemli olan yüksek verimli ürünün sağlanması ve bitki koruma yöntemlerinin kullanılarak ürünün sağlıklı ve verimli bir şekilde yetiştirilmesidir. Yaptıkları yatırımlar sonucunda tohum ıslah seviyesini %88'den %92'ye çıkarmışlardır. Cotco, tüm pamuğu Avrupa, Güney Amerika, USA ve Uzak Doğu'ya satmaktadır.

### **8.3. Finansman Riskleri**

Pamuğun %50'si mart ayı başında vadeli işlem sözleşmeleri aracılığıyla satılmaktadır. Bu işlem ile fiyat riskinin %50'si bertaraf edilmiş olacaktır fakat kalan %50 için hala fiyat riski mevcut olacaktır ve fiyatların düşmesi riski, kredinin geri ödemeleri için büyük bir tehlike arz edecektir. Sonraki satışlar aylık olarak gerçekleştirilmektedir.

Yükleme Güney Afrika ve Mozambik üzerinden yapılacaktır, üretimden satışa geçilen süreç boyunca birden fazla ülkede operasyon devam edecek ve farklı ülkelerin riskleri taşınacaktır. Talep dünya çapında tekstil piyasalarına bağlı olacaktır, bir pazar riski mevcut olacaktır. Pamuk üretimi de hava koşullarına ve ürünün korunmasına bağlı olacaktır. Cotco'nun satış anlaşmalarını imzalayacağı kurumların kredibilitesi ve anlaşma şartları da önemli bir risk unsuru olacaktır karşı taraf riski açısından.

Şekil 24. COTCO Finansmanı



**Kaynak:** Euromoney Training

#### 8.4. Finansman Aşamaları ve Fiyatlandırması

Finansman sağlayıcı kuruluşun riskler karşısında aldığı önlemler doğrultusunda alacak anlaşmaları rehin edilecektir. Akreditif, ithalatçı firma ve onun bankasından alınacaktır. Finansman Cotco 'ya sağlanacaktır. Pamuğun Cotco tarafından alıcılara sevki yapılacaktır. İşlemlerin dökümantasyonları Cotco tarafından teminat bankasına iletilecektir. Kredinin geri ödemeleri son kullanıcılar tarafından teminat bankasına ait ve rehinli olan banka hesaplarına yapılacaktır. Ödemeler, teminat bankası tarafından sendikasyon payları doğrultusunda krediyi sağlayan bankalara dağıtılacaktır. Geri ödemelerin üzerinde kalan tutar ise firmaya geri aktarılacaktır.

Finansmanın tutarı \$100m'dır. Finansmanın vadesi 180 gün olacaktır. Finansmanın faizi, Libor + %0.65 oranında

olacak, taahhüt komisyonu ise %0.30 oranında olacaktır. Finansman için belirlenen aşamalarda bir aksilik yaşanması durumunda kredi geri çağrılabilir.

### **8.5. Finansmanın Güvenliği için Alınacak Önlemler**

Tahsilat hesabında kredi tutarının %130'u kadar ihracat alacağı bulunacaktır. Depolardaki pamuk stokları üzerine rehin koyulacaktır. İhracat anlaşmalarının temlikli sağlanacaktır. Vesaiklerin borç veren banka tarafından tahsilata ve işleme alınması sağlanacaktır. "LoC" akreditif teyidi ve akreditiflerin kreditor bankaya açılması sağlanacaktır. Akreditif bedellerinin rehinli hesaplarda tutulması ve bu hesaplara ödemelerin yapılması sağlanacaktır. Marine kargo konşimentosu temlikli ve kredi sigorta poliçesi temlikli alınacaktır.

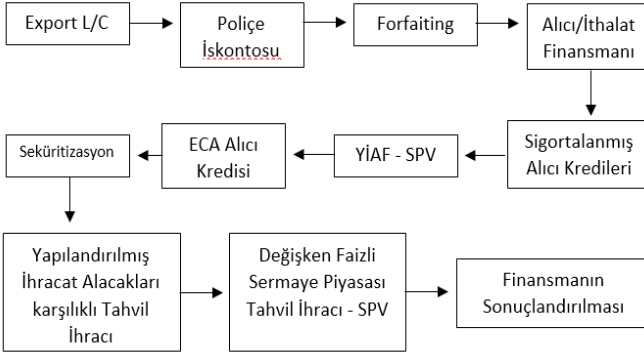
## BÖLÜM 9

# EUROTEX FİRMASI İHRACAT FİNANSMANI VAKA ÇALIŞMASI

### 9.1. Eurotex İhracat Finansman Alternatifleri

**E**urotex, özel tekstil makinaları üreten bir firmadır, Avrupa ve Amerika çapında 500 adet müşterisi bulunmaktadır. Eurotex yaptığı satışları bir bankada bulunan USD 20 mln limitli ihracat alacak finansmanı dahilinde finanse eder. 500 tane müşteriden gelen alacağın finansmanı için yapılan operasyon çok maliyetli ve risklidir. Bu sebepten ötürü bu işleme Forfaiting bir çözüm olamamaktadır. Eurotex için aşağıdaki şekil dahilinde çeşitli alternatifler bulunmaktadır.

Şekil 25. Eurotex YİAF



Kaynak: (Euromoney Training, 2007)

Yapılan ihracat Avrupalı firmalara olduğu için bunların riskleri düşüktür ve forfaiting/faktöring fiyatlarında kesilecek olan iskonto tutarı sonucunda elde edilecek meblağ oldukça düşük kalmaktadır. İhracat alacaklarını oluşturan ithalatçıların tek tek risklerinin analiz edildiği ve alacaklarında finansör bankaya devredildiği bir finansman yapısı, bu tarz bir işlemin uygulanmasında operasyonel sorun yaratmaktadır. Ayrıca 500 adet alacağın ne kadar teminat oluşturduğu şüphelidir. Tekstil makinalarının üzerine konulacak rehin ise kredi komitesi üyelerini çok cezbetmemektedir. 500 farklı ülkede olan makinalara ulaşmak imkânsızdır. ECA kredisi ise Avrupa dahilinde bu tarz makinalar için çok tercih edilmez.

Alınacak kredi, var olan şirket bilançosu içine alınmayacaktır. Tek tek alacak finansmanı yerine belli bir alacak havuzu finanse edilecektir. Belli müşteriler için ileride yapılacak olan ihracat içinde pre-finansman limiti açılması gereklidir. Var olan bankalara teslim edilecek belgeler tek bir bankaya verilmek sureti ile finanse edilecektir. Hala hazırda var olan limit 20 mln USD, sadece toplam cironun 20% sini finanse edebilmektedir. Toplam finansman ihtiyacı ise 400 mln USD civarındadır ve Avrupa'da ihracat yapılan ülkelerde olması tercih sebebidir. Eurotex bankaya tüm satış ve alacak bilgilerini verecektir. Bunun dışında alacak temliği, kredi risk sigortası banka tarafından alınabilmektedir.

## 9.2. Finansmanın İşlem Adımları

Borçlanmanın bilanço dışı olması sebebi ile bir SPV yurt dışında kurulur. SPV, ihracatçı için borçlanma yapılan şirkettir. SPV ihracatçının önceden belirlenmiş finansmana uygun olan ihracat alacaklarını Eurotex'ten satın alır. Satın alım için gerekli olan kaynak, finansmanı yapan banka tarafından sağlanır (YİAF

Bank). İhracatçı sınırlı bir şekilde belli bir orana kadar rücu kabul eder. Kreditor banka ihracatçıyı oyunda tutmak ister. Alıcı herhangi bir sebeple poliçe ya da senetleri ödemezse ya da temerrüt sebebi ile ödeyemezse banka ihracatçıya ya da sigorta şirketine rücu edebilir. Alacak kalitesi alıcının kredi notuna göre değişir, 10% kayıp bile büyük bir orandır.

Amaç alacakların temerrüt sonucu ödenmemeleri durumunda tahsilat amaçlı sigorta şirketine rücu etmektir. Sigorta masrafları Eurotex tarafından ödenir. Banka sigorta şirketini kendi seçer. Yükleme sonrası ya da öncesi, finansmana konu olan ürünün ve finansmanı kullanacak olan firmanın ticaretin hangi sürecinde finansmana ihtiyaç duyacağı duruma göre kredi kullandırılır. Kredi üç kaynaktan geri ödenir, alıcı/ithalatçı normal ödemesini yapar, ithalatçının temerrüt durumunda sigorta şirketinden ödeme sağlanır, bu iki seçeneğin çalışmaması durumunda ihracatçıya rücu edilir. Kredi tek tek alıcıların yerine ihracatçının şirketi olan SPV'ye açılır. Kredi geri dönüşünün tabanını oluşturan alıcılardan kaynaklanan alacaklar sigorta ettirilir.

### 9.3. Finansmanın Fiyatlandırması

Toplam finansman yapısı USD 60mln, ek limit olarak sevk öncesi pre-finance kredisi USD 10 mln. Teminat mektubu karşılığı, büyük alıcılar için USD 10 mln gayrikabilirucu, açık kredi, kalan tutar yukarıda belirtilen YİAF kanalı ile finanse edilmektedir. Alınacak teminatlar ise, satış sözleşmeleri, sigorta anlaşmaları, alacak devir sözleşmeleri, geri alım (repo) sözleşmeleridir. Ekstra olarak tahsilat hesaplarına rehin koyulur. Kredinin geri ödemeleri için gerekli olan meblağlar, finansman sağlayıcı kuruluş tarafından rehinli tahsilat hesabından otomatik olarak tahsil edilir, geri ödemelerin üzerinde kalan tutar, ilgili firmaya aktarılır.



## SONUÇ

**F**inansman, dünya çapında ve yerel ticari hayatın sağlıklı bir şekilde sürdürülebilmesi için çok önemli bir öğedir. Klasik takas yöntemi ile başlayan ticaret, insanoğlunun hayatında binlerce yıldır varlığını sürdürmektedir. Her birey, ülke veya işletme, ihtiyacı olan her şeyi üretecek konumda değildir. Bu sebepten ötürü ihtiyaç duyulan mal veya hizmetin elde edilebilmesi için karşılık olarak bir takım mal veya hizmetlerin ya da bir değer aracı olan paranın verilmesi gereklidir. Bu ticaret akışı karşılığında ödenmesi gereken mal/hizmet veya para her zaman hali hazırda ilgili taraflarda bulunmayabilir. Fakat ilgili öğe bulunmasa bile ihtiyaç hali devam etmektedir. Bu sebepten ötürü finansman kavramı ortaya çıkmıştır.

Günümüzde çok daha farklı teknikler ile birlikte finansman kavramı çok daha farklı boyutlara varmış olsa da temel öğesi bellidir. Bireyler, ülkeler veya işletmelerin yaşantılarının devam edebilmesi için ihtiyaçlarını karşılamaları zaruridir. Bu ticaret sirkülasyonunun devamlılığının, sürekliliğinin sağlanması için finansman da zaruridir. Dünya üzerindeki çok az ülke veya şirket finansman bulmadan ilgili yatırımlarını gerçekleştirecek yeterli kaynaklara sahiptir, ticaretin gerçekleşmesi için finansmana hep ihtiyaç vardır ve olacaktır.

Her bireyin, ülkenin ve şirketin ihtiyaçları birbirinden farklı olacağı gibi, gerçekleştirmek istedikleri ticaretin koşulları da birbirinden çok çok farklı olacaktır. Dolayısıyla finansman ihtiyaçları da birbirlerinden çok çok daha farklı olacaktır. Finansman kavramı anlam olarak net bir açıklamaya sahip olsa da sağlanan taraf, sağlayıcı taraf ve sağlandığı koşullar incelendiğinde çok farklı yapılara bürünebilmektedir. Bütün bu bilgiler bir araya getirildiğinde, finansmanın çeşitliliğinin



sağlanması da insanoğlunun ticaret yaşantısının devam edilebilirliği için esas olduğu gözlenmektedir. Finansmanların yöntemleri ve koşulları çok çeşitli şekillerde ilgili bireyler veya kuruluşlar tarafından erişilebilir olmalı ki farklı eşsiz ihtiyaçlara sahip bireyler veya kuruluşlar, kendi eşsiz ihtiyaçları ve koşullarına uygun finansmandan yararlanabilir hale gelebilsin.

Küresel ticarete daha geniş bir çerçeveden bakıldığında, yapılan ticaretlerin ihtiyaç giderme amacından çok daha farklı güdülerle de yapıldığı açıkça gözle görülebilir. Tabii ki de ülkeler kendi sınırları içerisinde üretemediği mal veya hizmetlere ihtiyaç duyup o ihtiyaçları karşılayabilmek amacıyla uluslararası ticarete başvurabilir fakat üretilen ürünleri satıp kar etmek, ülkeye yabancı para girişi sağlayıp ülkenin yerel para biriminin değerini yükseltmekte en az ihtiyaç gidermek kadar önemli motivasyonlardır. Bireyler ve şirketler için de ihtiyaç gidermek kadar, gelir ve kar elde etmek, ticaretin motive edici yönlerinden biridir. Bunların dışında akla gelmeyen çok çok farklı amaçlar için de ticaret ve finansman kullanılmaktadır. Konu ile bağlantısı ise şudur, farklı koşullar için farklı finansman çeşitliliği gerekliliği kadar, farklı amaçlar için de sağlanacak finansmanların çeşitliliği önemlidir. Bu farklı amaçlar doğrultusunda bu amaçlara hizmet edecek koşullara sahip finansman sağlama yöntemleri gelişmelidir, zaten gelişmiştir.

Finansman sağlama yöntemlerinin çeşitliliğinden yola çıkılıp yapılandırılmış emtia finansmanına gelinir ise, bu yönteminde çeşitli etki ve motivasyonlar ışığında ortaya çıktığı görülmektedir. Hem finans piyasalarında, hem uluslararası ticarete ortaya çıkan çeşitli ihtiyaçlar doğrultusunda yapılandırılmış emtia finansmanı yöntemi geliştirilmiştir. Hem finansman sağlanması açısından yeni bir yöntem olmuş olup ekstra olarak da yapılandırma süreçlerinin gerçekleştirilmesi,

finans piyasalarına da farklı bir şekilde etki yapmıştır. Tarihi olarak bu yöntemin kullanım yoğunluğu çok eskilere dayanmıyor olsa da 2008 finansal krizi ile birlikte ciddi anlamda önem kazanır boyuta gelmiştir.

2008 finansal krizinin etkisiyle uluslararası ticaret, çok büyük bir darbe yemiştir ve uzun bir süreç boyunca sekteye uğramıştır. Krizin uluslararası ticaret üzerinde en çok, küresel tedarik zincirleri ve küresel likiditenin sekteye uğraması konusunda etki yaratmıştır. Dünyada bu kriz sonrasında, uluslararası ticaret sisteminin sekteye uğramaması, güvenilirliğinin ve sürdürülebilirliğinin sağlanması için bu sistemin düzgün çalışan bir ticaret finansman sistemiyle olabildiğince uyumlu şekilde entegre olması gerektiği ile ilgili görüşler yaygınlaşmıştır.

Bu gibi gelişmeler sonucunda uluslararası ticaret finansmanı sistemi, 2008 öncesinde de kullanılıyor olmasına rağmen kriz sonrasında günümüze kadar çok daha yoğun şekilde kullanılmaya başlanmıştır. Mevcut geleneksel finansman modellerinin yenileri yaratılmış, finansmana olan bakış açıları ve yaklaşımlar değişmiş ve yeni yöntemler yaratılmıştır. Hala hazırda pandemi sonrası dönemde de bu modeller efektif bir şekilde kullanılmaya devam edilmektedir.

Global Kriz sonrasında finans piyasalarında büyük bir güvensizlik hakim olmuştur. Mevcut finansal varlıklara ve araçlara olan güven azalmış, yatırımcılar farklı yatırım alanlarına yönelme gayesine düşmüştür. Oluşan bu konjonktür doğrultusunda hem yatırım için yeni finansal varlıklar yaratmak hem de oluşan riskleri minimize etmek için ticaret finansmanlarının yapılandırılıp, seküritizasyonlarının sağlanıp finans piyasalarında daha standardize olmuş şekilde alınıp satılmasına olanak sağlanmıştır. Yapılandırma işlemlerinin

başlangıcı 2008 tarihinden daha eskilere dayansa da krizin etkisi ile günümüze kadar kullanımı, öncesine göre daha da yoğunlaşarak artmıştır.

Daha önce de bahsedildiği gibi geleneksel uluslararası ticaret ve emtia finansmanı yöntemlerinde finansmanı sağlayan kurumlar açısından, borçlanacak olan firmaların mali verileri ve mali riskleri ön plana çıkmaktadır. Finansman sağlanırken borçlanacak firmaların mali verilerine ağırlık vermek, firmalar açısından çok tercih edilebilecek bir durum olmamaktadır. Özellikle, üretim sürecine en başından başlayacak olup, emtiaları üretmek için de finansman ihtiyacı olan firmalar, geleneksel finansman yöntemlerine ulaşmakta zorluklar yaşamaktadır. Henüz üretime başlamamış olmaları sebebiyle mali verileri çok pozitif olmamaktadır ve başvurduğu kurumlar tarafından finansmanın mali yeterliliklerini sağlayamadıkları için olumlu sonuçlar alamamaktadırlar.

Sadece prefinansman ihtiyacı olan firmalar değil, uluslararası ticaretin her aşamasında yer alan firmalar, benzer sorunlarla karşılaşmaktadırlar. Sadece mali veriler dikkate alınıp, diğer faktörler göz ardı edilerek değerlendirildikleri için finansmana ulaşmaları zorlaşmaktadır ve bu durum hem firmaları hem de küresel ticareti olumsuz etkilemektedir.

Yapılandırılmış emtia finansmanı ile birlikte, borçlanacak olan firmaların sadece mali verileri değil, üretimleri ve yapmakta oldukları işleri dikkate alan performans verileri de değerlendirilmektedir. Finansmanın geri ödemeleri, yapacakları ticaretin sonunda sağlanacak nakit akışlarından yapılacağı için, ticaret öncesi mali verilere çok yoğunlaşmamaktadır. Emtialar üretip ticaretini gerçekleştirmek isteyen fakat ticaret öncesi mali verileri çok iyi olmayan firmalar için, bu finansman çeşidi çok önemli bir yöntemdir. (Huang, 2019)

Yapılandırılmış emtia finansmanı ile birlikte, uluslararası ticaretin küresel ekonomiye sağladığı pozitif katkıya ek olarak yeni bir fon transfer ve yatırım kanalı oluşturulmaktadır. Bu vasıta ile hem uluslararası ticarete dâhil olan taraflar, hem de bu finansmanın yapılandırılıp menkul kıymet haline getirilmiş haline yatırım yapan yatırımcılar amaçları doğrultusunda olumlu olarak etkilenmektedir. Finans piyasaları için yeni bir yatırım aracı söz konusu olmaktadır ve bu yatırım aracı, hem risk hem de getiri faktörleri açısından tercih edilmesi cazip hale gelen bir yatırım aracı olarak öne çıkmaktadır.

Diğer finansman yöntemlerinden bu özelliği ile ayrılan yapılandırılmış emtia finansmanı, kendine has çok çeşitli varyasyonları ile hem ihtiyaç duyan ülke ve işletmelere finansmanın en uygun koşullarla sağlanması hem de o finansmandan finansal yatırımcıların nemalanmasının sağlanabilmesi adına uluslararası ticaret ve finans piyasalarında kendine güzel ve önemli bir yer edinmeye başlamıştır. Küresel ticaret ve ekonominin gelişmesi açısından bu finansman yöntemi, beraberinde getirdiği pozitif etkiler ile ön plana çıkmaya devam edecektir. Bu süreç dijitalleşerek farklı bir boyuta ulaşacaktır.



# EKLER

**Ek 1: Coface Sigorta Prim Tablosu**

Katsayı	Ülke riski	Alıcı / borçlu (KAMU)		Alıcı / borçlu (Özel Sektör)		Bankalar
		Ülke Risk Teminatı	Kamu	Politik Risk Teminatı	Politik & Ticari Risk Teminatı	
				İtibarlı firmalar		
	1	0,10	0,10	0,09	0,11	0,125
	2	0,22	0,23	0,20	0,23	0,248
	3	0,38	0,41	0,34	0,39	0,411
(a)	4	0,57	0,61	0,51	0,58	0,599
	5	0,76	0,84	0,69	0,77	<b>0,791</b>
	6	0,93	1,02	0,83	0,94	0,956
	7	1,09	1,20	0,98	1,10	1,122
	1	0,34	0,37	0,31	0,34	0,349
	2	0,34	0,37	0,31	0,34	0,348
	3	0,39	0,42	0,35	0,39	0,394
(b)	4	0,49	0,52	0,44	0,49	0,491
	5	0,78	0,86	0,70	0,78	<b>0,786</b>
	6	1,17	1,29	1,05	1,17	1,176
	7	1,76	1,94	1,58	1,76	1,764

**Kaynak:** Union de Banque Arabes et Françaises,  
Alıcı Kredileri Dış Ticaret Semineri Ders Notları

## Ek. 2. Değerlendirme Faktörleri ve Risk Türleri

No.	Değerlendirme Faktörleri ve Risk Türleri	Riskleri Azaltıcı Önlem ve Garantiler
<b>A</b>		<b>Finansal Kredi Notu Aşaması</b>
1.	Borçlunun Kredi Riski ve Anahtar Faktörler	Amaggi şirketi, Bunge, ADM, Cargill ve Caramuru gibi diğer dev şirketlerle birlikte Brezilyada soya fasulyesi endüstrisinde ilk 5'te yer alıyor. KPMG tarafından denetlenmiş finansal raporlarında %84'ü ihracattan sağlanan \$406m satış tutarları mevcut. Borç/Öz Kaynak oranı 1.9, Cari oranı 1.29, FAVÖK \$33m
2.	Borç Yükleri	Rabo, IFC ve ACC tarafından aldıkları \$205m total borç ve WestLB tarafından aldıkları \$100m tedarikçi kredisi borçları mevcut. Rasyolara göre \$16m borç ödeme gücü ve \$160m nakit yaratma kapasiteleri mevcut.
<b>B</b>		<b>Finansal Kredi Notu Aşaması</b>
3.	Grup Desteği	Şirketin bağlı olduğu holding grubu bu işleme garanti veriyor.
4.	Uluslararası Likidite ve Sürekli İşletme Sermayesi	İhtiyaç olursa IFC tarafından \$30m değerinde işletme sermayesi kredisi alabilme olanakları var.
<b>C</b>		<b>Endişe Aşaması</b>

5.	Borçlunun Finanse Edilen Mal ve Varlıklar Üzerindeki Hak Sahipliği ve Statüsü	Rehin teminatı ile depolarda tutulan hasat edilmiş mallar üzerinde tam mülkiyete sahipler.
6.	Hammaddeye Erişim ve Üretim Riskleri (Anahtar Risk)	Amaggi, diğer şirketler ile rekabetten korunabilmek için yerel üreticilere kendi tesislerinde ürettikleri tohum ve gübreleri veriyor. Amaggi'nin ürünlerini eken yerel üreticilerin hasatlarını Amaggi'ye satmaları garanti altına alınmış oluyor. Anahtar riskin bertaraf edilmesi için önemli bu süreç.
7.	Doğal Şartlar, Rezervler ve Hasat Riskleri (Kritik Risk)	Mahsul ekimi öncesi risk mevcut. Ekimin yapıldığı bölgede don meydana gelebilir. Bu olayın yaşanması ve mahsul ekiminin sağlıklı olmaması durumunda Amaggi, kredinin geri çağrılmasını ve kredinin tamamını geri ödemeyi taahhüt eder. Ayrıca Brezilya'nın o bölgelerinde hava durumu tahminleri öncesinden başarılı bir şekilde yapılmış ve öngörülebiliyor. Sadece belirli bölgelerde bu olay bekleniyor. Amaggi, çok geniş ve farklı bölgelerden ve geniş çapta üreticilerden malları temin ediyor. Bu yüzden risk minimize ediliyor.
8.	Teknoloji	Teknolojik bir risk bulunmamaktadır.



9.	Teslimat ve Lojistik Riskleri	Stoklar depolardan amazon nehir yolları aracılığıyla Amaggi şirketine ait manvalar ile limanlara taşınıyor. Devletin sahipliğindeki limanlar Amaggi tarafından kontrol ediliyor. Tüm lojistik ağı başkalarına bağımlılık olmadan tamamen Amaggi kontrolünde.
10.	Kalite Kontrol Riski	Limanda yapılan denetimler ve teslimat dökümanları sayesinde risk azaltılıyor.
11.	Mevzuat ve Yasal Çerçeve Riskleri	İhracat düzenlemeleri ve kurallarına uyuluyor.
12.	Sigortalanabilir Riskler	Depolar sigortalı, deniz kargosu alıcılar tarafından sigortalı
13.	Miktar Eksikliği ve Teslimat Harici Riskler, Fiziksel Performans (Anahtar Risk)	Satışlar/İhracat/Borç oranı: \$406m/\$341m/\$70m, En son ihracat oranları 2.3mMT, Bu işlemde yapacakları ihracat 1.45mMT, Değer/Kredi oranı %83. Sahip oldukları toplam pre-finansman kredileri \$230m (Rabo \$100m, WestLB \$70m, local banks \$60m). Teminatlara dayanarak sonraki ihtiyaçlarına göre kredi limitleri \$276m'a ulaşabilir. Bu ürünün ortalama Chicago borsası fiyatını baz alırsak (\$200/mt). Bu miktar 1.38mMt'e tekabül eder.
14.	Satıcı Çeşitliliği/ Fiyat İhlalleri Riskleri	İhracat edilen ürünlerin %86'sı belirli fiyat ve miktardan kesin alım taahhütlü ihracat anlaşmaları ile kapsama altında. Pazardaki riskler ihracatın küçük bir kısmı için mevcut
15.	Mucbir Sebep Riskleri	Mahsul ekim ve hasat işlemleri mucbir sebepten etkilenmemektedir.

16.	İhracat Dolandırıcılığı Riskleri	Bu ihracat işlemleri 23 yıldır yapılmakta ve şu ana kadar hiçbir dolandırıcılık veya yanlış beyanda bulunulmamış.
17.	İşlem Kayıtları ve Operasyon Riskleri	Önceki kredilerde hiç temerrüde düşmemişler ve tamamını zamanında ödemişler.
18.	İpotek ve Rehinler	Toplam \$230m pre finansman kredisine karşılık %120 kapsama oranına sahip ihracat anlaşmaları mevcut (\$276m), Malların rehnedilmesinden ve ek finansal giderlerden korunmak için.
19.	Finansal Market Bağımlılığı Riskleri	Hazırda belirli fiyattan ihracat anlaşmaları olduğu için finansal market fiyat değişimlerinden etkilenme olasılığı düşük.
20.	Üretimden Vazgeçilme Riski	Kredi borçlusu Amaggi bu üretimde dünyada en önde gelen şirketlerden biri olduğu için ve odak üretim alanları bu alan olduğu için bu riskin gerçekleşmesi mümkün gözüküyor.
21.	Mülkiyet Değişimi Riski	Rehin ve taahhütlerle korunuyor, mülkiyet değiştirme veya kamulaştırma mümkün gözüküyor.
22.	Kredi Temerrüt Riski	Anlaşmaları kesin alım taahhütlü olduğu için bu beklenmiyor, yine de teminatlarla bu risk için önlem alınmıştır.
23.	Endüstri Riski	Global pazarlarda soya fasulyesi talebi devamlı.
24.	Çevresel Riskler	Amaggi herhangi bir çevresel risk ya da yükümlülük altında değil

25.	Sosyo-Politik Bakış	Bu işlemlerin sonucunda şirketin politik bir yanlışa düşme ihtimali gözüküyor.
26.	Ödemelerden Yararlanma Riskleri	Ödemelerin yapılacağı bankalar ve hesap rehinleri ile bu risk tamamen kısıtlanmıştır.
27.	İhracatçı için Pazar Riskleri (Fiyat, Faiz vs.)	Tüm soya fasulyelerinin fiyatları Chicago Ticaret Borsası'nda alınan türev araç pozisyonları ile garanti altına alınıp, riskten kaçınılmıştır ve günlük olarak fiyat değişimleri kontrol edilmektedir ve hiçbir açık pozisyonun bir gemi ile taşınacak mal miktarından (60.000mt ya da \$1m) büyük olmaması için anlaşılmıştır. Amaggi'nin borçları ve gelirleri dolar cinsinden olduğu için kur riski de taşımamaktadırlar. Ayrıca soya fasulyesi sektörü de dolara endeksli olarak fiyatlanmaktadır. Şirketin borçlarının %45'lik kısmı, gelirlerin %25'lik kısmını oluşturan gübre alımından kaynaklı borçlardır. Sürekli ticaret halinde olan bu taraflar arasında da bir risk yoktur. Yerel üreticilerde genellikle ürünlerinin fiyatlarını Chicago Ticaret Borsası'ndaki fiyatlarına sabitlemektedir ve bu şekilde Amaggi, yerel üreticilerden ürünleri tedarik ederken herhangi bir fiyat değişim riskine maruz kalmamaktadır. Bazı yerel üreticiler fiyatlarını dolar cinsinden belirlemediklerinde veya fiyatlarını sabitlemediklerinde ise Amaggi, kur riskinden korunmak için aynı miktar, vade ve fiyatta türev kontratlar olarak risklerini bertaraf etmektedir.

D		Kapasite Aşaması
28.	Ticari Riskler/ Satış Riskleri	Satışların öncesinde imzalanan kesin alım taahhütlü ihracat anlaşmaları ile bu risk çok büyük ölçüde kısıtlanmıştır.
29.	Satış Kontratları Süresi Riski	Kredi vadesini kapsayacak sürededir.
30.	Satış Kontratları İptali Riski	Yapılan ihracat anlaşmalarının alıcı tarafları dünyanın en önde gelen şirketleri olduğu için, bu riskin gerçekleşme olasılığı çok düşüktür.
31.	İhracat Anlaşmalarının Alıcı Taraflarının Statüleri ve İsimleri	Büyük alıcılar: ADM, Bunge, Cargill, Cefetra, Glencore, Louis Drefus, Nidera, Sumitomo ve Toepfer
32.	Pazar Durumu Riskleri	Alıcıların anlaşmaları iptal etmesini sağlayacak düzeyde Pazar şartları veya olağanüstü durumlar mevcut değildir.
33.	İhracat Anlaşmalarının Alıcı Taraflarının Kredi Borçlusuna Bağımlılıkları	Oligopol piyasa, 4-5 büyük şirket tarafından idare ediliyor ve birbirleriyle hep ilişkiler içerisindedir.
34.	İhracat Anlaşmaları İlişkileri	23 yıldır bu anlaşmalar devam etmekte.

35.	Daha Önceki İlişkiler (Davalar, İptaller, İhlaller)	Şu ana kadar hiçbir ihlal, iptal ya da dava yaşanmamış anlaşmaların tarafları arasında.
36.	İhracat Anlaşmalarının Alıcılarının Dağılımı	15 alıcı taraf arasında iyi şekilde dağıtılmış anlaşmalar.
37.	Alacakların Geri Dönmemesi/ Dolandırıcılık Riski	Saygın, büyük alıcılar. Daha öncesinde böyle bir durum meydana gelmemiş.
38.	İhracat Anlaşmalarının Alıcılarının Kredi Notları ve Ödeme Riskleri	Çoğu OECD destekli şirketlerdir ve Amaggi ile yıllardır iyi ilişkiler içerisindedir. Amaggi, ihracat edilecek malların anlaşma haklarını aracı banka olan WestLB'e devredecektir. WestLB malların teslimine ancak alıcıların ödemeyi yapmaya hazır olduklarını gösteren belgelerin alınması karşılığında onay verecektir ve alıcıların yapacağı ödemeler WestLB bankasındaki rehinli hesaplara yapılacağı için ödeme riskleri büyük ölçüde sınırlanmıştır.
39.	Ödeme Emirleri ve Ödemenin Toplanması Riski	Anlaşmalar, ödemelerin WestLB bünyesinde bulunan, Amaggi adına açılan fakat ödemenin garanti altına alınması için rehnedilmiş hesaplara yatırılacaktır.

40.	İflas Riski	Koyulabilecek rehin ve alınabilecek teminatların kapsamı belirlenmelidir, iflas durumunda alınabilecek varlıklar tespit edilmelidir.
41.	Sendikasyon Kredisinin Toplanması ve Dağıtım Riski	Aranjör banka olarak WestLB sorumluluğundadır, ödemeler onun bankasındaki hesaba yatırılacaktır. Aranjör bankanın kredi notu, statüsü ve güvenilirliği nedeniyle risk çok büyük ölçüde sınırlandırılmıştır.
42.	Kredi Yükümlülükleri	Kredi/Değer oranı: %83, İhracat anlaşmalarını kredi tutarının %120'sini kapsamaktadır, Rasyolara göre \$16m borç ödeme güçleri ve \$160m nakit yaratma kapasiteleri vardır. FAVÖK'leri \$33m ve kaldıraç oranı 0.69 olan şirket, verilen bu borcu ödeyebilmek için yeterli finansal rasyolara sahiptir.
43.	İhracat Anlaşmalarının Alıcı Taraflarının Riski	Bulunmamaktadır.
44.	Borç Ödeme Gücü ve Kapasitesi Rasyolarının Kontrolü Riski	Aranjör banka bu rasyoların ve hesapların durumunu ve doğruluğunu kontrol etmeyi taahhüt eder.

45.	İhracat Anlaşmalarının Alıcı Taraflarının Mevzuat ve Yasal Çerçeve Riskleri	Genelde OECD destekli şirketlerdir, dolayısıyla çok sınırlıdır.
<b>E</b>		Ülke Riski Aşaması
46.	İhracat Anlaşmalarının Alıcı Taraflarının Para Transferi Riski	Ödemeler WestLB bankasındaki hesaplara yapılacağı için bu risk yoktur.
47.	Ürünlerin Geri İadesi ve Zorunlu Değişim Riskleri	Kesin alım taahhütlü ihracat anlaşmaları mevcut, böyle bir risk mevcut değil.
48.	Geri Ödeme Talebi Riskleri	Koyulan rehin ve teminatlarla bu risk için önlemler alınmıştır.
49.	Ödeme Transferi Riski	WestLB'nin uygulayacağı prosedürler ile bu risk sınırlandırılmıştır.
50.	İthalat Bağımlılığı Riski	Amaggi ihraççı olduğu için bu risk ile bağlantılı değildir.
51.	Ülkedeki Yönetim Kısıtlamaları ve Döviz Açığı Riskleri	İhracat söz konusudur, satışlar Brezilya pazarlarına değil uluslararası pazarlara yapılacaktır. Borç ve gelirler aynı para cinsindedir. İhracatın Pre-Finansmanı döviz açığından etkilenmemektedir.

52.	Siyasal Müdahale Riskleri (Anahtar Risk)	Soya fasulyesi sektörü Brezilya açısından büyük önem teşkil eden ve teşvikler sağlanan bir sektör. Soya fasulyesi ihracatı ulusal tüketim ihtiyacının yaklaşık 3 katı miktarına ulaşmış durumda. Brezilya hükümeti Brezilya Merkez Bankası'nı ihracatın gözetimi için görevlendirmiştir ve temerrüde düşen ihracatçılar için cezalar kesilmektedir. İhracat işlemleri için verilen kredinin akıbeti açısından bu gelişme önemlidir. Amaggi şirketi de temerrüde düşme riskini ortadan kaldırmak için hali hazırda IFC tarafından sağlanan \$30m değerinde işletme sermayesi kredisini kullanabilme opsiyonuna sahiptir.
53.	Regülatör Müdahalesi Riski İhracat Anlaşmalarının Şartları ve Yapısı Açısından	Bu anlaşma yapısı yıllardır bir sorun ya da kanuni problem yaşanmadan devam etmektedir.
54.	Regülatörün İhracata Müdahalesi ve Yönlendirmesi Riski	Brezilya Hükümeti'nin ihracat işlemlerinde yetkili kıldığı Brezilya Merkez Bankası'nın ihracat işlemlerine müdahale riski sınırlı bir risktir çünkü Amaggi tek başına Brezilya'nın %10'luk ihracatını yapmaktadır ve küçük bir oranda da olsa ülkenin dış ödemelerine katkı sağlamaktadır yaptıkları üretim.



55.	Yasal Riskler & Finansal Denetim Riskleri	Geçmişten şu ana kadar herhangi bir mali ya da muhasebesel bir ihlal veya ceza alınmamış. Bilançolar ve tablolar uluslararası denetim şirketleri tarafından IAS standartları altında denetlenmektedir.
56.	Sosyo-Politik Riskler (Anahtar Risk)	Teoride siyasi sıkıntılar üretim ve hasat sürecini etkileyebilir ama Amaggi, Brezilyada politik olarak güçlü bir konumda.
57.	Yaptırım ve Ambargo Riskleri	Brezilya'ya karşı uygulanan yaptırım ve ambargo bulunmamaktadır.
58.	Taahhüt ve Teminatlar	Mahsuller depolara ulaşana kadar rehinli, mahsullerin tutulacağı depolar rehinli. Rehinlerin tutarı verilen kredinin %70'ine tekabül edecek şekilde başlayıp zamanla %100 olacak şekilde artacak. Geri ödemeler sonlanana kadar rehinler mevcut kalacak. Aranjör banka istediği zaman depoları ziyaret ve kontrol hakkına sahip olacak. Kredi borçlusunu Amaggi tarafından WestLB lehine yazılmış borç ödeme taahhütleri kredinin %125'ini kapsayacak şekilde mevcut. Amaggi şirketi, herhangi bir olağanüstü durumda, teminat yetersizliği durumunda ve temerrüde düşülmesi durumunda kredinin geri çağrılmasını ve kredideki tutarın tamamını ödeyeceğini taahhüt etmiştir. Amaggi şirketi kredi geri ödemesi döneminde \$1.5m değerinden fazla kar dağıtımını yapamaz, şirketin sahipliği el değiştiremez, Borç/Öz Kaynak oranı 2.5 altında olmalı.

## KAYNAKÇA

Agarwal, I., Duttagupta, R., and Presbitero, A. F. (2017). Commodity prices and bank lending in low-income countries. International Monetary Fund, Working Paper WP/17/279.

Bank for International Settlements (2022). Commodity Markets and Shocks, BIS Quarterly September.

Bank for International Settlements (January 2014). Trade Finance: Developments and Issues, CGFS Papers, no:50.

Çarkıcı, P. D. (1991). Trade Strategies and Export Promotion. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 9, 1991, s. 17-57.

Declerk, F. (2015). Agricultural and Soft Markets, in: Roncoroni, A. Fusai, G., Cummins, M., Handbook of Multi Commodity Markets and Products, Wiley, pp. 399-499.

Eberhardt, M., Presbitero, A. (June 2018). International Monetary Fund, Working Paper, Commodity Price Movements and Banking Crisis, WP/18/153.

Ekici, A., Nihayet, D. (2013). Türk Hukukunda ve Dış Ticarete Polİçe, Legal Yayıncılık A.Ş.

Euromoney Training. (2007). Euromoney Institutional Investor PLC. Londra.

Galati G. (December 2002). Settlement Risk in Foreign Exchange Markets and CLS Bank, in: BIS Quarterly Review, pp 55-65.

Huang, W. X. (2019). *Commodity Finance Principles and Practice 2nd Edition*. Hampshire: Harriman House Ltd.

ICC (2006). ICC Uniform Customs and Practice for Documentary Credits, UCP 600, 2007 revision.

IFC (2020 November). Why Trade Finance Matters- Especially Now ?

Donnelly M. (June 2011), Certificate in International Trade and Finance, Institute of Financial Services, London.

Macnamara, J. (2001). *Structured Trade and Commodity Finance in Emerging Markets*. Cambridge: Woodhead Publishing Limited.

McKinsey&Company (November 2021). Reconceiving the global trade finance ecosystem. In collaboration with ICC and Fung Business Intelligence.

Moors, E., Rutten, L. (2014), *Structured Commodity Finance, Techniques and Applications for Successful Financing Arrangements*, 2nd ed., Euromoney publication.

Özalp, A. (2017). *Yapılandırılmış Ticaret ve Emtia Finansmanı*. Abdurrahmanozalp.com.

Özhan, T. (2015). *Emtia Nedir*. İstanbul: e-Kitap Projesi.

Rowe, M. (1988). *Trade and Project Finance in Emerging Markets*, Euromoney.

SERV (2021). *Schweizerische Exportrisikoversicherung, Geschäftsbericht*.

SERV (November 2022). *SERV Compact, SERV and its products*,

Simons&Simons (Nov 2022). *Structures and Solutions in Trade Finance*.

The Economist (october 9<sup>th</sup>-15<sup>th</sup> 2021). *The Shortage Economy*.

The Economist (november 5<sup>th</sup>-11<sup>th</sup> 2022). *Agriculture, Room at the Bottom, Special Report*.

The Economist (March 11<sup>th</sup>-17<sup>th</sup> 2023). *The Struggle for Taiwan, Free Trade in Asia*, pp. 39- 40.

The Global Risk Report (2022). *Insight Report*, 17ed.

United Nations (2022). *2021 International Trade Statistics Yearbook, Vol. II, Trade by Product*.

World Economic Forum (2021). The Global Risk Report 2021, 16th ed.,Insight Report

**Internet Kaynakları:**

[http://www.abdurrahmanozalp.com/FileUpload/as927292/File/emtia\\_makale\\_2.pdf](http://www.abdurrahmanozalp.com/FileUpload/as927292/File/emtia_makale_2.pdf) adresinden alındı.

JCR Eurasia Rating. (2017). Yapılandırılmış Finansman. <http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=yapilandirilmis-finansman> adresinden alındı.

