

72111

YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

SENDİKASYON KREDİLERİ ve TÜRKİYE UYGULAMASI

Gemi İnş. ve Gemi Mak. Mühendisi İsmail KINALI

İşletme Yönetimi

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Güler ARAS

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

İSTANBUL, 1998

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ŞEKİL LİSTESİ	vii
TABLO LİSTESİ	viii
KISALTMALAR LİSTESİ	x
TEŞEKKÜR	xi
TÜRKÇE ÖZET	xii
YABANCI DİLDE ÖZET	xiv
GİRİŞ	xv

BÖLÜM 1

ULUSLARARASI KREDİLER ve ULUSLARARASI KREDİLERİN KULLANDIRILMASI

1.1. Uluslararası Krediler	1
1.1.1. Direkt Krediler	1
1.1.2. Uluslararası Ticaretin Fonlanması	2
1.1.3. Leasing	4
1.2. Uluslararası Kredilerin Kullandırılması	6
1.2.1. Uluslararası Kredilendirme Prensipleri	6
1.2.2. Kredinin Temelleri	8
1.2.3. Uluslararası Kredilerin Banka Açısından Riskleri	9
1.2.3.1. Kur Riski	9
1.2.3.2. Düzenleyici Otorite Riski	9
1.2.3.3. Pasiflere Bağlı Risk	10
1.2.3.4. Likidite Riski	10
1.2.3.5. Faiz Oranı Riski	11
1.2.3.6. Ülke Riski	11
1.2.3.7. Finansal Risk	14
1.2.4. Kredi Kararı	17

1.2.5. Kredinin Yapısı

18

BÖLÜM 2

SENDİKASYON KREDİLERİ ve UYGULAMASI

20

2.1. Sendikasyon Kredilerinde Temel Özellikler

20

2.1.1. Sendikasyon Kredilerinin Tanımı

20

2.1.2. Sendikasyon Kredilerinin Ortaya Çıkışı

22

2.1.3. Sendikasyon Üyeleri

24

2.1.4. Sendikasyon Kredilerinin Genel Nitelikleri

26

2.1.5. Sendikasyon Kredilerinin Avantajları

28

2.2. Sendikasyon Kredilerinin Uygulama Aşamaları

30

2.2.1. Yetki Verilmesinden Önceki Dönem

30

2.2.1.1. Kredi Anlaşmasını Doğuran Nedenler

31

2.2.1.2. Fiyat Teklifi Türleri

32

2.2.1.3. Rekabet Yeteneğine Sahip Teklif

33

2.2.1.4. Kredi Onayı

34

2.2.1.5. Fiyat Teklifi Stratejileri

35

2.2.1.6. Teklifin Analizi

37

2.2.2. Kredinin Fiyatlanması

47

2.2.2.1. Kredinin Fiyatlanmasını Etkileyen Faktörler

47

2.2.2.2. Sendikasyonlardan Kar Elde Etme

50

2.2.2.3. Sendikasyon Kredilerinde Maliyet Faktörleri

53

2.2.2.3.1. Harcamalar

53

2.2.2.3.2. Yönetim Ücreti

54

2.2.2.3.3. Ajan banka Ücreti

56

2.2.2.3.4. Taahhüt Ücreti

56

2.2.2.3.5. Faiz Maliyeti

56

2.2.2.3.6. Toplam Kredi Maliyetinin

Hesaplanması ile İlgili Örnekler

59

2.2.3. Yetki Öncesi Dönemden Son Ödemeye

Kadar Kredinin Planlanması	61
2.2.3.1. Görüşme Ortamı	61
2.2.3.2. Müşterinin Cevabı	62
2.2.3.3. Sınırsız Yazılı Yetki	63
2.2.3.4. İcra Programı	64
2.2.3.5. Sendikasyon Takımının Oluşturulması ve Görevlerin Dağıtımı	70
2.2.3.6. Yönetici Grup Oluşturma Stratejisi	74
2.2.3.7. Yönetici Gruba Teklif	76
2.2.3.8. Yüklenim ve Pay Alma Seviyeleri	76
2.2.3.9. Genel Sendikasyon Listesi	77
2.2.3.10. Genel Katılımcılar İçin Ücret Yapısı	78
2.2.3.11. Dökümantasyon Durumu	78
2.2.3.12. Zamanlama	79
2.2.3.13. Diğer İşler	79
2.2.4. Yetki alımından İmzaya Kadar Dökümantasyon İşlerinin Planlanması	80
2.2.4.1. Bilgi Kitapçığı	80
2.2.4.2. Kredi Anlaşması	84
2.2.4.3. İmza Töreni	88
2.2.5. Sendikasyon Stratejileri	90
2.2.5.1. Yönetici Grup Oluşturma Stratejileri	91
2.2.5.1.1. Kredi Paylaşım ve Satış Stratejileri	92
2.2.5.2. Yönetici Grup Analizleri	93

BÖLÜM 3

SENDİKASYON KREDİLERİ PİYASASINDAKİ

SON GELİŞMELER ve BİR UYGULAMA

3.1. Uluslararası Finansal Piyasalar

3.1.1. Uluslararası Finansal Piyasalardaki Son Gelişmeler

3.1.2. Uluslararası Sendikasyon Kredileri Piyasası	100
3.1.3. Uluslararası Sendikasyon Kredileri Piyasasındaki Son Gelişmeler	103
3.2. Uluslararası Sendikasyon Kredileri Piyasasında Türkiye	108
3.2.1. Uluslararası Finansal Piyasalarda Türk Bankaları	109
3.2.1.1. 1990'dan Günümüze Uluslararası Finansal Piyasalarda Türk Bankaları	112
3.2.1.2. 1997 Yılı İçinde Alınan Önemli Sendikasyon Kredileri	114
3.3. Bir Sendikasyon Kredisi Uygulaması	116
3.3.1. Ödünç Alanın Kredi Tekliflerini Alması	117
3.3.2. Ödünç Alanın Kredi Tekliflerini Değerlendirmesi	118
3.3.3. Ortalama Kredi Miktarı ve Ortalama Kredi Ömrü	121
3.3.4. Alınan Tüm Tekliflerin Ortak Değerlendirilmeye Alınması	122
3.3.5. Teklif Dökümanı	123
3.3.6. Yönetim Grubu Oluşturma Aşaması	127
3.3.7. Genel Sendikasyon Aşaması	129
3.3.8. Sendikasyon Üyelerinin Alacağı Ücretler	130
SONUÇLAR	131
KAYNAKLAR	135
EK 1 Örnek Teklif Dökümanı	138
EK 2 Örnek Bilgi Kitapçığı	146
EK 3 Örnek Basın İlanı (Tombstone)	156
EK 4 Ülke veya Kuruluşlara Göre Uluslararası Piyasalardan Kullanılan Fonlar	157
EK 5 Ülke veya Kuruluşlara Göre Euro ve Yabancı Sendikasyon Kredileri	161
ÖZGEÇMİŞ	164

ŞEKİL LİSTESİ

		Sayfa
Şekil 2.1	Bir sendikasyon takımının organizasyonu	72
Şekil 2.2	İmza Düzenlemeleri	89
Şekil 2.3	\$600 milyonluk kredinin bölüştürülmesi	94
Şekil 2.4	\$400 milyonluk bir kredinin bölüştürülmesi	96
Şekil 3.1	Uluslararası sermaye piyasalarındaki finansal aktiviteler	98
Şekil 3.2	Düzenlenen Sendikasyon kredisi miktarı	104

TABLO LİSTESİ

		Sayfa
Tablo 1.1	Uluslararası ödünç verme riskleri	16
Tablo 2.1	Düzenleyici bankanın nakit akışı	52
Tablo 2.2	İkincil yatırımcılara ödenen faiz oranına ve kredinin satılan yüzdesine göre gelirin değişimi	53
Tablo 2.3	Yönetim ücretleri (milyon \$)	60
Tablo 2.4	Havuz gelirinin olduğu yönetim ücretleri (\$)	61
Tablo 2.5	Ödünç alıcıların değerlendirmeleri	62
Tablo 2.6	Sendikasyon icra programı	65
Tablo 2.7	Bilgi kitapçıklarını hazırlarken izlenen program	80
Tablo 2.8	Kredi anlaşmasını hazırlarken izlenen program	86
Tablo 2.9	\$600 milyonluk bir sendikasyon kredisinin özellikleri	94
Tablo 2.10	\$400 milyonluk bir kulüp kredisinin özellikleri	95
Tablo 3.1	Enstrüman tipine göre uluslararası sermaye piyasalarındaki finansal aktiviteler	98
Tablo 3.2	Borçlu gruplarına göre uluslararası sermaye piyasalarındaki finansal aktiviteler	99
Tablo 3.3	Euro sendikasyon kredileri piyasasında düzenlenen krediler	100
Tablo 3.4	Orta vadeli uluslararası banka kredileri	105
Tablo 3.5	Euro kredilerdeki basis points olarak spreadler	106
Tablo 3.6	Kaydedilmiş euro kredilerin ortalama vadeleri	106

Tablo 3.7	Ödünç alan ülkeye göre orta vadeli uluslararası banka kredileri	107
Tablo 3.8	Uluslararası banka kredilerinde para birimlerinin dağılımı	107
Tablo 3.9	Türkiye'nin kullandığı sendikasyon kredisi miktarları	114
Tablo 3.10	Ödünç alıcıya yapılan son teklifler	118
Tablo 3.11	1. Teklifin değerlendirilmesi	119
Tablo 3.12	2. Teklifin değerlendirilmesi	119
Tablo 3.13	3. Teklifin değerlendirilmesi	120
Tablo 3.14	4. Teklifin değerlendirilmesi	120
Tablo 3.15	5. Teklifin değerlendirilmesi	120
Tablo 3.16	Ağırlıklı ortalama kredi miktarı	122
Tablo 3.17	Tabloların birleştirilmesi	122
Tablo 3.18	Yönetim toplantısında son kredinin bölüşümü	128
Tablo 3.19	Ücret dağıtım programı	128
Tablo 3.20	Genel sendikasyon raporu	129
Tablo 3.21	Sendikasyon üyelerinin alacağı ücretler (\$, $\times 10^6$)	130
Tablo 3.22	Havuzun bölüşümü	130

KISALTMALAR LİSTESİ

AfDB	African development Bank
AJÜ	Ajanlık Ücreti
AsDB	Asian Development Bank
ASP	Ağırlıklı Spread
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development
ECP	Euro Commercial Paper
EMTN	Euro Medium Term Notes
HAR	Harcamalar
HVG	Havuz Geliri
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development (the World Bank)
IDB	Inter-American Bank
IFC	International Finance Corporation
KTÜ	Katılım Ücreti
LYÜ	Praecipuum
NSP	Net Spread
ÖKM	Ödenmemiş Kredi Miktarı
ROA	Return On Assets
TAÜ	Taahhüt Ücreti
TOPSP	Toplam Spread
YKÜ	Yüklenim Ücreti
YÖÜ	Yönetim ücreti

TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın hazırlanması sırasında benden bilgi ve tecrübelerini esirgemeyen, çalışmalarında beni yönlendiren değerli hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. Güler ARAS'a teşekkürü bir borç bilirim.

ÖZET

Uluslararası bir sendikasyon kredisi direkt krediler, uluslararası ticaretin fonlanmasında kullanılan krediler, uluslararası leasing, proje kredileri ve diğer uluslararası borçlanma kolaylıkları arasında kabul edilebilecek bir çeşit finans tekniğidir. Kredinin ödünç alan tarafında sadece bir kurum olmasına rağmen, sendikasyon kredilerinin farklı bir özelliği olarak, syndicate adı verilen bir grup banka tarafından fonlanırlar. Bununla birlikte kredinin yönetimi, dökümantasyon ve ajan banka ortak olduğundan sanki kredi sadece bir banka tarafından sağlanıyormuş gibi icra edilir.

Krediye katılan bankalar paylarına ve aldıkları paylara ve görevlere göre lider yönetici, yönetici, yardımcı yönetici, katılımcı ve ajan gibi ünvanlara sahip olurlar. Kredi dökümanlarında ve basın ilanlarında bu ünvanları kullanırlar. Kredi vadeli ve dönen kredi kolaylığı olmak üzere iki ayrı tipte düzenlenebilir. Klasik olarak organize edilen vadeli bir sendikasyon kredisinde kredi çekim dönemi, geri ödemesiz dönem ve geri ödeme dönemi olmak üzere üç dönem bulunur.

Ödünç alan kendine teklif veren uluslararası bankalardan birine yazılı yetki vererek sendikasyon sürecini başlatır. Bu noktadan sonra, banka yazılı yetkiye sahip banka ünvanını almıştır. Yönetici grubu oluşturmak, katılımcı bankalara fon sağlamak ve kredi dökümantasyonunda borçluya yardım etmek önemli fonksiyonları arasındadır. Kredinin borçlu için fiyatını iki ayrı tip maliyet oluşturur: Sabit maliyetler ve değişken maliyetler. Lider yönetici ücreti, yüklenim ücreti ve katılım ücretinden oluşan yönetim ücreti, ajan banka ücreti, harcamalar ve LIBOR'un üstüne eklenen spread sabit maliyetleri meydana getirir. Değişken maliyet, referans oran olarak belirlenmiş LIBOR gibi bir piyasa oranıdır.

Sendikasyon kredileri piyasası ödünç alanlar için önemli uluslararası borçlanma piyasalarından biridir. Son yıllarda kredi amaçları daha çok özel projelerin finansmanı, şirket satın alma ve birleşme gibi alanları kapsamaya başlamıştır. Bu piyasaya genellikle

Türk bankaları özel projelerin finansmanı veya dış ticaretin finansmanı gibi konularda kullandırmak üzere verecekleri kredilerin finansmanı amacıyla başvurumaktadır.



ABSTRACT

An international syndicated loan is a kind of financing technique that can be accepted among direct credits, export and import credits, international leasing activities, project credits, and other international borrowing facilities. As a different feature of the syndicated loans, they are funded by a group of banks, which is called the syndicate, though there is only one corporation at the borrowing side of the loan. However, the management of the loan is executed as if it is provided by only one bank because the documentation and the agent bank are common.

The banks participating the loan get titles like the lead manager, the manager, the comanager, the participating bank and the agent in respect of their shares and duties. They use these titles in the loan documentation and the tombstone. The loan can be arranged in two different types as a term credit or a revolving credit facility. There are three different stages in a syndicated term credit organizing in a classical manner as the drawdown period, the grace period and the redemption period.

The borrower has the syndication process started by giving a mandate to the bank sending an offer. After this point, the bank gets the title of the owner of the mandate. To form the management group, to supply funds to the participating banks and to help the borrower in the loan documentation are among its crucial functions. The total price of the loan for the borrower consists of two different types of costs: Fixed costs and variable costs. The management fee, which can be divided three parts as the praecipuum, the underwriting fee, and the participation fee, the agent bank fee, the expenses, and the spread adding over LIBOR constitute the fixed cost. The variable cost is an interest rate designated as a reference rate like LIBOR.

The syndicated loan market is one of the important international finance markets for the borrowers. In recent years the objectives of the loans begin to involve funding private projects, acquisition and merging more and more. In most cases Turkish Banks apply to this market to finance the private projects, export and import activities.

GİRİŞ

Sendikasyon kredileri, uluslararası toptan bankacılık faaliyetlerinden biridir. Önemli uluslararası bankalar çok uluslu işletmelerden, hükümetlerden ve hükümet kuruluşlarından büyük miktarda mevduatlar kabul eder ve aynı organizasyonlara yine büyük ölçeklerde olmak üzere krediler düzenleyerek bu fonları pazarlarlar. Uluslararası bankalar aracılığıyla her gün büyük miktarda sermaye akışları gerçekleşir. Özellikle ödemeler dengesi açıklarının kapatılmasında bu sermaye akışlarının önemli rolü bulunmaktadır.

Menkul kıymetin ihracına alternatif olarak, bir kurum bir bankadan kredi alarak da fon ihtiyacını giderebilir. Bu noktada başvurabileceği kaynaklar, ülkesindeki yerel bir banka, yabancı bir bankanın kendi ülkesinde kurulu bir şubesi, kurumun iş yaptığı bir ülkede kurulu kendi ülkesine ait bir bankanın şubesi, kurumun iş yaptığı bir ülkede kurulu yabancı bir banka ve son olarak bir kıyı bankası veya Eurobank olmak üzere beş tanedir. Bu kaynaklardan beşincisine başvurması halinde alacağı kredi türü büyük bir olasılıkla euro sendikasyon kredisi olacaktır.

Bir ödünç alıcı yüksek miktarda bir fon ihtiyacı doğduğunda, kredi başvurusu oldukça makul sebeplere dayanıyor ve banka için gayet büyük bir kar imkanı taşıyor olsa bile tek bir bankanın bu fonu sağlaması kanuni ödünç verme limitleri, piyasa koşulları ve diğer sorunlar nedeni ile mümkün olmayabilir. O nedenle, bu banka krediyi müşterisine sağlamak için başka bankaları bir sendikasyon kurmak üzere davet edecek, her banka ödünç alanın değerlendirmesini kendi kriterlerine göre ayrı ayrı yapacak ve kendi katılmak istediği miktarı belirleyecektir.

Bankaları bir sendikasyon kurmaya iten ana etkenin riskin dağıtılması zorunluluğu olduğu söylenebilir. Tek bir ödünç alıcıdan veya toplam olarak ödünç alıcının ülkesinden bankanın maruz kaldığı riskin büyüklüğü, katlanılamayacak seviyeye ulaşmış olabilir. Onun için bu riskin bir şekilde mutlaka düşürülmesi gerekecektir. Eğer

borçlu bir devlet veya devlet kuruluğu ise bunu gerçekleştirmenin başka bir yolu, o ülkenin borçlarını ikincil piyasada satmak ve yerine daha fazla risk alınması mümkün bir ülkenin borçlarını satın almaktır.

Bu çalışmanın ilk bölümünde sendikasyon kredileri dışında uluslararası piyasalarda düzenlenmekte olan kredi türleri incelenmiştir. Yurtiçi bir kredinin düzenlenmesinden farklı olarak kreditrn bu işlemi gerçekleştirirken karşı karşıya bulunduğu farklı risk türleri verilmiştir.

İkinci bölümde, genel olarak sendikasyon kredilerini diğer uluslararası kredi türlerinden ayıran özellikler açıklandıktan sonra, sayıları bazen yüzleri bulan bankalar arasında uyumu sağlayarak tek bir borçlunun özel ihtiyaçlarına göre kredinin düzenlenmesine yardım eden, 2-6 hafta gibi çok kısa sayılabilecek bir sürede \$1 milyar gibi dev fonların akışını temin eden hassas bir sürecin nasıl etkin bir biçimde işletildiği incelenmiştir.

nc bölümde uluslararası piyasalar ve sendikasyon kredileri piyasasındaki son gelişmeler istatistik değerleri ile beraber yorumlanarak verilmiş, 24 Ocak 1980 kararlarından sonra gittikçe artan bir oranda uluslararası piyasalarda grlmeye başlayan bankacılık sektörünün sağladığı önemli krediler ve bu kredilerin maliyetini etkileyen faktörler incelenmiştir. Son olarak, bir uygulama ile çalışma bitirilmiştir.

BÖLÜM 1

ULUSLARARASI KREDİLER ve ULUSLARARASI KREDİLERİN KULLANDIRILMASI

1.1. Uluslararası Krediler

Bankanın müşterisiyle olan ilişkileri ve müşterinin krediyi kullanacağı alan, fonlama tipinin belirlenmesinde önemli faktörlerdir. Yurtiçi krediler için kullanılan bazı teknikler, uluslararası krediler için kullanılsalar da, uluslararası krediler için geliştirilmiş özel yöntemler bulunmaktadır.

1.1.1. Direkt krediler

Borçlanan tarafından imzalanan ve kredi koşulları üzerinde belirtilen senetlerle (promissory note) yapılan anlaşmalar direkt kredilerdir. Faiz, kredi dilimleri çekildikçe işlerken, anapara vade sonunda tek seferde ödenebilir. Projenin daha önceden belirlenmiş aşamalarına ulaşıldıkça anaparanın kısım kısım geri ödenmesi zaman zaman karşılaşılan bir uygulamadır. Müşteri senedi imzaladığı zaman, parayı aldığını ve belirtilen tarih veya tarihlerde üzerine faiz eklenmiş biçimde geri ödemeyi kabul ettiğini göstermektedir.

Kredinin klasik vadeli bir krediden tek farkı, senedi imzalayan müşterinin başka bir ülkenin vatandaşı olmasıdır. Bu fark, üzerinde ısrarla durulması gereken küçük, fakat çok önemli sorunlara neden olabilecek bir ayrıntıyı gündeme getirir. O da, senedin sadece bankanın ülkesinin mahkemelerinde değil, aynı zamanda müşterinin ülkesinin mahkemelerinde geçerli olabilmesidir.¹ Bazı durumlarda senedin iki dilde yazılmış olması zorunlu olabilir. Böyle bir halde hukuki bir danışmanla çalışmak çok yararlı olacaktır. Örneğin bir Amerikan bankası yabancı bir işletmeye kredi açarken bahsedilen noktalara dikkat etmeli, anlaşmanın ABD’de yapıldığını düşünerek yerli senet formlarını

¹ Peter K. Orpenheim, *International Banking*, New York: American Bankers Association, 1987, s. 220.

kullanmamalıdır. Çünkü yabancı müşterinin dolar bazında aktifi bulunmuyorsa, yargılama yetkisi alınmış olsa bile pratikte bu nedenden dolayı senedin bir geçerliliği kalmaz.

1.1.2. Uluslararası ticaretin fonlanması

Uluslararası ticareti fonlayarak bankalar hayati bir işlevi yerine getirmektedirler. Örneğin bir ihracatçının amacı, satışı yaptıktan sonra hemen tüm miktarı nakit olarak alabilmektir. Buna karşın çoğu durumda, ithalatçı nakit akışındaki kısıtlamalar, ülkesinin şartları veya başka bir satıcıdan aldığı vadeli satış teklifi nedeniyle bunu yapmaz veya yapamaz. O nedenle, ihracatçı satışı yapabilmek için hangi alternatiflerin hazırlanmış olduğunu bilmelidir. Eğer ürünleri için geniş bir talep bulunuyorsa, nakit ödemeyi hemen yapabilecek başka müşteriler arayabilir veya müşterinin banka kredisi olarak ödemeyi hemen yapmasını isteyebilir. Aksi taktirde, ithalatçının kendine teklif edeceği bir ödeme programını incelemeye almak zorunda kalacaktır. Uluslararası ticaretin fonlanması alanı bankaların çok çeşitli ürünler geliştirdiği ve artık olgunluğa ulaşmış bir alan olarak görülebilir. Bu çalışmanın anakonusu olmadığı için ayrıntıya girilmeden ihracatçının uygulamada karşılaşılabileceği durumlar ve bankanın bu durumlarda gösterebileceği uluslararası aracılık fonksiyonu üç madde halinde özetlenecektir²:

- i. İthalatçı ödemeyi gelecek bir tarihte yapmak isteyebilir: Bu durum ithal ettiği malları satarak ihracatçıya ödemeyi yapmadan önce ihtiyacı olan nakti üretebileceği düşüncesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin bir ihracatçı görülmesinden doksan gün sonra ödenmek üzere, ithalatçıya bir poliçe çekebilir. İhracat belgeleri, poliçenin ithalatçı tarafından kabulünden sonra verilir ve böylece ithalatçı kabul tarihinden doksan gün sonra ödemeyi yapma taahhüdü altına girmiş olmaktadır. İhracatçının elindeki bu belgenin ismi şimdi ticari kabul belgesi (trade acceptance) olmuştur ve doksan gün sonra tüm miktarı tahsil etmeyi beklemektedir. Ancak bu süreyi beklemeyp fonları daha erken elde etmek isterse, bankasına giderek ithalatçı tarafından ödemenin yapılamaması halinde bankanın kendisine başvuru hakkı saklı

² Orpenheim, s. 221-223.

kalmak koşuluyla (recourse) iskonto ettirir. İhracatçı ticari kabul belgesinin nominal değerinden daha az bir miktar alır. Vade tarihinde banka ithalatçıya giderek nominal miktarı ödemesinin ister. Aradaki fark bankanın geliridir. Eğer ödeme ithalatçı tarafından yapılmazsa, ihracatçıdan ödemeyi yapması ve ithalatçının geri ödemeyi yapması için yollar araması istenecektir. Bankanın ticari kabul belgesini iskonto etmesinin nedeni ihracatçının kredi kapasitesinin analizine bağlı kalmaktadır. Eğer sadece ithalatçının kredibilitesine güveniyorsa geri ödememe halinde ihracatçıya yeniden başvurma hakkı olmaksızın (without recourse) da belgeyi iskonto edebilir. Eğer ithalatçı kendi hükümetinden veya ticari bir bankadan bu ticari kabul belgesi için garanti almışsa, ihracatçı isterse alacağını bir forfaiting şirketine iskonto karşılığında satarak fonları daha erken tahsil edebilir. Bu fonlama yöntemi geri dönüşü olmayan bir yöntemdir ve alacakları satın alan şirket garantörün kredibilitesine ve ülke riskine güvenmektedir. Garantör, daima ithalatçıdan daha iyi tanınan ve finansal açıdan güçlü olan bir kurumdur. Pratikte çok pahalı olan sermaye mallarına 5-7 yıllık vadelerle uygulanan bir yöntemdir. Erken fon girişini sağlamak için ihracatçının başvurabileceği başka bir yöntem factoringdir. Forfaiting gibi geri dönüşsüz ve alacakların iskonto ettirilerek satıldığı bir uygulamadır. Ancak sermaye malları dışındaki mallara da uygulanarak geniş bir kullanım sahasına sahiptir. Factoring ve forfaiting ile ihracatçı tüm politik ve kredi risklerini diğer şirkete satmakta, ithalatçıyı değerlendirmek için ayrı bir eleman çalıştırmaktan kurtulmakta, nakit akışını iyileştirmekte, ticari koşullarını ithalatçının ülkesindeki yerel koşullara uydurabilmekte ve rekabet gücünü arttırmaktadır³. İthalatçı kendi ülkesinde bir akreditif (letter of credit) açarsa, ihracatçı belirli belgeleri sunduktan sonra bir banka kabulü (bank acceptance) alır. İhracatçı bu belgeyi hemen iskonto ettirebilir. Normalde ithalatçı banka kabulünün vade tarihi bitimine kadar ödemeyi yapmaz. Vade tarihinde ödemeyi yaptığı zaman ihraç eden banka tarafındandır ihracatçıya ödeme yapılacaktır.

- ii. İthalatçı nakit olarak ödemeyi yapamaz: Günümüzde bir ithalatçının ödemelerini yapabilmesi için gerekli olan dövizin bir kısmını veya tamamını kendi ülkesinde bulamadığı zamanlar olabilir. Bu duruma genellikle bir ülkenin ödemeler dengesi

³ Halil Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, İstanbul: Güzem Yayınları, 1994, s. 280-281.

sorunları olduğu zaman veya kendi ülkesinin kolayca satılamayacak bazı ürünlerini satılmaları için destekleme kararı aldığı zaman rastlanır. Böyle bir durumda, ihracatçıdan ödeme karşılığı başka bir malı kabul etmesi ve gelecek belli bir tarihte o malı satın almayı taahhüt etmesi istenir. Bu tür telafi edici ticaret anlaşmaları bağlı ticaret (counter trade) olarak isimlendirilmektedir. Takas (barter), karşı satın alım (counter purchase) ve dengeleme (offset) gibi türleri bulunmaktadır. İhracatçı kendine teklif edilen malları alarak onları nakit karşılığı başka bir ülkeye satmanın yollarını araştırır. Bu yöntem ihracatçı için gecikmeleri ve maliyetleri arttırmaktadır. En sonunda ilk satıştan alınması gereken ödeme tahsil edilecektir. Bazı ülkeler bir ülke için veya bir grup ülke için aralarındaki ticaretin dengelenmesini şart koşabilirler. İhracatçı böyle bir durumda kendi satış kapasitesinin, karşı ülkenin ülkesine daha önce yapmış olduğu ihracat miktarına bağlı olduğunu görecektir.

- iii. İhracatçı kendi işlerinin finanse edilmesini isteyebilir. Böyle bir istek genellikle kendi ülkesinin resmi bir kuruluşu tarafından teklif edilen bir programdan faydalanılarak gerçekleştirilir. Birçok ülke işsizliği önlemek ve gelir artışı sağlamak gibi makroekonomik hedeflere ulaşmak için ihracatı teşvik programları yürütmüş veya yürütmektedirler. Buna ek olarak, ihracatçı kendi bankasından ithalatçıyı finanse etmesini isteyebilir. Eğer banka bunu yaparsa, ithalatçıyı artık kendi borçlusu gibi görür ve kredi kararını ithalatçının kredibilitesine dayandırır. Eğer bu yeterli değilse, ihracatçıdan tam veya kısmi garantiler isteyebilir. Ticari bir hesaptaki paradan daha fazla para çekme yoluyla finansman birçok yabancı banka tarafından uygulanan geleneksel bir kredilendirme uygulamasıdır. Bir banka müşterisiyle belli amaçlar için kullanılmak üzere kredi anlaşmasına girer. Ödemeler herhangi bir senet imzalanmaksızın yapılır. Borçlunun yükümlülükleri anlaşmada belirtilmiştir. Böylece müşteriler her seferinde ayrı bir anlaşma yapmaktan kurtulurlar.

1.1.3. Leasing

Kiralama yoluyla finans piyasası büyük sermaye mallarının alımının finansında önemli bir segmenti oluşturur. Herhangi bir sermaye malı borç alınan fonlarla satın

alınabileceği gibi aynı zamanda kiralanabilir. Bahsedilen sermaye malları oldukça pahalı olan ekipmanlardır (big-ticket item). Genellikle kullanıcıya maliyeti 5 milyon USD'nin üzerinde olur. Bu grupta sayılabilecek ekipmanlar hava ve deniz araçları, makinalar ve enerji tesisleri gibi sermaye mallarıdır. Kiralama işleminin uluslararası bir özellik taşımasının nedeni, kiracı ve kiraya verenin ayrı ülkelerden olmasıdır. Yöntem geri dönüşü olmayan bir yöntemdir.

Araçtan faydalanacak muhtemel kişi kiracıdır (the lessee). Bu kişi önce aracı ve aracın satın alınacağı imalatçısını seçer. Kiracı fiyat, özellikler, garantiler ve teslim tarihi gibi konularda imalatçıyla anlaşmaya varır. Bu noktada bir banka veya kiralama şirketi gibi üçüncü bir taraf imalatçıdan aracı satın almak ve kiralamak üzere işlere dahil olur. Bu üçüncü taraf, kiraya veren (the lessor) olarak adlandırılır. Anlaşma kiraya verenin kiralanmış aracın sahibi olarak vergi avantajlarından faydalanmasını sağlayacak biçimde düzenlenir.

Temel olarak kiralama, aracın sahibi olmakla ilgili vergi avantajlarından yararlanma kapasitesi olmayan kiracıdan, bu avantajların kullanılabileceği kiraya verene transfer edildiği bir yöntemdir. Bu vergi avantajlarının değiş tokuşunda, kiraya veren kiracının borçlanarak satın alabileceği bu aracı ona daha düşük maliyetle sağlar. Bu tür kiralamalar vergi merkezli kiralamalar (tax-oriented leases) olarak adlandırılır⁴.

Kiraya veren için aracın satın alınmasında kullanılabilecek iki temel yöntem bulunmaktadır. İlk yöntem aracı satın alırken tümüyle kendi fonlarını kullanmaktır. O nedenle bu fonlar % 100 risk altına girmiş olur. Böyle kiralama anlaşmalarına direkt kiralama (single-investor veya direct leases) adı verilmektedir. Bu tip bir anlaşmada kiracı ve kiraya veren olmak üzere iki taraf bulunur. İkinci yöntem, aracın satın alımında kendi fonlarını kısmen kullandırarak, geri kalan miktarı bir bankadan veya bankalar grubundan dengelemektir. Bu yönetime kaldıraçlı kiralama (leveraged lease) denmektedir.

⁴ Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Michael G. Ferri, *Fundamentals of Financial Markets and Institutions*, New York: Prentice-Hall Inc., 1994, s. 415.

Anlaşmada kiracı, kiraya veren ve kreditor (lender) olmak üzere üç taraf bulunur. Kiraya veren sadece aracın satın alımında belli bir yüzdede paya sahip olmasına rağmen, araca sahip olmanın tüm vergi avantajlarından, ödünç verilen fonların faiz ödemelerindeki indirimler gibi vergi avantajlarından yararlanır. O nedenle bu yöntem büyük sermaye mallarının satın alımında çok sık kullanılmaktadır.

1.2. Uluslararası Kredilerin Kullanılması

Uluslararası fon transferlerinde aracılık rolünü üstlenmiş bir finansal kurumun yaptığı işler arasında en fazla net gelir bırakanı, yabancı müşterilere kredi açma faaliyeti olmaktadır⁵. Uluslararası kredi verme görevini finansal kurumlar içinde uluslararası bankalar yerine getirmektedir. İster yurtiçi, ister uluslararası olsun bir bankanın ekonomik hayattaki işlevini tam olarak yerine getirip getirmediğini anlamak için, karının ne kadarlık kısmını kredi kullandırmaktan kaynaklandığına bakılabilir.

1.2.1. Uluslararası kredilendirme prensipleri

Uluslararası bir kredinin verilmesiyle ilgili prensipler, yurtiçinde bir müşteriye kredi açarken uygulanan prensiplerle temelde aynıdır. Bununla birlikte, uluslararası kredilerin kullanım yerlerinde farklılıklar görülebilir. Örneğin bu kullanım yerleri, ihracatın ve ithalatın finansmanı, yeni imalat tesislerinin kurulması, geçici ödemeler dengesi açıklarının kapatılması veya müşterinin üçüncü bir tarafa olan borcunun garanti edilmesi gibi alanlar olabilir.

Uygulamaya bakıldığında, uluslararası krediler bölümü ve yurtiçi krediler bölümü aynı prensiplerle analizlerini yapmaktadırlar. Banka finans yöneticisinin kaynak kullanımında dikkat etmesi gereken bu prensipler şöyle özetlenebilir⁶:

⁵ Dudley G. Lockett, *Money and Banking*, Singapore: McGraw-Hill Book Co., 1986, s. 505.

⁶ Mustafa Aktaş, "Bankacılıkta Kredi Kullanırma," *Kredilendirme Seminer Notları*, Yıldız Teknik Üniversitesi, 1995, s. 1.

i. Fon kullanımında emniyet sağlamalı

- Kredi kullanacakların iyi tanınması
 - Şahsi durumu (İş ahlakı, iş yapabilme becerisi)
 - Mali durumu (Ödeme gücü, nakit yaratma olanakları)
- Kredinin işe kullandırılması
- Kredinin geri dönüş gücünün araştırılması
- Gelebilecek olumsuzluklara karşı önlem alınması (Teminatlar, senet vadeleri, vade yaygınlaştırılması, kademeli kullandırım, kefalet v.b.)

ii. Müşterinin kredi isteğinin nereden doğduğu saptanmalı

- Firmanın büyümesi (Reel talep artışını karşılayacak üretim artışı için ek fonlara gereksinim olur.)
- Mevsimlik ve konjonktürel nedenler (Zirai girdiler v.b.)
- Piyasada yaratılan geçici zorluklar (Parasal muslukların daraltılması, ödemelerin geciktirilmesi, ihracat bedelleri, vergi iadeleri v.b.)
- Doğal yıkımlar (Su baskını, deprem, yangın, heyelan, kuraklık sonucu uğranılan zararlar.)
- Firmanın yeterince fon yaratamaması veya zarar etmesi (Yoğun rekabet, fiyatın kamu otoritesince belirlenmesi, dış kaynaklar ağırlıklı finansman politikası, işletmenin piyasa payının azalması v.b.)
- Firmanın aşırı kar dağıtması, ortakların işletmeden büyük paralar çekmeleri
- Mevcut borçları ödeyebilmek için borçlanma
- Firmanın alacaklarını tahsil edememesi, stoklarını satamaması
- Enflasyon

iii. Banka müşterisini yaşatarak krediyi kullandırmalıdır

- Müşteri ilişkilerinin geçiciliği değil, sürekliliği esas alınmalı, geçici darboğazlar birlikte aşılmalı

- iv. Kredi ehline, zamanında, yeterince ve ödeme gücünü aşmayacak kadar verilmelidir

1.2.2. Kredinin temelleri

Kredi ve risk birbirinden ayrılmaz kavramlardır. Banka krediyi verirken belli olan gelecek bir tarihte, anaparanın üstüne faizi eklenmiş olarak geri alıp alamayacağını değerlendirir. O nedenle, kredi analizlerine başlamadan önce talebi değerlendirecek görevli aşağıdaki dört sorunun cevaplarını alması gerekmektedir⁷:

- i. Ne kadar kredi talep ediyorsunuz? Alınacak cevap, tüm değerlendirmeler için sınır olarak tesbit edilir. Yaygın kanaatin aksine, genellikle müşteriler gereksinim duydukları miktarı tam olarak bilememektedirler.
- ii. Krediyi hangi amaçla talep ediyorsunuz? Uluslararası krediler bölümü ancak kendi alanına giren konularda kredi vermelidir. İlgisiz başvurular yurtiçi krediler bölümünde değerlendirilir.
- iii. Krediyi ne kadarlık bir süre için talep ediyorsunuz? Amaç belirlendikten sonra, vadenin tesbitinde ana faktör olarak karşımıza çıkar. Uluslararası kredilerin karakteri gereği orta ve uzun vadeli uygulamalar yaygındır.
- iv. Krediyi nasıl geri ödeyeceksiniz? Müşteri verilen krediyi amacına uygun kullandıktan sonra, anapara faiziyle birlikte geri ödeyebilme potansiyeli olmalıdır. Örneğin kapasite arttırımı amacıyla kredi açılmışsa, kapasitenin artışı sonucu üretim artar. Artan üretim satışları arttırarak krediyi geri ödenebilmesini mümkün kılar. Görüldüğü üzere kredi kendi kendini amorti etmekte, likit hale gelmektedir. Yurtiçi açılan bireysel bir kredide ise durum tamamen farklıdır. Müşterinin düzenli geliri kredinin geri ödenmesi için ana kaynaktır.

⁷ Orpenheim, s. 206-207.

Eğer risk alınmıyorsa, bu durum bankaların gerçek bankacılık faaliyetleri içinde olmadıklarını gösterir. Bununla birlikte, bankacılar kendi paralarını değil, mevduat ve hisse senedi sahiplerinin paralarını ödünç verdiklerini unutmamalıdır.

1.2.3. Uluslararası kredilerin banka açısından riskleri

Uluslararası bir kredi düzenleyecek kreditorün kredi analizini yaparken dikkate aldığı risk türleri ile, yurtiçi bir kredi düzenleyecek kreditorün dikkate aldığı risk türleri tümüyle aynı değildir. Ödünç alıcıdan kaynaklanan finansal risk gibi risklere ek olarak uluslararası kredilerin kendine özgü olarak ülke riski, düzenleyici otorite riski ve kur riski gibi riskler bulunur. Herbiri başlı başına ayrı bir uzmanlık konusu olduğu için, bu risklerin sağlıklı bir şekilde değerlendirmesini yapabilmek, oldukça derin bilgi ve tecrübeleri gerekli kılmaktadır.

1.2.3.1. Kur riski

Bankalar, belli bir paradaki kısa veya uzun dönemli pozisyonları, çalışanların bankanın parasını kumar oynarcasına çok büyük riskler altına atmaları ve yabancı bir paradaki alacağın karşı tarafın ödeyememesi olmak üzere üç kaynaktan kayıplara uğramaktadırlar. Uluslararası kredilerin tarihinde bu nedenlerden dolayı büyük kayıplara uğramış bankalar vardır. Örneğin Bankhaus Herstatt, döviz piyasalarındaki açık pozisyonlarında uğradıkları büyük kayıptan dolayı batmış ve Lloyds Bank yetkisi olmayan bir çalışanın işlemleri sonucunda 77 milyon USD kaybetmiştir. Bundesbank tarafından Herstatt'ın çalışma saatleri içinde kapatılması birçok bankanın döviz işlemlerine yerine getirememelerine neden olmuş, bankalar ve yetkililer kontrollerini sıklaştırmak zorunda kalmışlardır. Kur riskinin bankanın o paradaki açık pozisyonu ve kurlardaki beklenilmeyen değişikliklerin varyansı ile pozitif olarak ilgili olduğu söylenebilir⁸.

⁸ Maurice D. Levi, *International Finance*, New York: McGraw-Hill Companies, Inc., 1996, s. 311.

1.2.3.2. Düzenleyici otorite riski

Düzenleyici otorite riski sınır ötesi işlemlerde ve euro para işlemlerinde değişik şekillerde görülmektedir. Kredilerin fiyatlanması rezerv zorunluluklarına ve o ülkenin kurallarına dayanmaktadır. Bu kurallardaki herhangi bir olumsuz değişiklik karları düşürebilir. Kredi anlaşmalarında bu olasılığa karşı ifadeler bulunmaktadır. Böyle bir durum gerçekleşirse, borçlu ek maliyetlere katlanmak zorunda kalır. İşleri daha da garantiye almak için, çekimlerin veya geri ödemelerin yapılabilmesini sağlayan parasal otoritelerin izinleri veya bu etkinin yüklenilmesi borçludan istenebilir.

1.2.3.3. Pasiflere bağlı risk

Ödünç para verme ile ilgili işlerde riskler sendikasyon kredilerinin yüklenimi, kredi taahhütlerinin yerine getirilmesi ve senet kabul kolaylığı gibi faaliyetlerden kaynaklanmaktadır. Bankalar tahvil ihraçlarını da yüklenbilir veya dönen yüklenim kolaylıkları çıkarabilirler. Bu tür işlerin taahhüt vadeleri on yıla kadar çıkabilmektedir. Müşterilerinin performansları için garanti vermek, swap faaliyetlerinde bulunmak gibi başka riskler meydana getiren yükümlülükleri vardır. Tüm bu kolaylıkların oluşturduğu geri ödememe ve likidite riskine katlanırlar. Bu risklerin azaltılması için, verdikleri kredilerin faiz oranlarını future piyasalarda değiştirmek ve sabit faiz oranlı kredi anlaşmalarından daha çok değişken oranlı anlaşmalara girmek gibi yöntemlere başvurabilirler.

1.2.3.4. Likidite riski

Euro para piyasalarında kısa vadeli mevduatlardan kaynaklanan belirsiz fon talebi, kredi limitlerinin geri çekilmesi ve kredi geri ödemelerindeki değişkenlikler gibi olumsuzluklarla başedebilmek için bankalar bazı seçenekler üretmişlerdir. Örneğin bankaların herhangi bir hacimdeki fon ihtiyaçlarını faiz oranı üzerinde çok büyük bir çaba

sarfetmeden giderebilecekleri Londra ve Singapurda bankalararası piyasalar bulunmaktadır. Bankalar bu piyasaları önemli bir savunma aracı olarak görürler. Bankaların bilançolarının aktif tarafında artık kurumsallaşmış olan seçenekleri de bulunmaktadır. Bu olasılık genellikle aktiflerin, özellikle de kredilerin menkul kıymetleşmesi biçiminde verilebilir. Örneğin banka bir sendikasyon kredisine katılımının sonucunda aldığı katılım sertifikalarını yönetici veya sertifikaları ihraç eden bankaya geri satarak kredinin ömrü boyunca daha küçük bir miktarda portföy tutabilir⁹.

1.2.3.5. Faiz oranı riski

Uzun vadeli kredilerin kısa vadeli pasiflerle fonlanması bu riskin ana kaynağını oluşturmaktadır. Örneğin bir banka beş yıl vadeli sabit faiz oranlı bir krediyi, altı ay vadeli mevduatlarla finanse ediyorsa, altı aylık mevduat faiz oranlarında görülebilecek hızlı bir yükselme, bankayı belki de zarara uğratabilecek bir gelişme olacaktır. O halde, faiz oranı riski aktiflerin ve pasiflerin vade uyumsuzluğundan kaynaklanmaktadır. Mali aracılık faaliyetleri içinde bulunan firmalar, aktifler ve pasifler arasında bir vade dönüşümü gerçekleştirmektedirler. Bu dönüşüm sırasında faiz oranı riskini minimuma indirmek için aktiflere değişken faiz uygulanmalıdır. Bu faiz LIBOR gibi bir referans orana sabit bir yüzde eklenerek bulunur. Dolayısıyla LIBOR değiştikçe kredinin toplam faizi de değişmiş olacaktır¹⁰.

1.2.3.6. Ülke riski

Dünyadaki tüm ülkeleri gözönüne aldığımızda, aralarında politik, sosyal ve ekonomik açıdan derin ayrılıklar olduğunu görürüz. Örneğin, birçok Avrupa ülkesinde yüzyıllar sonunda oluşmuş siyasal sistemler mevcutken, Afrika'da yüzyılımızın ikinci

⁹ M. K. Lewis ve K. T. Davis, *Domestic and International Banking*, London: Philip Allan, 1987, s. 354.

¹⁰ J. Orlin Grabbe, *International Financial Markets*, New York: Elsevier Science Publishing Co. Inc., 1986, s. 239.

yarısında ortaya çıkmış, ulusal bir tarihi ve siyasi geleneği olmayan ülkeler bulunmaktadır. Bu tip ülkeler arasında kredi tercihi yapılırken, değerlendirmeler çok farklılaşmaktadır.

Aşlında, ülke riski ifadesi, yukarıda kur riskini de kapsayacak biçimde, kredinin geri ödenmesini tehlikeye atabilecek, müşterinin ülkesinin tüm siyasi, sosyal ve ekonomik riskleri içine almaktadır. Ülke riskini meydana getiren faktörler şunlar olmaktadır¹¹:

- i. Politik: Savaş, işgal, iç huzursuzluk, isyan, ideolojik farklılaşma, ekonomik çıkar çatışmaları, bölgeselcilik, politik sürtüşmeler v.s.
- ii. Sosyal: İç savaş, kargaşalık, aşiret çatışması, düzensiz gelir dağılımı, dinsel bölünme, sosyal sınıflar arası çatışmalar v.s.
- iii. Ekonomik: GSMH büyümesinde uzun dönemli bir yavaşlama, grevler, üretim maliyetinde ani artışlar, ihraç gelirinde düşme, yiyecek maddeleri ve enerji ithalatında ani yükselme v.s.

Bir banka ülke riski değerlendirmesini piyasada daha üstün bir performans gösterebilmek, piyasada ilk isim olmak veya öyle kalabilmek, ulusal denetim otoritesi tarafından maruz kaldığı riskle ilgili sorulara cevaplar verebilmek amacıyla yapar veya yaptırır. Bir banka yeterli derecede ihtiyatlı olduğu, portföyünü mümkün olduğu kadar dağıttığı ve piyasanın bir ülke hakkındaki ortak kanısına göre hareket ettiği sürece piyasa ortalamalarında bir performans göstermesi son derece normaldir. Ülke riski değerlendirmesi ancak bu ortalamaların üzerine çıkılmak istendiğinde gerekli olmaktadır. piyasadaki bilgilerden daha iyi bilgiler elde edildikçe, bilgilerin yorumunda daha iyi olundukça ve bilgilerin elde edilmesinde daha gelişmiş teknikler kullanıldıkça sonuç piyasa ortalamasından daha doğru çıkacaktır. Ülke riski değerlendirmesinin karakteristikleri şunlardır¹²:

¹¹ Sudi Apak, Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori ve Uygulama, İstanbul: Emlak Bankası Yayınları, 1992, s. 95.

¹² Pancras Nagy, Country Risk, London: Euromoney Publications, 1984, s. 13.

- Çok fazla sayıda değişkenin bir arada değerlendirilmesini ve tahminini gerektirdiği için çok karışık bir işlemdir.
- Uzun yıllar sonucunda edinilmiş tecrübe ve bilgi gerektirir.
- Profesyonel kişilere ihtiyaç duyulduğundan ve uzun zaman aldığından oldukça pahalı bir süreçtir.

Ülke riski değerlendirmesinden maksimum düzeyde yararlanabilmek için onbeş temel prensibin uygulanması gereklidir¹³:

- Sınırlı kaynaklar en çok ihtiyaç duyuldukları yerde kullanılmalıdır.
- Değerlendirmede eğitilmiş personele güvenilmelidir.
- Değerlendirme banka içinde mevcut uzmanlığa dayandırılmalıdır.
- Uzmanlar arasındaki iletişim geliştirilmelidir.
- Kurum içi uzmanlık geliştirilmelidir.
- Uzmanlar kurum içinde tutulmaya çalışılmalıdır.
- Uzmanlara ihtiyaç duydukları araçlar verilmelidir.
- Uzmanlardan ne beklenmesi gerektiği bilinmelidir.
- Diğer bankacılar uzmanları zorlamak için cesaretlendirilmelidir.
- Bankalar aynı ülke içindeki riskleri birbirinden ayırabilmelidir.
- Önemli ülkelerin riskleri sürekli izlenmelidir.
- Banka risk değerlendirme prosesi içinde kontrol ve denge noktaları belirlemelidir.
- Banka değerlendirmeye güvenmelidir.
- Banka değerlendirmeyi en iyi biçimde kullanmalıdır.
- Banka piyasa tarafından olumlu algılanmalıdır.

Özetle söylemek gerekirse, müşterinin ülkesinin şartlarının banka tarafından tam ve objektif anlaşılması, karşı karşıya bulunulan riskin ölçümünde faydalı olacaktır.

¹³ Nagy, s. 15.

1.2.3.7. Finansal risk

Kredi talebi analiz edilirken, değerlendirmelerde baz alınan özelliklerde bir değişim meydana gelmiştir. Eski değerlendirmelerde kredinin 3 K'sı olarak adlandırılan karakter, kapasite ve kapital koşullarına kazanç ve kefil de eklenmiş bulunmaktadır. Yeni yaklaşımda ise tüm faktörler kişisel, mali, ekonomik ve diğer olmak üzere dört başlık altında incelenmektedir İstihbarat ve kredi analizi ile tesbit edilecek hususlar şunlardır¹⁴:

- i. Dün 3 K
 - Karakter (İşletmenin sahip ve yöneticilerin ahlakı)
 - Kapasite (İşletmenin sahip ve yöneticilerinin iş yapabilme becerisi)
 - Kapital (İşletmenin sahiplerinin işe tahsis ettikleri fonlar)
- ii. Bugün 5 K
 - Karakter
 - Kapasite
 - Kapital
 - Kazanç (İşin getirisi veya karlılığı)
 - Kefil (Kredinin inancaları)
- iii. Yeni yaklaşım
 - Kişisel faktörler
 - Moralite (Karakter)
 - ◆ Dürüstlük, iş konusundaki tutumu
 - ◆ İş bilgisi, becerisi
 - ◆ Edimlerine bağlılık
 - ◆ Yenilikleri izleyebilme
 - ◆ Çevre ile ilişkileri
 - ◆ Zeka ve kavrayışı
 - ◆ İş Yapabilme (Kapasite)

¹⁴ Aktaş, s. 4.

- ◆ İŖi yönetme ve yönlendirme, sorunlara çözüm bulabilme yeteneği
- Mali faktörler
 - zvarlığı Yeterli (Kapital)
 - ◆ Alacaklılara güvence sağlar
 - ◆ Durgunluk ve darboğaz halinde iŖi yürütme olanağı sağlar
 - Gelir yaratma kapasitesi tatminkar (Kazanç)
 - Finansman politikası (Otofinansman, zvarlık, ticari ve banka borçları)
 - Varlıkların ve borçların kalitesi, likiditesi
- Ekonomik faktörler
 - Konjonktüre duyarlılık
 - Endüstri kolundaki rekabet
 - Endüstri kolundaki teknolojik geliŖme
 - Hükümet politikalarına bağımlılık
- Diğer faktörler
 - Hukuki yapı
 - ◆ Ŗahıslar
 - ◆ Ŗirketler
 - ⇒ Ŗahıs Ŗirketleri
 - ⇒ Sermaye Ŗirketleri
 - ◆ Kooperatifler
 - Kredinin güvencesi (Kefil)
 - MŖterinin sağlayabileceği verimlilik
 - Firma faaliyetinin bankanın temel faaliyet ve politikası ile ilgisi
 - Kredi tesbitine engel ve kısıtlayıcı haller

Tüm bu risklerin kaynakları ve azaltılma stratejileri Tablo 1.1’de zet halinde verilmektedir:

Tablo 1.1. Uluslararası ödünç verme riskleri

Risk	Riskin Kaynağı	Riski Azaltma Stratejisi
Kur riski	Aktif ve pasiflerin belli bir paradaki yanlış eşleşmeleri	Doğru eşleşmeyi sağlama
Düzenleyici otorite riski	Bankalar üzerindeki rezerv karşılıkları ve vergi oranlarının düzenlenmesi	Kredi anlaşmasında bir ifade ile borçlunun bu riski taşıması
Pasiflere bağlı risk	Müşterilerin tercihlerinin değişmesi ve sendikasyonların yüklenimi	Pasif yönetimi
Likidite riski	Mevduat sahiplerinin mevduatlarını çekme tercihleri	Aktiflerin pazarlanması
Faiz oranı riski	Vadelerin yanlış eşleşmesi ve faiz oranların tahmin edilemeyen hareketler	Kredilerin değişken faiz oranlarına göre fiyatlanması
Finansal risk	Kurumun borçlarını geri ödeyebilme yeteneği	Sendikasyon kredilerine katılım, bankalararası piyasa aracılığıyla risklerin bölüşümü
Ülke riski	Bir ülkedeki borçluların yükümlülüklerini yerine getirme isteklilikleri ve yetenekleri	Kredi potröyünün değişik ülkelere dağıtılması

Kaynak: M. K. Lewis ve K. T. Davis, *Domestic and International Banking*, London: Philip Allan, 1987, s. 356.

Müşteri hakkında karakter değerlendirmesi yaparken bankaların müşterilerinin kayıtlarını karşılıklı güven temelinde paylaşmaları uygulamasından yararlanılabilir. Kapasite ve kapital değerlendirmelerinde ise bilanço ve gelir tabloları gibi yazılı kayıtlar önem kazanır. Bu belgelerin aynı tarih için düzenlenmiş en az beş yıllık kayıtları finansal trendin belirlenebilmesi açısından önemlidir. Belgeler değerlendirilirken karşılaşılan zorluklardan biri, ülkeden ülkeye tabloların hazırlanmasında kullanılan standartların farklılaşmasıdır. Ayrıca, bağımsız denetimden geçmiş olmaları da önemlidir. Çünkü denetimcinin raporunda belirttiği noktalar banka tarafından dikkate alınır.

1.2.4. Kredi kararı

Kredi kararı, değerlendime sürecinde en kritik andır. Çünkü, ya bankaya önemli kar imkanı sağlayacak, sonuçlarıyla topluma faydalı olacak bir işin gerçekleştirilmesine yardım edilecek ya da geri ödemenin yapılamaması halinde doğacak finansal kayıptan kredi talebi reddedilerek kaçınılacaktır. Görüldüğü gibi, kararı verecek görevlinin karşıt sorumlulukları bulunmaktadır. Bu gibi anlarda, teorik bilgilerden daha çok önceki işlerden elde edilen cesaret ve tecrübe etkin olmaktadır.

Bir bankanın ana görevi, kredi vererek ekonomik faaliyetleri canlandırmak olduğuna göre, bankacılar krediyi vermek için yollar araştırmalı, yüksek kredi standartları arkasında ürkek tavırlar sergilememelidir. Ayrıca bilinmelidir ki, müşteriler taleplerine hızlı cevap almayı hakederler. Eğer olumsuz cevap verilecekse, müşteri oyalanmamalıdır.

Bankanın talep edilen kredi tipine, endüstriye ve belirlenmiş diğer özelliklere göre farklılaşan yazılı bir kredilendirme politikasının olması gerekir. Örneğin, yabancı kredilere uygulanan politika yerli kredilere uygulanmamalı, bazı endüstriler için kolaylıklar getirilirken, bazıları için de ek koruma sağlayacak güvenceler talep edilmelidir.

Kredi talebini inceleyip olumlu karar veren görevlinin kredinin tahsisi için, bankasından i onayı alması gerekir. Her banka için düzenleyici otorite tarafından belirlenmiş, sermayesinin belli bir yzdesince verebileceği kredi limiti vardır. Ayrıca, tek bir müşteriye verilebilecek kredi miktarının st sınırı tesbit edilmiştir.

Onay prosesi, her bankada farklı işletilebilir. Örneğin, her kredi görevlisi için tecrübeleri baz alınarak bir sınır belirlenebilir veya büyük miktarlı taleplerde st kademe yöneticileri biraraya gelerek ortak karar verebilirler. Kredi onaylandığı zaman, vakit kaybedilmeden yazılı biçimde müşteri vade ve koşullardan haberdar edilmelidir.

1.2.5. Kredinin Yapısı

Kredi riski değerlendirilirken, kredinin fonlanmasında kullanılacak yöntem ayrı düşünülmelidir. Örneğin, bir Amerikan Bankası kredi verirken ABD vatandaşları tarafından kendine yatırılan fonları veya euro dolarları kullanabilir. Hangi yöntemi kullanırsa kullansın borçlu geri ödemeyi yapmamamışsa, finansal bir kayıp söz konusu olacaktır.

Piyasadaki baskın özellikleri nedeniyle dolardan oluşmuş kredileri ele alırsak, bu krediler fonlanırken euro dolarlar kullanılır. Euro dolarlar tarafından fonlanan kredilerde, LIBOR kullanılır ve toplam faiz oranı “LIBOR+%X” olur. LIBOR değiştikçe toplam faiz oranı da değişeceğinden krediye değişken faiz uygulanmış olur. LIBOR sadece o fonun maliyetini yansıtmaktadır. O nedenle, LIBOR’un üstüne eklenen fark “spread” olarak adlandırılır. Banka, bu spread içinden harcamalarını öder, karını elde eder ve kredi riskini karşılar¹⁵.

Banka, krediyi verirken güvence altına alınmış biçimde düzenlemek isteyebilir. Böylece kendine ek koruma sağlamış olur. Örneğin, herhangi bir geri ödememe durumunda elindeki ciro edilebilir menkulleri satarak krediyi tazmin edebilir. Güvencesiz kredilerde, müşterinin finansal gücüne ve ününe güvenilmekte, anlaşma bir senet veya başka bir borç enstrümanı imzalanarak yapılmaktadır. Sabit varlıkların teminat olarak gösterilmesi mümkündür. Bununla birlikte, gösterilen teminatlara fazla güvenilmemelidir. Çünkü ekonomik konjonktür ve sabit varlıkların yeri, teminatların değerlerinde önemli oynamalara yol açar. Sadece güvenceli krediler düzenleyerek marjinal bir tutum sergilenmemelidir.

Üçüncü bir taraf borçlunun krediyi geri ödeyememesi halinde sorumluluğu üstüne alıyorsa, garöntör olarak adlandırılır. Genellikle, borçlunun finansal durumunun yeterince güçlü olmadığı veya teminat gösteremediği hallerde yaygındır. Örneğin, bir işletme

¹⁵ Orpenheim, s. 216.

herhangi bir holdinge bağılı olarak çalışıyorsa holdingi, bir kamu kuruluğu uluslararası piyasalardan borçlanıyorsa ona da devleti garantör olur.

Dönen kredi uygulaması (revolving credit) uluslararası finasta yaygındır. Örneğın bir ithalatçı düzenli aralıklarla kredi mektuplarına ihtiyaç duyar. Her seferinde aynı işlemlerin tekrarı yerine bir üst sınır (cap) konur ve hem müşterinin hem de bankanın işleri kolaylaşmış olur¹⁶.

¹⁶ Seyidoğlu, s. 272.

BÖLÜM 2

SENDİKASYON KREDİLERİ ve UYGULAMASI

2.1. Sendikasyon Kredilerinde Temel Özellikler

Sendikasyon tekniği ile düzenlenmiş euro para kredi kolaylıkları, organizasyonların ve işletmelerin geniş bir bölümü için büyük ölçekli finansman ihtiyaçlarının karşılanmasında ana kaynaklardan biridir. Bu kaynağı diğerlerinden ayıran bazı temel özellikler mevcuttur.

2.1.1. Sendikasyon kredilerinin tanımı

Sendikasyon kredisi terimi, “sendikasyon” ve “kredi” olmak üzere yatırım bankacılığı literatüründe farklı ve önemli yerleri olan iki kavramın birleşmesinden meydana gelmektedir. Sendikasyon kredisini tanımlamadan önce, sendikasyonun ne olduğu üzerinde durmak gerekmektedir.

Ekren sendikasyonu şöyle tanımlamaktadır¹:

“Özel bir amaç için birlikte hareket eden bankalar grubu yoluyla, bir tahvil ihracının veya uluslararası banka kredisinin pazarlanma faaliyetidir.”

Fisher bu kavrama benzer bir tanım vermiştir²:

“Yeni bir menkul kıymet ihracının yükleniminde ve dağıtımında ortak hareket eden bankalar grubudur.”

¹ Nazım Ekren, Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği, Ankara: Türkiye İş Bankası Yayınları, 1986, s. 312.

² Frederick G. Fisher, Eurobonds, London: Euromoney Publications PLC, 1988, s. 224.

McDonald meseleye iki açıdan bakmıştır³:

“Bir kredinin nominal miktarını yüklenmek veya krediyi yüklenim riskini bir grup katılımcı banka arasında dağıtmak için yönetici bir grup oluşumudur. İkinci fonksiyon genel piyasa sendikasyonu olarak adlandırılır.”

Yapılan tanımların hepsinde bir bankalar grubundan ve bir menkul kıymetin pazarlanma faaliyetinden söz edilmektedir. Öyleyse sendikasyon kavramı öz olarak şöyle verilebilir:

Sendikasyon, bir menkul kıymetin pazarlanması amacıyla biraraya gelmiş bankalar konsorsiyumudur.

Literatürde sendikasyon kredileri tanımlanırken, birden fazla bankanın ortak çalışması hiçbir zaman gözden kaçırılmamıştır.

Fisher sendikasyon kavramını tanımladıktan sonra, sendikasyon kredileri için de bir tanım vermiştir⁴:

“İki veya daha fazla bankanın bir borçluya kredi açtığı ticari banka ilişkisidir ve faiz ödemeleri belli bir paradaki kısa vadeli değişken faiz oranlarına bağlı olarak yapılır.”

Miller ve VanHoose’a göre sendikasyon kredilerinin tanımı şu şekildedir⁵:

“Koşullarının küçük bir bankalar grubuyla görüşülerek belirlendiği, gruptaki bankaların daha sonra kredideki paylarını sendikasyon üyesi olacak diğer bankalara sattıkları euro para piyasalarında yaygın bir kredi tipidir.”

³ Robert P. McDonald, *International Syndicated Loans*, London: Euromoney Publications Limited, 1982, s. 259.

⁴ Fisher, s. 224.

Çok daha kapsamlı ve net bir tanım da şöyledir⁶:

“İki veya daha fazla kreditör kuruluşun biraraya gelmesiyle, benzer hüküm ve koşullarla, ortak bir dökümantasyon ve ortak bir ajan kullanılarak büyük miktarda fon ihtiyacında olan bir borçluya sağlanan kredidir.”

Burada dikkat edilmesi gereken nokta, sendikasyon kredilerinin literatürde kulüp kredisi veya özel yatırım olarak geçen kavramla benzerliğidir. Kulüp kredilerinde konsorsiyumdaki banka sayısı 20-30 arasında olmakta ve bankalar al ve tut (take and hold) adı verilen bir stratejiyi izlemektedirler. Başka bir deyimle, yüklendikleri kredi paylarını diğer bankalara satarak riski azaltma yoluna gitmemektedirler. Dolayısıyla sendikasyon kredilerinin özel bir türü olup, aynı grup içinde analiz edilebilirler.

2.1.2. Sendikasyon kredilerinin ortaya çıkışı

Sendikasyon tekniği finansal piyasalarda belli bir zamandan beri kullanılmaktadır. Modern anlamda olmasa da Bank of England tarafından ilk defa 1694 yılında kullanıldığı söylenebilir. Bazı yazarlar, sendikasyon kredilerinde bulunan özelliklerin bir bölümünün orta çağda bile görüldüğünü iddia etmektedirler. Modern sendikasyon uygulamalarının geçmişi ise daha yeni diyebileceğimiz bir durumdadır.

Sendikasyon kredilerinin uygulanmaya başlaması, orta vadeli fon aktarımlarının uluslararası hale gelmesinde başlangıç noktasını teşkil eder. Euro tahvil piyasası euro para piyasasından daha eski olsa da, değişik faiz oranlarında ancak birkaç alternatif sunabilmiş ve 1960 sonlarındaki hızlı faiz oranı artışlarından sonra bir düşüş aşamasına girmiştir. Bu tarihler modern anlamda ilk sendikasyon kredisi uygulamasıyla aynı yıllara

⁵ Roger LeRoy Miller ve David D. Vanhoose, *Modern Money and Banking*, Singapore: McGraw-Hill Book Co., 1993, s. 740.

⁶ İlker Parasız ve Kemal Yıldırım, *Uluslararası Finansman*. İstanbul: Ezgi Kitabevi, 1994, s. 376

rastlamaktadır⁷. 1968 yılında Bankers Trust Avusturya için 100 milyon USD tutarında bir kredi düzenlemiştir. Mali yönden güçlü kişilerin yapabileceği, kuralsız ve deneysel bir ürün olarak başlayan bu uygulamadan sonra, her yeni finansal enstrümanda olduğu gibi, kalitenin artması ve ürünün oturması için, yapılan işin kreditöre iyi bir kazanç getirmesi sağlanmaya çalışılmıştır⁸. Euro para piyasasının gelişimiyle bu şart da sağlanmış ve sendikasyon kredileri piyasası gelişmeye başlamıştır.

Hiç şüphesiz bu durum bir tesadüf olmayıp, borçluların bankaların ekonomik hayattaki temel görevi olan kısa vadeli kaynakları uzun vadeli aktiflere dönüştürme işlevine tekrar güven duymaya başlaması olarak yorumlanabilir. Bankalar kısa vadede borçlanıp, orta ve uzun vadeli kredileri finanse etmeye başlamışlardır. Euro para havuzu büyüdükçe mevduatlar daha uzun vadeli olarak bankalara yatırılmışlardır. İlk zamanlarda bu fonlar devlet kuruluşlarına ve çok uluslu şirketlere yatırımlarını finanse etmek için banka kredisi olarak verilmişlerdir⁹. Bütün bunlar günümüzde sendikasyon kredileri piyasası dediğimiz piyasasının ilk evresi olarak kabul edilebilir.

Kendi başına bir ülkenin veya çok uluslu şirketin kaderini belirleyebilecek güce sahip bir finansal piyasanın bu etkinliğe ulaşmasını sağlayan bazı ekonomik gelişmelerin olması gerekmektedir¹⁰. Bu gelişmeler 2. Dünya Savaşı sonrasında Amerika'da yaşanmıştır. Olaylardan biri, Amerika'daki ticari bankaların müşterilerine karşı artan bir hızla orta vadeli krediler düzenlemeye başlamasıdır. Kredilerin fonlanması çok ender olarak vadesi bir yılı geçen mevduatlarla yapılmaktaydı. İkinci olay, yüksek büyüme oranlarının tutturulması amacıyla vergi otoritelerinin hızlandırılmış amortisman uygulamaya başlamasıdır. Sonuçta, şirketler sabit yatırımlara teşvik edilmiş ve bu yatırımlar için de kaynağa ihtiyaç duymuşlardır¹¹.

⁷ Ephraim Clark, Michel Levasseur ve Patrick Rousseau, *International Finance*, London: Chapman and Hall, 1993, s. 407.

⁸ Peter Newman, Murray Milgate ve John Eatwell, *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London: The Macmillan Press Limited, 1994, s. 628.

⁹ Fisher, s. 8.

¹⁰ Henry Herfield, *Bank Credits and Acceptances*, New York: The Ronald Press Company, Inc. 1974. s. 57.

¹¹ Parasız et al., s. 377.

1974'te meydana gelen ilk petrol krizi, Franklin National Bank of New York ve Germany's Herstatt Bank'ın iflaslarından sonra euro para kredi piyasası büyük darbe yemiştir. O zamanlarda bu iki bankanın batmasının ayrı iki olay olduğu ve yetkisizce yapılan döviz spekülasyonundan kaynaklandığı belirtildiyse de, finansal volatilité problemin kaynağıydı ve bu durum özellikle bankalararası piyasada iyice abartılarak şiddetlendirildi. 1974'ün sonundan 1982'ye kadar herşey sakinleşmeye başlamıştı. Gelişmekte olan ve bazı önemli sanayileşmiş ülkelerin ödemeler dengesindeki açıkları, sendikasyon kredileri piyasasının bir patlama yapmasına neden olmuştur. Sorunlar tekrar 1982'de Polonya ile başlamış ve Meksika ile zirveye ulaşmıştır¹². Onları Brezilya ve Arjantin izlemiştir. Sonuçta, gelişmekte olan ülkelerin birçoğu büyük borçlar altında ezilmeye başlamıştır. Bu dönemde bankalar tarafından verilen kredilerin önemli bir kısmı geri dönmemiştir. Gelişmeler kredi veren bankaların mali yapısını bozmuş, yeni büyük riskler alma konusunda çekingen davranmaya başlamış ve verdikleri kredileri sınırlandırmışlardır. Aynı şekilde krize giren ülkeler de kredi piyasalarına girememiş, bankalar yerine uluslararası sermaye piyasalarından borçlanmayı tercih etmeye başlamışlardır. Ülkeler kendi finansal piyasalarında mali reformlara yönelerek, uluslararası sermayeyi kendi ülkelerine çekmeye başlamışlar, sıcak para dediğimiz kavramın önemini arttırmışlardır. Mali liberalleşme (deregulation) ile beraber, kredi taleplerinin amaçlarında da bir değişiklik görülmüş, özel projelerin finansmanı, şirket satın alma ve birleşme gibi özel alanlara kaymıştır¹³. Bütün bu gelişmelere karşın, uluslararası banka kredileri hala borçlanma piyasasında önemini korumaya devam etmektedir.

2.1.3. Sendikasyon üyeleri

Sendikasyon üyelerinin grup içinde aldıkları rollere göre isimlendirilmeleri yapılmaktadır. Ancak pratikte, bu rollerin dağıtımı kredinin ne kadarlık kısmını kendi

¹² Heather D. Gibson, *International Finance*. New York: Longman Group Limited, 1996, s. 259.

¹³ Deniz Gökçe, *Para ve Finans Ansiklopedisi*, İstanbul: Creative Yayıncılık ve Tanıtım Ltd. Şti., 1995, s. 1368.

portföylerine aldıkları ile çok yakından ilgilidir. Genellikle bazı aralıklar önceden belirlenerek, satın aldıkları kredi miktarına veya sonradan piyasaya satmak üzere kredinin ne kadarlık kısmını yüklendiklerine göre ünvanlar almaktadırlar. Doğal olarak, kredi içindeki payları artan üyeler daha üst seviyede ünvanlar alabilmektedir. Üyelerin isimleri, basında yayınlanacak kredinin kamuoyuna duyurulmasına yönelik ilanlarda (tombstones), ünvanlarına göre sıralanır ve puntolanır. Bu işlem bankanın piyasa tarafından algılanan statüsünü gösterdiğinden çok önemlidir. Uluslararası piyasalarda hiçbir tecrübesi olmayan bir banka bile, zaman zaman sendikasyon kredilerinden satın alacağı küçük kredi miktarları ile potansiyel müşteriler tarafından ilanlarda ismi görüle görüle karlı işler alabilir.

Sendikasyon kredilerinin özelliği gereği, kredi veren tarafın sayısı birden fazladır. Krediyi kullanan tarafta ise sadece tek bir borçlu bulunmaktadır. Temelde krediyi alan ve veren olmak üzere iki taraftan söz etmek mümkün olmasına rağmen, taraflar krediyi alan, sendikasyon yöneticisi (syndicate manager) veya yönetim grubu (management group), sendikasyon üyeleri (syndicate members), ajan banka (agent bank) ve garantör olarak da bölümlendirilebilir. Sendikasyonun içindeki bütün bankaların alacakları yönetim ücretleri görevleriyle bağlantılıdır. Sendikasyon içindeki görevlerine göre üyeler şöyle sınıflanabilir¹⁴:

- **Lider yönetici:** Müşteri ile kredi görüşmelerinin yürütülmesinden ve sendikasyonun organizasyonundan sorumludur. Kredi anlaşmasının koşullarına oranlar, vadeler ve garantiler gibi maddeler dahilken, organizasyonuna da katılımcı bankaların bulunması ve görevlerinin belirlenmesi dahildir. Kredinin miktarına ve izlenen stratejiye göre bazı hallerde birden fazla lider yöneticinin mevcut olması söz konusu olabilir¹⁵. Böyle bir durumda lider yöneticilerin mümkün olduğu kadar farklı bölge ve ülkelerden olmasına dikkat edilir. Lider yönetici sayısının birden fazla olabileceği durumlar sözkonusu olabilirken, müşteriden kredi ile ilgili tüm işleri yürütmek üzere yazılı yetkiyi almış

¹⁴ J. Peter Williamson, *The Investment Banking Handbook*, New York: John Wiley and Sons, 1988, s. 106-107.

lider yönetici sadece bir tane olur. Diğer lider yöneticiler kredinin yükleniminde önemli rol oynarlar.

- **Yöneticiler:** Lider yönetici veya yöneticilerle beraber yönetici grubu oluşturarak, sendikasyonun organizasyonunda ve kredinin yükleniminde görev alırlar. Kredi miktarları katılımcılardan fazla olmakla beraber, yöneticiler kadar olmayan üyelere yardımcı yönetici (co-managers) adı verilmektedir. Yönetici grubun içinde yer alıp alamayacakları o kredinin özel şartlarına bağlıdır.
- **Katılımcılar:** Daha küçük bankalardır. Genellikle fonksiyonel görevleri yerine getirebilecek uzmanlıkta ve büyüklükte değildirler. Sendikasyon sürecine genel sendikasyon adı verilen dönemde dahil olur ve krediyi yüklenmiş bulunan diğer üyelere kredinin bir miktarını satın alırlar. Krediyi yüklenmiş olan bankaların ne kadarlık kısmı satıp, ne kadarlık kısmı kendilerine ayıracakları yöneticiler toplantısında önceden belirlenmiştir. Yöneticiler ve lider yöneticiler gibi yüklenim riski almamaktadırlar.
- **Ajan banka:** Ajan bankanın görevleri kredinin işletilmesi, çekim ihbarı krediyi alandan geldiği anda fonların üyelere toplanması, faizlerin hesaplanması ve geri ödemelerin üyelere ulaştırılması gibi daha çok mekanik alanlarda yoğunlaşmaktadır. Ajan bankanın seçiminde Amerikan tipi sendikasyonlar ve euro piyasalardaki sendikasyonlar arasında fark vardır¹⁶. Amerikan tipi sendikasyonlarda lider yönetici aynı zamanda ajan banka olurken, Avrupa tipi sendikasyonlarda ajanlık görevi bazen başka bir bankaya devredilebilmektedir. Bu uygulamanın nedeni, o bankayı krediye katılmak için teşvik etmek olabilir.

2.1.4. Sendikasyon kredilerinin genel nitelikleri

Sendikasyon kredilerinde ilk bakışta göze çarpan nitelikler şu başlıklar altında sıralanabilir¹⁷:

¹⁵ Newman et al., s. 628.

¹⁶ Williamson, s. 111.

¹⁷ Grabbe, s. 235.

- Grup şeklinde çalışma: Sendikasyon süreci boyunca bankaların grup halinde çalışmayı tercih etmelerinin nedeni, talep edilen kredinin miktarının büyüklüğü olmaktadır. Kreditör sayısı birden fazla olup, tüm bu kreditörler sanki krediyi kendi başlarına düzenliymişçasına aynı dökümantasyonu ve ajanı kullanmaktadırlar. Miktar genellikle tek bir bankanın yüklenmek istemeyeceği kadar yüksek olduğundan, ortak çalışma ile, riskin sadece sendikasyon üyeleri arasında dağıtılarak azaltılması ile yetinilmeyip, maliyetler de minimuma indirilebilmektedir.
- Kredilerin yapısı: Euro para kredi kolaylıkları vadeli krediler (term loans) ve dönen kredi kolaylıkları (revolving credit facilities) olmak üzere başlıca iki türde düzenlenmektedir. Sabit bir vadeye sahip olan vadeli kredilerin çekim dönemi (drawdown period), geri ödemesiz dönem (grace period) ve geri ödeme dönemi (redemption period) olmak üzere üç aşama halinde incelenmesi mümkün olabilmektedir. Fonlar anlaşma imzalandıktan sonra çekim dönemi içinde çekilmekte ve amortizasyon tablosuna bağlı kalınarak geri ödenmektedir. Sendikasyon kredilerinde vadeler 2 yıldan 8-10 yıla kadar çıkabilmektedir. Vadenin işlemeye başlaması kredi anlaşmasının imzalanması veya kredinin ilk diliminin çekimi ile olmaktadır. Böylece borçluya belli bir dönem için fonların çekim ve geri ödemesinde serbesti verilmektedir. Bu piyasa tezgah üstü bir piyasa (over the counter) olduğu için, kredi kolaylığı müşterinin özel ihtiyaçlarına uygun şekilde düzenlenebilir. Bu nokta, yeniliklerin önemli olduğu ve ihtimallerin sınırsız olduğu bir noktadır.
- Maliyetler: Borçlunun maliyetlerini ödediği faiz ve komisyonlar oluşturmaktadır. Faiz oranları euro para kredi kolaylıklarında daima değişkendir ve o nedenle değişken faiz oranları, aynı kredi miktarının büyüklüğü gibi, sendikasyon kredilerini diğer uluslararası kredilerden ayıran bir özelliği olarak kabul edilebilir. Ödenecek faiz oranı, daha önceden belirlenmiş bir referans oranın üzerine bir yüzde eklenerek ifade edilmektedir. Sendikasyon kredileri piyasasının merkezi Londra olduğundan, genellikle referans oran olarak LIBOR kabul edilmektedir. 1980 öncesi dönemde Amerikan piyasalarının temel faiz oranı (prime rate) da kullanılmaktaydı.

- Komisyonlar: Ön ücretler (up-front fees) ve dönemsel ücretler (periodic fees) olmak üzere iki grup halinde incelenebilirler. Ön ücretleri yönetim ücretleri oluşturmaktadır. Yönetim ücretleri belli yüzdelerle yönetici bankalar ve sendikasyon üyeleri arasında paylaşılmaktadır. Lider yöneticinin aldığı ücret (praecipium), gösterdiği organizasyon çabasının karşılığı olarak diğerlerinden daha fazla olmaktadır. Dönemsel ücretler taahhüt ücreti (commitment fee) ve ajanlık ücreti (agency fee) olmak üzere iki tiptir. Taahhüt ücreti kredinin kullanılmayan miktarının belli bir yüzdesince kreditörlere ödenirken, ajanlık ücreti uygulamalar arasında farklar göstermekle beraber, sabit yıllık ödemeler halinde, ajan bankanın kredinin dökümantasyonunda ve işletilmesinde gösterdiği çabaların karşılığı olarak ödenmektedir.
- Yönetici grup kredinin başarısında önemli role sahiptir. Piyasa tarafından başarısız olarak algılanan bir kredi ödünç alanın ileride ortaya çıkabilecek finansman ihtiyaçlarının maliyetinin artmasına neden olabilir.
- Kullanılan ortak dökümantasyon ve ajan banka, ödünç alanın krediyi tek bir kreditörden alıyormuş gibi kolaylıkla yönetebilmesini sağlar. Fakat hiçbir kreditör hukuken diğerinin payından sorumlu değildir.
- Sendikasyon kredilerinin temel özelliklerinden biri, herhangi bir anlaşmazlık halinde hukuki sistem seçimidir. Kredi verenler ve alan farklı ülkelerin vatandaşları olduğundan, hukuki sistem üzerinde sözleşmeye bağlanmış biçimde anlaşılmalıdır. Pratikte, New York'un ve İngiltere'nin hukuki sistemi en iyi bilinen ve en çok seçilen sistemlerdir.

2.1.5. Sendikasyon kredilerinin avantajları

Sendikasyon kredisi anlaşmasına bağlı iki taraf bulunduğuna göre elde edilen avantajları her iki taraf açısından ayrı ayrı değerlendirmemiz gerekmektedir. Sendikasyon kredisine katılan bankanın elde ettiği önemli avantajlar şunlardır¹⁸:

¹⁸ Gökçe, s. 1368.

- i. Aktif portföyünü daha etkin çeşitlendirmektedir.
- ii. Bir başka şekilde giremeyeceği kredi pazarına katılmaktadır.
- iii. Birden fazla banka ile girilen işbirliği neticesinde uluslararası ilişkileri geliştirmek ve tecrübesi artmaktadır.
- iv. Borçlanıcının iflas ve benzeri risklerine karşı yükleneceği riskleri azaltmakta ve diğer bankalar ile paylaşmaktadır.
- v. Sendikasyon kredisi anlaşmasının hukuki yapısı ve birçok bankanın katılımı ile uluslararası alanda savunma mekanizmasını güçlendirmektedir.
- vi. Farklı sendikasyon kredilerine katılarak, organizasyon yapısı açısından ulaşamayacağı kredi pazarlarına girebilmektedir.

Bu avantajları sıraladıktan sonra, objektif bir değerlendirme yapabilmek açısından banka için sakıncalarını da vermek gerekmektedir:

- i. Sendikasyon kredilerine katılımda yoğun fiyat rekabeti yaşanmaktadır.
- ii. Banka çoğu kez müşteri ile doğrudan ilişki içine girememektedir.
- iii. Klasik bankacılığın temelini oluşturan karşılıklı güven müessesinin oluşumu çok sayıdaki bankanın katılımı nedeni ile alt seviyededir.
- iv. Kredi kararını yönlendirecek bilgi akışını azaltmaktadır. Bu sakınca bilgi teknolojilerinde yaşanan çok hızlı gelişim sonucu en aza inmiş durumdadır.

Meseleye krediyi alan açısından baktığımızda avantajları şunlar olmaktadır¹⁹:

- i. Sendikasyon kredileri, krediyi alanın özel ihtiyaçlarına göre adapte edilebilecek esnekliğe sahip finansal enstrümanlardır.
- ii. Bankalar iyi yatırım fırsatları konusunda bilgi ve uzmanlığa sahip olduklarından, bu özellikler müşteriler tarafından değerlendirilebilir.

¹⁹ Clark et al., s. 417.

- iii. Müşteriler euro kredi piyasasının hız ve güvenilirliğinden faydalanırlar. Yerine getirilmesi gereken herhangi bir önkoşul bulunmamaktadır ve tüm operasyon birkaç hafta içinde bitirilmektedir.
- iv. Müşteri oluşturulan sendikasyon içinde herhangi bir yüklenimciyi kabul etmeyebilir ve kalanlardan tam bir güven ortamının sağlanmasını isteyebilir.
- v. Müşterinin maliyetleri çok düşük olur. Müşterinin yerli kredi piyasasında bulabileceği faiz oranlarından daha düşük faiz oranlarını euro kredi piyasasında bulması mümkündür.
- vi. Yüksek miktarlı bir krediyi tek bir bankadan temin etmek çok zordur. Birden fazla sayıda bankadan sağlanabilecek, aynı miktara ulaşan kredileri yönetmek yerine, ortak dökümantasyondan faydalanarak tek bir krediyi yönetir.
- vii. Kredinin daha önceden belirli bir dönem boyunca kullanıma hazır tutulacağı garantisi verildiğinden, işlerin bitirilememesi tehlikesi en aza iner.

2.2. Sendikasyon Kredilerinin Uygulama Aşamaları

Ödünç alan, dış finansman ihtiyacının belirmesinden, bu finansman ihtiyacını karşılamak için bir sendikasyon kredisine imza atıncaya kadar geçen dönem içinde ödünç veren taraf olan sendikasyon ve bu işleri yürüten lider yönetici ile problem kaynağı olabilecek birçok konunun açıklığa kavuşturulması için iletişim halinde olur. Bu süreç içinde son noktaya ulaşıncaya kadar birkaç aşama geçer.

2.2.1. Yetki verilmesinden önceki dönem

Dönemin başlangıcı, ödünç alanın finansman ihtiyacını karşılamak için bir sendikasyon kredisi almaya karar vermesidir. Kredinin uluslararası finansal piyasalarda başarı ile sonuçlandırılabilmesi için bir bankaya yazılı yetki vermesi de bitiş noktasıdır.

2.2.1.1. Kredi anlaşmasını doğuran nedenler

Anlaşmanın meydana çıkmasını sağlayan ortam, birkaç değişik yolla meydana gelebilmektedir. Fiyat tekliflerinin piyasada duyurulması için, pazarla ilişkilerden sorumlu bir görevli ile çağrının iletildiği bankanın sendikasyon biriminde üye bir eleman yeterli olabilmektedir. Daha sık olarak, ödünç alıcının ihtiyaçlarının dikkatli bir analizi ve gözden geçirilmesiyle, ödünç alma imkanları ve şartları önceden sağlam bir biçimde kurulmuş olabilir. Bu durum, özellikle kamu sektörüne dahil bir kuruluşa açılacak kredilerde görülmektedir. Kararın alımı finansal planların tartışıldığı, yabancı finansman ihtiyacının öngörüldüğü parlamento veya benzer bir türdeki ortamda gerçekleşir. Özel sektör ödünç alanları, stratejilerini genellikle dış kaynaklardan finansman yerine özkaynaklardan finansman üzerine kurarlar. Bu stratejilerinde bir değişiklik olduğu zaman uzun bir zamandır çalıştıkları lider yönetici statüsündeki bankayla kredinin şartları üzerindeki tartışmaları kendileri başlatabilirler. Özetlersek anlaşma teklifleri üç kaynaktan doğmaktadır²⁰:

- i. Müşterisinin planlarını ve ihtiyaçlarını bilen bankanın kendiliğinden teklif götürmesi
- ii. Müşterinin piyasaya duyuruda bulunup gelen teklifleri değerlendirdikten sonra seçimini yapması
- iii. Fon fazlasını değerlendirmek isteyen bir kurumun borç alması muhtemel kuruluşlarla iletişim kurması

Birçok pazar operasyonunda, zamanlama ve belli miktardaki şans, lider yönetici bankaya kredinin temininde yetki verilmesi sonucunun alımında anahtar rol oynamaktadır. Bu açıdan bakıldığında, üzerinde en çok düşünülmüş pazarlama planının bile başarısız olma riski vardır.

²⁰ Apak, s. 111.

2.2.1.2. Fiyat teklifi türleri

Sendikasyon kredilerinin gelişimi boyunca geçen yıllar içinde birkaç tip teklif türü ortaya çıkmıştır. Ödünç vericinin bakış açısından, tercih edilen teklif türü, ona sınırsız yetki veren konfigürasyondur. Böylece, ücret ve anlaşmadaki görevlerin dağıtımı, yönetici grup oluşturma ve pazarla olan ilişkileri yönetme yetkisi sadece bir bankanın sorumluluğuna bırakılmış olur. Sınırsız yetki şartları, lider yönetici ve sendikasyon işlerinde tanınmış finansal kurumlar için en avantajlı koşullardır.

Lider yönetici statüsündeki bankalar pazar eğilimleriyle yakından ilgilidirler. Uygun vadeler ve anlaşma stratejileri açısından zaman zaman yanlış hesaplamalar olsa da, zorluk derecesinin ve belirsizliğin fiyatlanmasında en doğru yaklaşım içinde olurlar.

Ödünç verenler açısından daha az tatmin edici olan alternatif, rakip başka bir sendikasyona karşı teklif veren, birbirleriyle ilişkileri çok sıkı olmayan bankalar grubunun teklifidir. Sendikasyon piyasasında ödünç veren bankaların büyük bir kısmı için geçerli olmak üzere, bankalar ihtiyatlı olmaya ve hiç anlaşma yapmamaktansa, az miktarda anlaşmalar yapmaya eğilimli olabilirler. Bazı hallerde ödünç alan, rekabet eden bankalar arasında güçlü bir pozisyonda olduğundan ve o nedenle de tek bir kuruma tüm yetkiyi vermek istemez. Sınırsız yetkiyi vermenin yönetici grubu oluşturmayı ve sendikasyonu başarılı bir biçimde bitirmeyi engelleyeceğini de düşünebilir. Bu nedenlerden dolayı kulüp kredisini tercih edebilmektedir. Sendikasyon kredilerinin özel bir türü olan kulüp kredilerinin tercih edilmesinin en büyük nedeni, birbirleriyle rekabet eden kurumların ortak çalışmalarında bir senkronizasyonun kurulamamış olması olabilir. Günümüzde bu durum ortadan kalkmış, sendikasyon pazarı olgunlaşmış ve iletişim teknolojileri inanılmaz boyutlara gelmiştir.

Ödünç alana yapılacak teklif, lider yönetici bankanın almış olduğu yetki büyüklüğü temel alınarak sınıflandırılabilir gibi, kredinin yüklenim çeşidi temel alınarak da sınıflandırılabilir. Örneğin ödünç alanın piyasa koşulları hakkında haberdar edildiği

bilgilendirici teklifte, banka kendini krediyi sağlama yönünde hiçbir yükümlülük altına sokmaz ve sadece bilgilendirme amacıyla teklifin gönderildiğini belirtir. En iyi çaba yönteminde (best efforts) banka krediyi yine hiç yüklenmez fakat fonların temini için çalışacağını bildirir. Yüklenimli yöntemde (underwritten) banka fonların piyasadan toplanamaması halinde krediyi garanti etmektedir. Bu garanti miktarı kredinin tamamını kapsayabileceği gibi belli bir yüzdesini de kapsayabilir²¹.

2.2.1.3. Rekabet yeteneğine sahip teklif

Eğer ticari bir bankanın ödünç alma yönünde borçluya tavsiyesi bulunmuyor, iyi zamanlanmış bir pazar eğilimleri araştırması aracılığıyla borçluya bir teklif durumuna gelinmemiş ve borçlu da kredi ihtiyacı hissediyorsa, kredi talebini piyasadaki anahtar ödünç vericilere birbiriyle rekabet halinde olan teklifler alabilmek için iletir. Genellikle tüm teklif durumlarında, ödünç alıcı miktar ve vadelerle ilgili şartlar koşar. Teklifler konusunda gözönünde bulundurulması gereken birçok değişken bulunmaktadır²².

Danimarka ve Belçika gibi belli ödünç alıcılar, önemli sendikasyon işlerini rotasyon temelinde yapmakta, birbiriyle rekabet halinde olan teklifler aramamaktadırlar. Onun yerine, bir ödünç vericiye anlaşmaya varabilmek için ilk geri çevirme hakkı verilir. Eğer anlaşma bir devletle yapılıyorsa, o devletin bankaları tavsiyeci rol oynarlar.

Ödünç alıcı, birkaç ödünç vericiden teklifler isteyebilir. Ödünç alıcı cevap olarak muhtemelen üzerinde çok ısrarlı olunmayan teklifler de alacaktır. Bu tip teklifler ender olarak yetkilendirme sonucuna gidiyor olmasına rağmen, ödünç alıcılar onları tanınmış ödünç vericilerle yapılan görüşmelerde daha iyi bir pozisyon sağlamak için kullanacaktır.

Tanınmış pazar liderleri enerji, finans, gemicilik gibi alanlardan birinde uzmanlaşmış olabilirler. Eğer teklifin ilgili olduğu alanla ilgili bir bankayla ilişki kuruluyorsa, bu durum

²¹ Ekren, s. 141.

²² McDonald, s. 72-73.

ödünç alıcının yararınadır. Çünkü, bankanın özel ilgi alanına girdiği için yetkilendirilme ile bitirilme şansı artmaktadır.

Bazı ödünç alıcılar 20-25 kadar teklif ister ve bunun doğal sonucu olarak teklif verecek bankaların kendi aralarında bir kaosu yaşanmasına neden olurlar. Bazı bankalar beraberce tekliflerini aşağıya çekerken, bazıları tek başlarına teklif verirler. Yıllar boyunca yaşanan kötü tecrübeler sonucunda piyasa bu kaosu çözmede uzmanlaşmıştır. Standart bir teklif düzeni geliştirilememiş olsa da, piyasa etiğinin oturması neticesinde daha az karışıklıklar yaşanmaktadır. Bu karışıklıklardan en yaygın olanı, bir bankanın birden fazla gruba teklif vererek, yetkilendirme sonucuna varıldığında, birden fazla grupta görev aldığından zor durumda kalmasıdır. Günümüzde bir grup oluşturulması için piyasa ile iletişim kurulduğunda, eğer banka başka bir grupta görev almışsa veya lamak için başvurmuşsa, ilk sözleri durumu anlatmak ve teklif için teşekkür ettiklerini söylemek olmaktadır.

2.2.1.4. Kredi onayı

Kredi veya pazarlama görevlilerinin toplam enerjisi olası iş anlaşması ile ilgili dört merkezi mesele üzerinde odaklanmaktadır. Bunlar kredi, fiyat, ülke veya müşteriye göre ödünç verme kapasitesi ve pazara göre bir sendikasyon oluşturabilme yeteneğidir. Kredi ve pazarlama görevlileri, fiyatın ve ödünç verme kapasitesinin sunumunda hayati öneme sahiptir.

Yeni bir kurumsal ödünç alıcı için, kredi onay süreci derin bir finansal analizin veya o kurumun dahil olduğu endüstrinin incelenmesini gerekli kılabılır²³. Devlet olsun, kamu veya özel sektörden olsun daha iyi isme sahip kurumlar için kredi ve ekonomik analiz üzerinde daha az durulacak, asıl zaman ödünç verme kapasitesi ve fiyatlandırma üzerinde harcanacaktır. Kredi paketi bir komitenin veya birebir temelli bir sürecin kurum içi onayına sunulur. İkinci tip onaylamada, komiteye ihtiyaç duyulmadan gerekli ve yeterli

²³ Orpenheim, s. 214.

yetkisi bulunan bir üst kademe yöneticisine kredi görevlisi tarafından paket onaylatılır. Bazı bankalar sendikasyon biriminin tavsiyesinin kredi paketinin bütünleşik bir parçası olmasını isterken bazıları da kredi ve pazarlama takımına sendikasyon uzmanlarının görüşlerini temsil etmeleri için izin verirler.

Kredinin onaylanma sürecinden alınan olumlu karşılık, ödünç alıcıya yapılacak teklifte temel olarak alınır. Bununla birlikte, sonuçlar ilk beklentilerle daima uyumlu olmayabilir veya kredi onayı ödünç alan için yerine getirilmesi zor şartlar koşabilir. Sonuç olarak bir onayda ortaya çıkabilecek değişkenlikler şunlar olabilir:

- i. Vadeler ve diğer koşullar müşterinin piyasadaki gerçek durumunu yansıtmıyor olabilir.
- ii. Kredi onayı, gerçekçi olmayan yüklenim hedefleri koymuş olabilir.
- iii. Kredi onayı, sendikasyonun kurulmasını ağır teminatlar şart koşarak zorlaştırabilir.
- iv. Kredi onayı bir bankanın savunma ağırlıklı olarak nitelendirebileceğimiz, kazanma şansı çok az veya hiç olmayan bir teklif vemesi sonucunu doğurabilir.

2.2.1.5. Fiyat teklifi stratejileri

Kredi onay sürecinden alınacak olumlu bir cevap, teklif yapılmasını gündeme getirecektir. Eğer kredi talebi hiçbir inceleme ihtimali olmadan geri çevrilecekse, ödünç alıcıya ileride ulaşılmasını temin edecek bir ifade biçimiyle hemen karar bildirilmelidir. Tüm bu manevralar banka içinde yapılmaktadır. Müşteri ne onaydaki statüsünden ne de ona bağlanmış koşullardan haberdardır. Onay süreci ile uğraşırken, aşağıdaki stratejilerin izlenmesi yüksek yüklenim veya düşük gelir hallerinde doğabilecek riskleri hafifletecektir²⁴:

Gelirde artma stratejisine göre banka minimum bir geliri kendisi için garanti altına almak ister. Çoğu euro banka varlıklar üzerinden geri dönüş (return on assets, ROA) kavramını kabul ederler. Bu kavram, bankaların bir parayı ödünç vermenin göreceli

²⁴ McDonald, s. 74-77.

karlılığını ölçmesine yardım eder ve banka için yıllık gelir olarak ifade edilir. ROA spread, yönetim ücreti ve taahhüt ücretinden meydana gelmektedir. Daha açık bir ifade biçimiyle, spreadlerden ve komisyonlardan elde edilen gelirlerin ölçümünde faydalıdır. Örneğin bir krediye katılım, spread olarak 50 basis pointslik bir gelir, yönetim ücreti olarak 25 basis pointslik bir gelir ve taahhüt olarak da 25 basis pointslik bir gelir meydana getiriyorsa banka için toplam gelir 95 basis pointse ulaşılmış demektir. ROA'nın önemi, yönetici grup içinde ve üyeler arasında ücretlerin dağıtımını sırasında ortaya çıkar. Her bankanın katılım için minimum gelir kriteri farklı olduğu için karşılaştırma yapmak ve makul bir yönetici grup oluşturmak açılarından yararlıdır.

Banka müşterisinin ismine güvenerek sendikasyon sürecine piyasa tarafından büyük talep olacağını tahmin edebilir. Beklediği gerçekleşmezse, bu durum sendikasyon yöneticisini savunulamaz duruma sokabilir. O zaman kredinin yüksek bir miktarını tutma stratejisini izlemek zorunda kalacaktır. Yönetici grup oluşturma stratejisi, yeni bir iç gözden geçirme sürecine tabi tutulur. Örneğin \$40 milyonluk bir sendikasyonda kendi payı \$10 milyonsa, geri kalan miktarı toplamakta da güçlük yaşıyorsa, kendi payını sabit tutup \$40 milyonluk miktarı \$25 milyona çekebilir. Sonuçta miktar düşürülerek daha sağlıklı bir strateji oluşturulmasına rağmen, yöneticinin sendikasyondaki göreceli payı arttığından, pazar riskini de arttırmış olur. Alternatif bir strateji, pazarda aynı statüye sahip bankalar arasında yüklenim riskinin paylaşılmasıdır. Bu halde, sendikasyonun yönetim ücretlerine fazla yüklenimci getirilmiş ve lider yönetici için ayrılan gelir azalmış olur.

Bir sendikasyon yöneticisi için en çok denenen strateji iki stratejinin bir kombinasyonudur. O halde, mantıklı bir fiyat teklifi, bir birleşmiş grup oluşturarak yapılabilir. Grupta genellikle lider yönetici seviyelerine normalde pek davet edilmeyen ikinci veya üçüncü seviye euro piyasa bankalarına yer verilir. Bu tip bankalar eşit ücret muamelesi yönünde daha az eğilimli olurlar ve birleşmiş lider yönetici seviyelerinde gözükmeyen önemi için gruba dahil olmayı kabul edebilirler. Burada anahtar problem, ödünç alıcının bu bankaların verilen yetki sorumluluğunu yeterince yerine getirip

getiremeyeceklerinden emin olamamasıdır. Dolayısıyla ödünç alıcı bu bankaları sendikasyonda kabul etmek istemeyebilir. Üst seviye pazar liderlerinden oluşmuş ve eşit ücret dağıtımı olmayan birleşmiş çok bankalı gruplarca yapılan tekliflere direnç daha az olur. Bir çözüm böyle bankalara düşük bir gelirin tazmini için aktif görevler önermektir. En büyük başarı şansına sahip fiyat teklifi konfigürasyonu, eşit statüde bankalardan oluşmuş ve grup arasında dağıtılmış görevlerle sıralanmış çok bankalı bir tekliftir. Son alternatif, ödünç alıcıyı pazar koşullarını aşan oranda bir maliyete ikna etmeye çalışmaktır. Bazı ödünç alıcılar, en iyi maliyetleri az da olsa aşan yetkilere imza atıyor olmalarına rağmen, bu alternatifin başarı şansı çok az olmaktadır.

Bankanın izleyebileceği bir başka strateji, kredinin riskine karşı yüksek güvenceler talep ederek elde edeceği geliri garantiye almak istemektir. İç kredi onay süreci tarafından sunulan külfetli güvencelerle ilgili olarak, sendikasyon birimi pazarın bu güvenceleri kabul edip etmeyeceğini belirtir. Aslında böyle bir strateji savunma ağırlıklı olarak nitelenebilir. Banka ödünç alan için yüksek maliyetler meydana getiren bir teklif yapmak yerine, başka bir yolla kendini garantiye almaktadır.

Savunma ağırlıklı teklif stratejisinin izlenmesi sonucu, lider yönetici bankanın kredi onay süreci, olası bir ödünç alıcıya rakiplerin teklif etmeye hazır oldukları fiyatlama ve gelir zorunluluklarının üzerinde yükümlülükler getirir. Sendikasyon uzmanı, müşterinin şartlarının bankaca nasıl fiyatlandığını açıklamalıdır. Eğer hiç teklif yapılmayacaksa, müşteriye durum hemen bildirilmelidir. Teklif durumunda da, pazarın üstünde koşulların istenmesini gerektiren risk primi ile ilgili tartışmalar sonuca vardırılmalıdır.

2.2.1.6. Teklifin analizi

Bir teklifte, yıllar boyunca elde edilen tecrübeler sonucunda geliştirilmiş kalıp cümleler bulunur. Çeşitli yönetici bankalardan gelen teklifler, ödünç alıcıya bildirilmesi gereken bankaların iç görüşlerini yansıtır. Müşteriye yapılan bir teklif, lider yöneticinin piyasaya sunmaya hazır olduğu anlaşma koşullarını belirler, farklı noktaları mümkün

olduğu kadar ayrı başlıklar halinde verir, müşterinin ilgisini çekecek biçimde açık ve özlü olarak yapılır. Teklifte bulunan bazı anahtar başlıkların gözden geçirilmesi gerekmektedir²⁵:

İlk paragraf lider yöneticinin yükleniminin en iyi çaba yönteminden tam yüklenim yöntemine kadar değişmek üzere hangi tipte olduğunu, ana bankanın taahhüt ettiği miktarı ve belirtilen şartların ileride imzalanacak sözleşmeye bağlı olduğunu bildiren kalıp cümlelerden meydana gelir. Teklifin tipi açılış cümlesinde bildirilir. En iyi çaba tipindeki teklifte, lider yöneticinin insan gücünü ve teknik yeteneklerini diğer bankaları bir yönetici grup oluşturmaya ikna etmek için kullanacağı ve daha sonra piyasa içinde sendikasyonu yönlendireceğini taahhüt ettiği anlatılır. Fonları temin etmek için lider yöneticinin maksimum sorumluluğu, kendi yetkili olduğu yüklenimin ötesine geçemez. Açılış paragrafındaki kalıp cümlelerin, teklifin tam yüklenim, kısmi yüklenim veya en iyi çaba tipinde olmasına göre değişeceği açıktır. Yetkilendirme sonrasında kredi miktarı tesbit edildiğinden, ödünç alan için piyasa riski hafiflemiş olmasına rağmen, ödünç veren için yüklenim zorunluluğu olduğundan risk devam etmektedir. O nedenle, ahlaki taahhütlerin geçerliliği daha da önem kazanmakta ve gerçek anlaşma imzalanmadan önce yetkilendirmenin herhangi bir taraf tarafından feshedilmesine izin veren, karşılıklı yükümlülükleri imzalanacak sözleşmeye bağlayan cümleler açılış paragrafına eklenmektedir.

Miktar terimini ayrı bir başlık altında göstermek, ödünç alıcının dikkatini kolaylığın büyüklüğü üzerinde toplar. Ödünç alıcı için kredinin büyüklüğü ile vadelerin orantılı olup olmadığı ödünç vericinin istekliliğinin anlaşılmasında önemli bir gösterge olabilir. Bazı hallerde, \$200-\$300 milyon gibi aralıklar belirlenebilir. Bu uygulamanın nedeni iyimser katılım hedefleri olan tekliflerin meydana getirmiş olduğu riskten korunmaktır. Lider yöneticinin borçlu hakkında kesin yargılara varamadığını ve çekimser olduğu imajını verebilir. Daha kurnazca bir uygulama, “\$200 milyona kadar” gibi bir ifade biçimiyle miktarın belirtilmesidir. Ödünç alıcıyla kesin limitlerin belirlenmesi yönünde tartışmalara

²⁵ McDonald, s. 78-80.

yolaçaacağı bellidir. Miktarın en kötü belirtilmesi, “en az \$200 milyon” gibi bir ifadeyle. Yüklenim tipindeki teklifin belirsizliğini ortaya koymakla kalmaz, aynı zamanda üst limiti de açık bırakır. Eğer ödünç alıcı alabildiği kadar kredi almak amacıyla çalışıyorsa, iyi sonuçlar vermeyeceği açıktır. Böyle bir durumda nominal miktar, “\$400 milyon ve daha fazla katılımı sağlamak için yönetici grup ve sendikasyon stratejisi” olarak bildirilmelidir.

Kredinin çekimleri ödünç alıcı için performans ve zamanlama yönünde limitler koymaktadır. Zamanlama “imkandan faydalanmak için bağımsız durumunu sağlayan liberal bir yapısı olduğu sürece, teklif edilen kredinin tüm miktarı için 12 aylık süre” gibi ifadelerle belirtilir. Minimum çekilecek miktar da belirtilir. Çekim büyüklüğü ve sıklığı, ajan banka ücretini ortaya çıkaran en önemli iki değişkendir²⁶. Küçük ve sık çekimler daha yüksek ücretlerin ödenmesine neden olur. Daha yüksek miktarlı ve seyrek çekimlere gidilememesinin nedeni, ödünç alıcının bu blok halindeki nakitleri yönetecek yapısı olmaması veya olsa bile o kadar yüksek miktarlara ihtiyaç duymaması olabilir. Kredinin çekimleri için konmuş “tam çarpanları” ifadesi ajan banka ücretinde tasarruf sağlamak için düşünülmüştür. Ara miktarlı çekimlere izin verilmeyerek miktarın yukarı yuvarlatılması sağlanmakta, miktar artmaya zorlanmaktadır. Teorik olarak kredinin tüm miktarı bir seferde çekilebilecek olsa da, ödünç alıcı mevduat oranlarındaki hızlı yükselmenin ve gereksiz prim ödemenin sonuçlarına katlanmak zorunda kalacaktır. Çekimler ancak önceden belirlenmiş şartlara uyumla yapılabilmektedir. Örneğin, ilk çekim sözleşmeye bağlı zorunlulukların veya finansal güvencelere bağlılığın yazılı biçimde kanıtlanmasıyla olabilir. Eğer belirlenen süre içinde kredinin tümü çekilmemişse, geri ödemeler de çekilen miktara göre yapılır. Örneğin, \$ 500 milyonluk bir kredinin 12 ay içinde çekilmesi gerekiyor fakat \$ 400 milyonu çekilmiş bulunuyorsa, geri ödemeler ve diğer tüm yükümlülükler bu miktar üzerinden hesaplanacaktır. Tercihli döviz durumuyla ilgili olarak, “katılan ödünç vericiler için serbestçe mevcut ifadesi” dikkat çeker. Eğer belirlenen dövizlerin ödünç vericiler için makul maliyetlerle temin edilmesi sözkonusu olamıyorsa, kredi ortamı dolarda kalmaktadır. Görüşmelerde bu noktaya dikkat

²⁶ Lewis et al., s. 351.

edilmelidir. Çünkü, çok dövizli kredilerde ajan bankanın görevleri artmakta, kredinin sağlayacağı gelir, bu iş yükü nedeniyle ajan bankaya yapılan ödemelerle erimektedir.

Çoğu teklifte çekim periyodu boyunca krediyi iptal etme esnekliği büyük öneme sahip değildir. Çünkü anlaşmayla ilgili tüm tarafların niyeti, miktarın tümünün kullanılmasıdır²⁷.

Ön ödeme tercihi ile ilgili cümleler, çekimler ve iptal tercihi başlıkları altında geçen cümlelerle aynı dili kullanmaktadır. Belli bir miktarın tam çarpımları şeklinde olan ön ödemeler yapılabilmektedir. Genellikle, ödünç alıcılar yükselen spreadlerin bulunduğu konjonktürlerde ön ödeme seçeneğine pek itibar etmezler. Piyasanın geçmişine bakıldığında, 1975-1977 döneminde spreadler rekor seviyelere ulaşmıştır ve anlaşmalara ön ödeme için ceza maddeleri konulmamıştır. 1977-1979 döneminde spreadlerde bir çöküş yaşanınca, ödünç alıcılar ödenmemiş borçlarını hiçbir ceza ödemedi iptal ettirmişler ve çok daha ucuz fon kaynaklarına ulaşmışlardır²⁸. Böylece, yüksek maliyetlere yol açan bir hatanın yapıldığı ortaya çıkmıştır. Ön ödemelerle ilgili bazı noktaların açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Birincisi tüm borçların, herhangi bir faiz periyodu sonunda ön ödemesinin yapılabileceğidir. Böylece banka kendini kırılmış mevduat riskine karşı korumaktadır. Çünkü banka borçlunun istediği vadelere uygun, normal olarak 3-6 aylık mevduatlarla krediyi fonlamaktadır ve kredinin düzensiz ön ödemesi yapılacak olursa, bu fonları uygun bir biçimde değerlendirebilmek için büyük engellerle karşılaşacaktır. O nedenle faiz periyodu dönemlerinde ön ödeme, standart bir sendikasyon kredisi anlaşmasında, üzerinde görüşülmesi bile mümkün olmayan bir zorunluluk haline gelmiştir. Son olarak, ön ödemesi yapılan fonların tekrar ödünç alınmasıyla ilgili yasaklamalar vardır. Böylece teklifin vadeli kredi özelliği bozulmamış olur.

²⁷ Robert G. Eccles ve Dwight B. Crane, *Doing Deals Investment Banks at Work*, Boston: Harvard Business School Press, 1988, s. 342.

²⁸ Fisher, s. 8.

Normalde geri ödemeler, ödemesiz dönem geçildikten sonra yarı yıllık temelde yapılır²⁹. Proje kredileri için müşterinin ihtiyaçlarına uygun geri ödeme planları, yıllık geri ödemeler ve geri ödemenin tek seferde yapılması gibi konular üzerinde ödünç alanla anlaşmaya varılabilir.

Sendikasyon kredileri pazarında belirlenen vadelerle ilgili faiz maliyetinin temeli LIBOR'a dayanır. LIBOR'un bankaların kendi fonlarını yatırmak için piyasaya teklif ettikleri faiz oranı, LIBID'in ise kendilerine yatırılacak mevduatlara ödemeyi önerdikleri faiz oranı olduğu düşünülürse, LIBOR ve LIBID arasında LIBOR lehine küçük bir farkın olması doğaldır³⁰. Bu fark banka için hazine veya fonlama karı olarak kabul edilir. Eurodollar mevduat piyasası 3 ve 6 aylık vade tiplerinde en derindir. Zaten çoğu euro kredi anlaşmaları, seçimi 3 ve 6 aylık vade tiplerinde olmak üzere sınırlarlar. 1 aylık vade tipi, kısa dönemli kredilerin fonlanmasında yaygın olsa da, yılda 12 defa kredinin faiz oranı tesbiti nedeniyle büyük miktarlara ulaşabilecek ajan banka maliyeti sebebiyle, ödünç vericiler tarafından büyük direnç görür. Vade yelpazesinin diğer uçlarına doğru gelindiğinde, 1 yıllık vadelere ancak ödünç verenlerin ortak rızasıyla izin verilebilir. Faiz oranlarındaki beklenen bir düşüş, hazineyi 3-6 aylık vadelerle fonlanan kredileri daha kısa vadeli mevduatlarla fonlamaya iterken, beklenen bir artış da ters etkiye sahip olacaktır.

Ajan banka tarafından piyasanın en derin olduğu saatlerde referans bankaların oranları alınır. Piyasada fiziksel dağıtım 2 gün sonra olduğundan, vade süresinin bitiminden 2 gün önce bu işlemler yapılmaktadır. Alınan oranların ortalaması en yakın % 0.0625 değerine yuvarlatılır. Seçilen bankaların oranlarının ortalaması yüksek olursa, neredeyse LIBOR'a eklenen spreade yakın bir maliyet artışı olabilir. Böyle zorluklar lider yöneticiyi yönetici grupla danışarak müşteriye referans bankalar önermeye götürür. Sıklıkla, müşteri ya kendi ya da bir danışman aracılığıyla önerilen bankaları inceler. Bu arada herhangi bir bankayı referans listesinden silme hakkını gizli tutmaktadır. Bu hak,

²⁹ Stephen Valdez, *An Introduction to Western Financial Markets*, London: The Macmillan Press Ltd., 1993, s. 67.

³⁰ Charles R. Geisst, *Investment Banking in the Financial System*, New York: Prentice Hall, Inc., 1995, s. 124.

lider bankayı sendikasyondaki katılım oranlarına göre bankalar önermeye iter. Eğer grup lider yöneticiler, yöneticiler ve katılımcılardan oluşuyorsa, sözgelimi referans bankalar yönetici gruplardan ikişer ve bir katılımcı olmak üzere 5 banka olabilir. Kurnaz ödünç alıcılar, en yakın % 0.0625'in aşağısına veya yukarısına olmak üzere oranların yuvarlatılmasını öngören sözleşmeler yapmak isterler. Bir kredinin vadeleri boyunca her vade dönemi için yeni bir oran tesbiti yapıldığından, yaklaşık olarak vade dönemlerinin yarısında böyle bir duruma rastlanabilir.

Eğer müşterinin dikkatine sunulması gereken alışılmadık özel bir sebep varsa veya teklif tecrübeli bir müşteriye yapılıyorsa dökümantasyon paragrafını süsleyici ifadelerle gerek yoktur. Yaşanan tecrübelerden elde edilmiş ihtiyatlılık sonucunda euro kredi anlaşmalarda yeralan bazı kalıp ifadelerin dahil edilmesi önerilmektedir. Adı geçen kalıp cümlelerin içinde önemli olanları şöyle sıralanabilir³¹:

1. Çekimler için önkoşullar (Conditions precedent to drawing: Gerekli resmi ve diğer onayların, kanuni fikirlerin alımı)
2. Müşteriden teminatlar (Representations and Warranties)
3. Vadesinde ödenmeyen miktarlar için artan faiz oranı sağlayan ceza ifadesi (A default clause)
4. Piyasada bozulan koşullar nedeniyle uygulanmak üzere, LIBOR'un yeterli ve adaletli bir yolla hesaplanmasını temin eden alternatif bir oranın tesbiti.
5. Bir kanunsuzluk halinde bankaya paranın geri ödenmesini sağlayan şartlar
6. Düzenleyici otoriteler tarafından uygulamaya konan karşılık oranları veya benzer koşullar nedeniyle maliyetlerde artış durumunda, bankaya paranın geri ödenmesini sağlayan şartlar.
7. Müşterinin krediyle veya diğer bir borçluluk haliyle ilgili gecikme durumunu bildirmesini zorunlu kılan koşullar (Events of default ve Cross default)

³¹ Clark et al., s. 414-415.

8. Müşterinin merkez bankasından veya görevlendirilmiş yetkili bir resmi kambiyo işleri kurumundan yeterli döviz rezervini kanıtlayan mektup.
9. Müşterinin başkalarına kendi mal varlığı üzerinde izin verilenin dışında bir taahhütte bulunamayacağını belirten ve sendikasyonun her üyesine eşit davranmasını şart koşan fadeler (Negative Pledge ve Pari Passu).

Teklifin geçerliliğinin sözleşme ve dökümantasyon sürecine bağlı olması, tüm tarafları tatmin edici ifadelerin görüşülerek sözleşmeye konması için geniş bir olanak sağlar. Yargılama yetkisinin hangi ülkenin kanunlarına tabi olduğunu belirtmek önemlidir. Dolar birimli anlaşmaların idaresinde İngiliz kanunları yaygın biçimde kullanılır. Diğer ülkelerin kanunlarını bir anlaşmada geçersiz sayan Colombia gibi yerler de bulunur. 1975'ten önce New York hukuku, genel olarak kabul edilmiş olan İngiliz hukukuna bir istisna oluşturmuştur. New York mahkemelerinde sonuçlandırılmış birçok emsal teşkil eden dava bulunmaktadır ve Latin Amerika kredileri de genelde New York kanunları tarafından idare edilmiştir. Bazı müşteriler, kendi mahkemelerinin yetkili olmasını isteyebilmektedirler. Bu ödünü verebilme, bankaların o devletin mahkemeleriyle ilgili uygulamalarda tecrübeli olup olmadığına bağlıdır.

Yönetim ücreti, kredi sözleşmesinin imzalanmasından sonra 30 gün içinde normal olarak ödenebilir olmalıdır. Sendikasyon üyeleri böyle ücretlerin hemen ödenmesini beklerler ve 30 günü aşan süreler için ek miktarlar isteme hakları vardır. Anahtar ifade, "sendikasyon üyeleri hesabı için lider yöneticiye ödenebilir" cümlesidir. Ücret dağıtımı ile ilgili kurallarla tam bir uyumluluk taşımak amaçlanmaktadır. Anlamı, müşterinin bankalar arasında ücretlerin dağıtımına karışamayacağı ve bu kritik kararın yetki almış olan bankaya ait olduğudur. Bazı hallerde, müşteri ve lider yönetici bu ücretin kredinin ilk diliminin çekimiyle beraber ödenebileceği konusunda anlaşabilirler. Böyle bir durumda, "sözleşmenin imzalanmasından (belli bir gün sayısı) içinde çekim olduğu taktirde" ifadesi eklenir. Eğer kredi çekilmeden kalırsa, müşterinin hiçbir ücret ödeme yükümlülüğü olmamasına karşı bu koruyucu ifade tarzı geliştirilmiştir.

Bütçe dışı harcamalar, lider yöneticinin toplam gelirinde kritik öneme sahiptirler. Geri ödenmeyen harcamalar, yönetim ücreti gelirini ciddi biçimde eritir. O nedenle, harcamaların uygun bir seviyede geri ödenmesi ile ilgili bir madde yetkilendirmede olmalıdır. Önemli harcamalar hukuk, basım, iletişim, seyahat masrafları ve imza töreniyle ilgilidir. Aynı zamanda, müşteriler “bu kredi imkanının görüşme, sendikasyon ve yerine getirilme aşamalarında” ifadesini sözleşmelerde ararlar. İfadeler, harcama borçlarının sınırlarını tesbit etmeye çalışmaktadır. Bazı hallerde, müşteriler kredinin büyüklüğüne göre \$25000-\$400000 arasında değişen harcama üst sınırları tesbit ederler. Böylece kendilerine sabit, maksimum maliyeti bilme imkanını tanımış olurlar. Müşteriler harcamaların yazılı belgelerini de isterler. Pazarlıklarda kabul edilebilir vade ve şartların görüşülmesi sırasında, lider yöneticiler spreadler, son vade ve yönetim ücreti maddeleri üzerinde ısrarla dururken, ajan banka ve harcama maddelerini tartışılabilir noktalar olarak algırlarlar.

Ajanlık fonksiyonu piyasalarda yanlış anlamalara ve karışıklıklara yol açmıştır. Bu karışıklık, ajanın statüsü kadar, sahip olduğu düşünülen yetki nedeniyle de meydana gelmiştir. Amerikan sendikasyonlarında ajan, lider yönetici veya yazılı yetkiye sahip olan banka ile eşanlamli kullanılmaktadır. Euro piyasalarda ise durum farklıdır. Yetki sahibi banka, krediye katılması için bir bankayı teşvik etmek amacıyla ajanlık fonksiyonunu ona devredebilir. Bir euro sendikasyon kredisinde, ajanlık fonksiyonunun bilgilerin ve fonların tüm taraflar arasında düzenli bir biçimde akmasını temin etmekten başka bir görevi bulunmamaktadır³². Bir sendikasyon kredisinde ödünç verenler ticari bankalardır ve büyüklüklerine bakılmaksızın çeşitli müşterilere açılan kredilerde yüksek bir kontrol gücüne sahip olmak isterler. O nedenle, ajanların görevleri ve zorunlulukları geniş ölçüde tanımlanmıştır. Ajanlık ücretinin ödenmesinde üç değişik alternatif bulunabilir: Biricisinde ödemeler yıllık maliyet başına belli bir miktar, ikincisinde banka başına yıllık yükümlü oldukları miktar ve üçüncüsünde de kredinin tüm ömrü boyunca oluşacak maliyetlerin bir defada ödenmesi sözkonusu olabilir. Örneğin, bir sendikasyon 40 bankadan oluşuyorsa ve bankaların yıllık yükümlü oldukları ücret \$ 500 kabul edilirse, ikinci seçeneğe göre

³² Valdez, s. 70.

ajanlık ücreti yıllık\$ 20000 olacaktır. Birinci seçeneğe göre işlerin yürütülmesi kararlaştırılmış ve yıllık olarak ajana ödenecek ücret \$ 15000 olarak tesbit edilmişse, ajan ikinci seçeneğe göre zarar etmiş olacaktır. Üçüncü alternatif olan tüm maliyetlerin bir defada ödenmesi, anlaşmada uygun bir iskonto oranının tesbit edilip edilmemesine bağlı kalacaktır. Bu uygulamanın ajan için avantajı, gelecekte yapılacak bir ödemenin izlenmesi ve kaydedilmesinden kaynaklanan idari bir görevi ortadan kaldırmasıdır.

Eğer teklife dahil edilmişse, sendikasyon stratejisi iki veya üç cümleyle belirtilmelidir. Strateji ile ilgili ifadeler daha sonraki tartışmalarda temel olarak alınır. Lider yöneticinin taahhüdünü nasıl gerçekleştireceği, hangi bankalara ulaşılacağı, sürecin ne kadar zaman alacağı ve müşterinin herhangi bir konuda desteğinin istenip istenmeyeceği gibi sorular strateji ifadesiyle gündeme gelir. Ticari terimler, koşullar ve sendikasyon stratejisi müşterinin elindeki teklife daha çok yoğunlaşmasını sağlar.

Günümüzde artık ikili teklif bitiş tarihleri, birçok anlaşmanın tümleşik parçaları haline gelmiştir. Uygulama, teklifin yapılmasından 1-3 hafta içinde akseptansın imzalanmış olarak alınması ve yetkilendirme görüşmelerine başlanması şeklindedir. Görüşmeler, daha önce tesbit edilmiş ikinci bitiş tarihinden önce sonuçlandırılmalıdır. Aksi halde, teklifin geçerlilik süresi dolmuş olacaktır. Bu tip bir uygulamayla, uzun görüşme dönemleri sonunda ortaya çıkabilecek piyasa şartlarıyla, teklifin yapıldığı piyasa şartları arasında oluşma potansiyeli olan büyük fark riski ortadan kaldırılır. Sendikasyon piyasasındaki anlaşma şartları, değişken para piyasalarındakine göre çok daha az sıklıkla farklılaşır³³. Olan değişiklikler çok güç algılanan niteliktedirler ve bankaların kabul edilebilir anlaşma koşullarındaki bu hafif değişimlere karşı korunmak üzere kurum içi mekanizmalar geliştirmeleri gereklidir.

Bir yetkilendirme tartışması sendikasyon arasında sürerken, müşteri tarafında diğer bankalara verilmiş eş zamanlı yetkilerin piyasada dolaşmaması gerekir. Zamanla, iki veya daha fazla sayıda sendikasyon talebinin aynı zamanda piyasada olamayacağı

³³ Levi, s. 544.

koşulu tartışma dışında bırakılmıştır. Bu kural, açık bir piyasanın en basit temeli olduğundan lider yöneticiler ve müşterileri tarafından benzer biçimde geniş kabul görmüştür.

Müşterinin kredi kolaylığının hasılatını nereye kullanılacağını belirten, gerçeklere dayanan bilgi kitapçığını zamanında hazırlaması beklenir. Birçok kurumsal müşteri için hasılatın kullanım alanı şartı kaldırılmış veya “genel kurum amaçları” şeklinde belirtilerek hafifletilmiştir.

Fiyatlama ve stratejideki yanlış hesaplamalar, somut olumsuz değişiklikler (material adverse change) kavramının geliştirilmesine neden olmuştur³⁴. Kavram, lider yönetici ve müşterinin anlaşma koşullarındaki hafif değişimlere karşı kanuni tekliflerinin korunmasının bir ölçüsü olmaktan çok, sendikasyonun herkese açık, euro piyasalarda yönetildiğini ve tüm tarafların altı haftalık uygulama devresi boyunca tüm gecikmeleri minimize etmeleri gerektiğini hatırlatan bir uyarıcı olarak hizmet görür.

Her teklif, ücret dağıtım stratejisinin lider yöneticiye bir ücret (praecipium) temin ettiği farzedilerek yapılır³⁵. Dolayısıyla lider yönetici daha fazla gelir elde etme imkanı bulacaktır.

Gizliliğe bazı müşteriler tarafından saygı gösterilirken, bazıları tarafından gösterilmeyebilir. O nedenle, yapılan teklif başka bir rakip gruba gösterilmemelidir. Özellikle yeni bir fiyatlama mekanizması veya sendikasyon stratejisi uygulanmak isteniyorsa, bu şarta daha fazla dikkat edilmelidir.

İlerleyebilmek için lider yönetici olası borçludan bir karşılık almaya ihtiyaç duyar. Bu karşılık, genellikle akseptansın yazılı bir onayı şeklinde olur. Sözlü onayların yeterli yetki vermediği kabul edilir.

³⁴ Peter Gallant, *The Eurobond Market*, London: Woodhead-Faulkner Limited, 1988, s. 287.

³⁵ Fisher, s. 221.

Ek 1'de Philip Morris şirketinin tahvil ihracı için kurulan bir sendikasyonun bir teleks yazısı ile üyelerine gönderdiği teklif dökümanı verilmektedir³⁶.

2.2.2. Kredinin fiyatlanması

Kredinin fiyatlanması konusu krediden faydalanan için üzerinde hassasiyetle durulan bir noktadır. Çünkü sendikasyonu oluşturması ve kredinin piyasadan toplanması ile ilgili faaliyetleri yürütmesi için yazılı yetki verdiği bankanın krediyi fiyatlarırken kullandığı kriterler borçlunun maliyetlerini ortaya çıkmasında ana değişkenlerdir. Bu aşamada lider yönetici ve borçlu arasında meydana gelebilecek bir anlaşmazlık yetkilendirilmenin yapılmış olmasına rağmen, daha önce üzerinde ön uzlaşmaya varılan koşulların ancak imzalanacak anlaşma ile geçerlilik kazababilme nitelikleri nedeniyle, her iki taraf açısından da bir zarar meydana getirmeyecek biçimde kredi talebinin geri çekilmesiyle sonuçlanacaktır.

2.2.2.1. Kredinin fiyatlanmasını etkileyen faktörler

Uluslararası bir kredinin düzenlenmesinde ödünç vericinin maruz kaldığı bütün riskler borçlunun maliyetlerine titizlikle yansıtılır. Bu risklerin kur riski, düzenleyici otorite riski, pasiflere bağlı risk, likidite riski, faiz oranı riski, finansal risk ve ülke riski maddelerinden oluştuğu bilinmektedir. Görüldüğü gibi borçlunun maliyetleri ortaya çıkarken kendi finansal durumunun dışında kalan birçok etken beraber rol oynamaktadır. Ülkesinin finansal piyasalardaki riski ve hatta krediyi düzenleyen bankanın yaptığı bu işlem sonucunda kendi finansal durumunda meydana gelen değişimlerin de ödünç alanın finansal durumu kadar, belki daha fazla önemi bulunmaktadır. Her uluslararası ödünç verme işleminde karşılaşılabilecek bu genel rislerden sonra sendikasyon kredilerinin özelliklerinden kaynaklanan kredinin yapısının karışıklığı, bankalar grubunun niteliği ve

³⁶ Gallant, s. 259-266.

kredinin yüklenim tipi gibi risk kaynaklarını da göz önüne alınmak üzere listeye eklememiz mümkündür.

Risk kaynakları hakkında vurgulanması gereken nokta, birbiriyle etkileşimlerinin her uygulamada aynı sonucu, bir başka deyimle borçlu için aynı maliyetleri oluşturmayacağıdır³⁷. Hatta problemi daha ileri götürüp vadeleri, büyüklükleri, geri kalan tüm yapısal özellikleri aynı olan, kısacası çok benzer riskler taşıyan iki ödünç alıcı için bile yapılan değerlendirmelerde birbirinden çok farklı neticelerin alınması olanaklıdır. Çünkü değerlendirmeyi yapan kuruluşun borçluların geleceğe yönelik performansları hakkındaki görüşleri farklı olmaktadır. En önemlisi bankalar aynı kategorideki iki ödünç alıcıyı değerlendirirken daha önce onlarla olan ilişkilerini dikkate almakta ve ona göre kararlarını vermektedirler.

Meselenin bilimsel açıdan rakamsal ifadelere izin vermeyen bir başka yönü, banka ve müşterisi arasındaki pazarlıkların maliyetler üzerindeki büyük etkisidir. Bu pazarlıkların önemli bir bölümü gizli kaldığından veya gerçekte olduğu gibi piyasaya yansıtılmadığından şaşırtıcı sonuçlar alınabilmektedir. Yine de imzalanan anlaşmalardan yola çıkılarak yapılmış araştırmalar bulunmakta, ödünç alanların risk sınıflarının maliyetlerine nasıl yansıtacağı tahmin edilebilmektedir³⁸.

- i. Borçlunun piyadaki kredibilitesi yüksekse ve gelecekteki performansı hakkında olumlu bir izlenim varsa toplam maliyetinin düşük olam eğilimi vardır.
- ii. Ülke riski yüksek olan bir borçlunun toplam maliyeti benzer tipteki bir borçluya göre daha yüksek olabilir.
- iii. Kredi miktarı büyüdükçe ve vadesi uzadıkça toplam maliyet artabilir.
- iv. Sendikasyonu oluşturan bankalar üst seviye bankalardan meydana geliyorsa yüksek faiz ve ücret taleplerinde bulunabilirler.

³⁷ Valdez, s. 71.

³⁸ Parasız et al., s. 378.

- v. Kredi tam yüklenim (fully underwritten) yöntemiyle düzenleniyorsa yüklenim komisyonu kredinin tüm miktarına uygulanacağından borçlunun maliyetlerinin arttırıcı yönde etki edecektir.

Bütün bu sayılanların fiyatın belirlenmesinde çok önemli rolü olsa da zorluk derecesinin ayrı bir yeri bulunmaktadır.

Sendikasyonu kurmanın zorluğu arttıkça bu iş için ödenecek komisyon da yükselecektir. Sendikasyon işlerinde oldukça geçerli olan, tüm sendikasyon uygulamalarının eşit biçimde kompleks ve aynı derecede dikkat gerektiren uygulamalar olmadıkları kuralını açıklamak gerekmektedir. Zorluk derecesi kavramıyla, borçluya teklifin yapılmasından kredinin son ödemesinin yapılacağı vade tarihine kadar karşılaşılabilecek işlerin yürütülmesindeki güçlüklerin miktarı anlatılmak istenmektedir. Zorluk derecesi sendikasyon uygulamalarında %5-%95 kuralı adıyla da anılmaktadır. Sembolik olarak belli bir uygulamaya bankanın sendikasyon biriminin göstermesi gereken çabanın yüzdesini vermektedir. Yelpazenin bir ucu olan %5 noktasının özellikleri şunlardır¹:

- i. Gerçek olarak hiçbir sendikasyon uzmanının işlere müdahalesi gerekli değildir.
- ii. Müşteriden resmi bir yazılı yetki alınmaz.
- iii. Sendikasyon görevleri çeşitli yönetici bankalar arasında paylaştırılmaz.
- iv. Yüklenim oranları belirlenmez, sendikasyon listesi gerekli değildir.
- v. Genel sendikasyon aşaması dediğimiz aşama hiç bulunmaz.
- vi. Kredinin dökümantasyonu sadece avukatlara bırakılır.
- vii. Ödünç vericilerden herhangi biri ücretlerin eşit dağıtılmamasından faydalanmaz.
- viii. Kredi işleri lider yönetici, ödünç vericiler veya ajan banka tarafından yürütülmeyp, çoğunlukla borçlu tarafından yürütülür. Bu yönüyle direkt kredilere benzer. Eğer basın ilanı yayınlanırsa belli ödünç vericiler katılımlarına göre yönetici ve yardımcı yönetici gibi ünvanlarla duyurulur. Bu ilanının ödünç alıcı ve ödünç vericiler

¹ McDonald, s. 69.

arasındaki kredinin borçluya ödenmesi ve borçlu tarafından da geri ödenmesi noktasını doğrulamaktan fazla bir önemi yoktur.

x. Amerikan tipi sendikasyonlarda daha çok görülür.

Doğal olarak %95 noktasına gelindiğinde bu özelliklerin tam tersi özelliklerle karşılaşmakta, kredi karmaşıklaşmakta ve borçlunun maliyetleri yükselmektedir.

2.2.2.2. Sendikasyonlardan kar elde etme

Uluslararası finansal araçlar olarak nitelendirebileceğimiz kurumların yeni anlaşmalar yapma, hizmet ve portföy yönetimi fonksiyonlarının birbirinden ayrılmış olması sonucu kredilere katım ve sendikasyon tipindeki işlerde bir artma olduğunu söyleyebiliriz. Bu tip işlerin genel karakteristiğinde müşterisiyle yüksek miktarda bir kredi için anlaşılan düzenleyici bankanın kredinin sabit bir yüzdesini kendisi gibi uluslararası finansal aracılık faaliyetlerinde bulunan bankalara sattığını ve kalan miktarı kendi portföyünde tuttuğunu görmekteyiz.

Bankanın kredinin tümünü kendinde tutmayıp bir kısmını satmasını iki nedene dayandırmamız mümkündür⁴⁰. Bunlardan birincisi sendikasyon kredilerinin doğuşunda da önemli rol oynayan karşı karşıya kalınan riskin büyüklüğü olmaktadır. Satış gerçekleştirilerek riskin de dağıtılması temin edilmiş olur. İkinci faktör finansal araçların fonksiyonlarının kurum içinde ayrı ayrı bölümler tarafından yerine getirilmeleriyle ilgili olmaktadır. Eğer kurumun ilgili bölümü yeni krediler düzenleyip bu kredilerin ikincil yatırımcılara satışından iyi karlar elde ederek başarılı oluyorsa, düzenlediği krediler kendi portföy kapasitesinin üzerinde bile olsa, hem kredinin büyük miktarını satarak düzenleme ücretlerinden istifade eder, hem de kendi portföyünde tuttuğu kredi miktarını kendisi için tehlike oluşturacak seviyelere çekmemiş olur.

⁴⁰ Clark et al., s. 412.

Kredinin ikincil yatırımcılara satışından elde edilen gelirin yanı sıra, banka kendi portföyünde tuttuğu miktarla ödünç alma ve ödünç alma maliyetinin üzerine eklemiş olduğu spreadten oluşan ödünç verme oranları arasındaki farktan yararlanarak kar elde edebilmektedir.

Kredinin parça parça diğer bankalar arasında bölüştürülerek satılması genellikle çok zor olmamaktadır. Çünkü kredinin bir miktarını satın alan banka satıcının da kendisi gibi bir banka olduğunu, kendi yüklendiği kısım içinden satış yaptığını bilmekte ve kredinin geri dönmeme riskinin çok az olduğunu görmektedir. Doğal olarak bu düşük riskin de bir karşılığı olmakta, düzenleyici banka katılımcı bankalara müşterinin kendisine ödediğinden daha az bir faiz ödeyerek aradaki farktan faydalanmaktadır.

Finansal bir aracı krediyi satmaya başlayacağı zaman ana problem, kendisini etkileyen tüm marjinal gelir ve giderlerin tanımlanabilmesidir. Bu gelir ve giderleri düzenleme maliyetleri, düzenleme ücretleri, servis maliyetleri ve tutulan kredi miktarından elde edilen gelir oluşturur. Bir örnek üzerinde konuyu açıklamamız mümkündür⁴¹:

Bir ödünç vericinin müşterisinin yapmayı düşündüğü sabit bir yatırım için \$50 milyonluk bir kredi düzenlemeye karar verdiğini kabul edelim. Kredinin faiz ödeme oranı olarak $r = \%10.5$ ve toplam kredi miktarı üzerinden alınacak ücret $\%3$ olarak belirlenmiş olsun.

Diğer ödünç vericilerle yaptığı görüşmeler sonucunda \$40 milyonluk kısmın 4 ödünç verici tarafından satın alınması ve \$10 milyonluk kısmın da kendisi tarafından tutulmasına karar verilmiştir. Düzenleyici banka, diğer ödünç vericilerin her birine eşit olarak $r_p = \%10.25$ 'lik bir faiz oranı ve $\%2$ 'lik bir düzenleme ücreti ödeyecektir.

⁴¹ Kenneth J. Thygeson, *Management of Financial Institutions*, New York: Harper Collins College Publishers, 1995, s. 633-635.

Düzenleyici banka servis hizmetlerinden oluşacak maliyetin ayda \$120 olduğunu tahmin etmektedir. Düzenleyici bankaya anapara son vade tarihinde tek seferde ödenecektir (bullet repayment).

Tablo 2.1. Düzenleyici bankanın nakit akışı

Müşteriye kredinin verilmesi	-\$50.000.000
Müşteri tarafından ödenen düzenleme ücreti (\$50.000.000'ın %3'ü)	\$1.500.000
Önceden belirlenen düzenleme maliyeti 550(\$.000)	-\$550.000
Kredinin satışı	\$40.000.000
Katılımcılara ödenen düzenleme ücreti (\$40.000.000'ın %2'si)	-\$800.000
Net yatırım miktarı	-\$9.850.000
n (7 yıl×12 ay)	84
r (Kredinin toplam müşteriye maliyeti)	%10.50
r _p (Katılımcılara ödeme yapılan oran)	%10.25

Kaynak: Kenneth J. Thygerson, *Management of Financial Institutions*, New York: Harper Collins College, 1995, s. 634.

Krediyi düzenlerken yukarıdaki bazı rakamları önceden bilmemiz mümkün olmayıp, sadece tahmin etmekle yetinebiliriz. O nedenle organizasyon ücretleri, giderleri ve servis maliyetleri gibi nakit giriş ve çıkışlarını ihmal ederek düzenlenecek krediden elde edilebilecek karın hesabı Denklem 2.1'den mümkün olabilmektedir:

$$\text{Kar} = r + (r - r_p) \times (\text{Satılan miktar} / \text{Tutulan Miktar}) \quad (2.1)$$

Tutulan miktar : Düzenleyici bankanın portföyünde kalan miktar

Satılan miktar : Katılımcılara satılan miktar

Yukarıdaki rakamları bu formülde yerine koyarsak:

$$\text{Kar} = \%10.50 + (\%10.50 - \%10.25) \times (\$40.000.000 / \$10.000.000)$$

$$\text{Kar} = \%10.50 + (0.25 \times 4)$$

Kar= %11.50

Tablo 2.2. İkincil yatırımcılara ödenen faiz oranına ve kredinin satılan yüzdesine göre gelirin değişimi

r_p %	Kredininin Düzenleyici Bankanın Portföyünde Tutulan Yüzdesi			
	20	40	60	80
9.000	14.000	11.500	10.667	10.250
9.500	12.000	10.750	10.333	10.125
10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
10.500	8.000	9.250	9.667	9.875
11.000	6.000	8.500	9.333	9.750

Elde edilen sonuca göre yatırımın getireceği gelir %11.50 civarında beklenebilir. Tahmin formülü, eğer katılımcılara ödenen faiz oranı müşteriden elde edilen faiz oranından yüksekse, zarara uğranabileceğini göstermektedir. Bu formülün irdelenmesiyle düzenleyici bankanın gelirinin değişimi faiz oranı $r = \%10$ olan bir kredi için Tablo 2.2’de görülmektedir. Kredinin satılan yüzdesi arttıkça ve ikincil yatırımcılara ödenen faiz azaldıkça gelirin arttığı anlaşılmaktadır.

2.2.2.3. Sendikasyon kredilerinde maliyet faktörleri

Sendikasyon kredisinin borçluya maliyetini oluşturan faiz giderleri ve komisyonlar genel harcamalar, yönetim ücreti, ajan bankanın ücreti, taahhüt ücreti ve faiz maliyeti olmak üzere toplam beş madde halinde özetlenebilir. Bu ücretlerden bazıları kredinin ömrü boyunca vade tarihlerinde ödenirken bazıları da anlaşmanın imzalanmasından sonra 30 gün içinde lider yönetici bankanın hesabına ödenebilir olmalıdır.

2.2.2.3.1. Harcamalar

Ödünç alıcı, lider yöneticiye kredi görüşmeleri, sendikasyonun organizasyonu ve icrası dönemlerinde oluşan maliyetleri ödemek zorundadır. Bu maliyetlere örnek olarak kanuni giderler, basım, teleks, seyahat ve imza töreni giderleri benzeri, o uygulamanın

kendi özel içerdği maliyetler de dahil olmak üzere sayılabilir. Görülebileceği gibi bu giderlerin oluşması kredinin büyüklüğü, karmaşıklığı ve genel sendikasyon döneminde ilişki kurulan banka sayısı ile yakından ilgilidir. Örneğin 1981 yılında düzenlenmiş \$800 milyonluk bir sendikasyon kredisinde 300 bankayla iletişim kurulmuş, bunlardan 89 tanesiyle sendikasyona katılmak yönünde mutabakata varılmıştır⁴². Her birine 1.2 metrelik teklifler teleksle gönderilmiş, uzun uluslararası telefon görüşmeleri yapılmıştır. Böyle yüksek miktartlı kredilere piyasada “jumbo” krediler adı verilmekte ve neredeyse harcamalar kaleminde yer alan miktar \$400.000’a ulaşmaktadır.

2.2.2.3.2. Yönetim ücreti

Sendikasyona dahil olan bankaları teşvik edici faktörlerden biri anlaşmanın imzalanmasından hemen sonra alabilecekleri komisyonlardır. İlk olarak yönetici statüsündeki bankalar lider yönetici de dahil olmak üzere krediyi düzenlemenin ve yüklenmenin karşılığı olarak, aldıkları riski bir ölçüde tazmin edebilmek için yönetim ücreti (management fee, up-front fee, front-end fee) denilen ücretleri alırlar.

Yönetim ücreti belirlenirken toplam kredi miktarının %0.5 ve %1 arasında değişmek üzere bir oran belirlenir. Lider yönetici almış olduğu sınırsız yetkinin kendine verdiği hakka dayanarak, bu miktarı yönetici grup, kendisi ve katılımcı bankalar arasında istediği gibi dağıtabilir. Buna rağmen bu dağıtımı çok adaletsiz bir biçimde yapıyorsa sendikasyonu kurması zorlaşacaktır.

Yönetim ücretleri diğer sendikasyon üyeleri arasında dağıtıldığı zaman dağıtılan her dilim de ayrı birer isimle anılmaktadır. Yönetim ücretinin içinde “praecipuum” adı verilen kısmı lider yönetici sendikasyonu kurup, koordine etmesinin karşılığında almaktadır. Yine yönetim ücretinin içinde bir başka kısım olan yüklenim ücretini (underwriting fee) yönetici gruptaki bankalar garanti ettikleri kredi miktarına göre değişen oranlarda olmak üzere alırlar. Yönetim ücretinin diğer kısmını genel sendikasyon evresinde yönetici gruba

⁴² Lewis, s. 350.

dahil olmuş, krediyi yüklenmiş bankalardan belli yüzdelerle pay satın alan bankalar alırlar. Aldıkları bu ücrete katılım ücreti (participation fee) adı verilir ve yine bu sınıf ücretlerde de satın alınan miktar arttıkça yükselmek üzere değişen oranlar uygulanmaktadır.

Özetlersek, kredinin belli bir yüzdesi ile belirlenen yönetim ücretinin bir bölümünü praecipuum adıyla lider yönetici, bir bölümünü yüklenim ücreti adıyla krediyi garanti eden bankalar ve son olarak bir bölümünü de katılım ücreti adıyla genel sendikasyon döneminde krediden pay satın alan bankalar almaktadır. Yönetim ücretinin bu ilk dağıtımından sonra geriye hala belli bir miktar kalıyorsa, bu miktarın dağıtımı yönetici gruba dahil olan bankalar arasında son olarak yüklenmiş oldukları kredi payı baz alınarak (pro rata) dağıtılır. Geriye kalan bu miktara havuz (pool) adı verilmektedir. Literatürde lider yöneticinin %1 olarak belirlenmiş bir yönetim ücretini nasıl dağıtabileceği şöyle verilmektedir⁴³:

- Lider yöneticinin praecipuum olarak alması için tüm kredinin %0.125'i
- Her yöneticinin yüklendiği miktarın %0.875'i (örneğin en az \$20 milyon)
- Her katılımcının satın aldığı miktarın %0.625'i (örneğin en az \$10 milyon)
- Her katılımcının satın aldığı miktarın %0.500'i (Örneğin \$7-\$10 milyon arasında)
- Her katılımcının satın aldığı miktarın %0.375'i (örneğin \$4-\$7 milyon arasında)
- Her katılımcının satın aldığı miktarın %0.250'i (örneğin \$2-\$4 milyon arasında)

Yukarıdaki değerlendirme yönetim ücretinin %1 olarak belirlendiği bir durum için verilmektedir. Yönetim ücreti %0.5 olarak belirlenirse bu oranları ikiye bölmek mümkündür. Eğer bu kredinin tümü yöneticiler tarafından yükleniliyorsa, bir başka deyimle bir klüp kredisi düzenleniyorsa sadece ilk iki satırdaki oranlar uygulanacaktır. Fakat kredi hiçbir yönetici tarafından yüklenilmeyip, sadece genel sendikasyon aşamasındaki katılımcılar tarafından her biri \$15 milyonluk paylar satın almak üzere dolduruluyorsa yönetim ücretinin %0.25'i büyüklüğünde bir havuz oluşacaktır (1-0.125-0.625). Görüldüğü gibi katılımcıların payları küçüldükçe ve krediyi yüklenen yönetici

⁴³ Valdez, s.350.

sayısı azaldıkça daha büyük havuzlar meydana gelmektedir. Fiyatlama tümüyle lider yöneticinin elinde olup, kendi gelirini ve dolayısıyla riskini belirleme seçeneğine sahiptir.

2.2.2.3.3. Ajan banka ücreti

Bu ücret lider yöneticiye veya bu fonksiyonu yerine getirmek üzere atanmış bankaya ödünç alıcı tarafından ödenir. Amerikan tipi sendikasyonlarda lider yönetici ve ajan banka aynı kurum olduğundan lider yönetici ajanlık fonksiyonunu da yerine getiriyorsa bu ücreti de almaktadır.

Ajan bankanın ücretinin ödenmesi için değişik alternatifler söz konusu olabilmektedir. Örneğin toplam ajanlık ücretinin kredinin ömrü boyunca her yıla bölünerek veya tek seferde anlaşmanın imzalanmasından sonra ödenmesi gerçekleştirilebilir. Başka bir alternatif banka başına düşen maliyetin belirlenip banka sayısı ile çarpıldıktan sonra toplam miktarın belirlenebilmesidir.

2.2.2.3.4. Taahhüt ücreti

Kredi kolaylığının çekim dönemi içinde kullanılmayan kısmı üzerinde işletilir ve örneğin “yıllık olarak 0.375” gibi bir ifade tarzıyla belirtilir⁴⁴: Taahhüt ücretinin (commitment fee) ödenmesinin nedeni, kredinin ödünç alıcının kullanımına hazır tutulmasına rağmen onun tarafından kullanılmayıp bankanın fonlarının boş yere bekletilmesidir. Banka kaybını bu yolla kapamaya çalışmaktadır. Hesabı yapılırken anlaşmanın imzalandığı günden başlanır.

2.2.2.3.5. Faiz maliyeti

Faiz maliyetine geçmeden önce sendikasyon kredilerinin yapısını biraz açıklamak gerekmektedir. Sendikasyon kredileri düzenlenirken vadeli kredi (term loans) ve dönen

⁴⁴ Clark et al., s. 414.

kredi kolaylıkları (revolving credit facilities) olmak üzere başlıca iki tipte düzenlenmektedir. Vadeli kredilerde çekim dönemi (drawdown period), ödemesiz dönem (grace period) ve geri ödeme dönemi (redemption period) olmak üzere üç dönem bulunur ve bu dönemler geçildikten sonra kredi yenilenmez. Dönen kredi kolaylıklarında borçlunun belli dönemler için belli ödünç alma sınırı vardır. Dönen kredi kolaylıkları kredi sınırlarına (credit line) benzer. Farkı, kolaylığın ömrü boyunca geri dönülemez olmasıdır. Kredi sınırını bir speradin altı aylık opsiyonunun alımına benzetirsek, dönen kredi kolaylığı her altı ayda bir biten opsiyonlar serisi olmaktadır⁴⁵.

Borçlunun maliyetlerini oluşturan en büyük kısımdır. Denklem 2.2’de görüldüğü gibi iki kısma ayırarak incelemek mümkündür:

$$\text{Faiz maliyeti} = \text{LIBOR} + \text{Spread} \quad (2.2)$$

Euro kredi kolaylıklarında faiz oranları daima değişken biçimde ifade edilir. Borçlunun ödeyeceği faiz “LIBOR+%0.375” gibi bir oranla belirlenmektedir.

Değişken faiz oranlarının hem müşteri hem de banka için avantajları bulunmaktadır. Bankalar müşterilerine orta ve uzun vadeli fonlara kısa vadeli oranlarla ulaşma imkanı verirken, kendilerini de faiz riskinden korumuş olurlar. Uygulamanın olumsuz yönü faiz oranlarında yükselme trendine girildiğinde değişken faiz oranlarının müşterinin borcunu ödeyememe riskini arttırmasıdır (default risk). Sonuç olarak, bankalar faiz riskini artan geri ödeyememe riski ile değiş tokuş etmektedirler. 1977-1981 yılları arasında LIBOR’un %6.5’ten %16.5’e gittiği dönemde yaşanan olaylar ve herkes tarafından çok iyi bilinen borç krizi bu konuyla bağlantılıdır.

Seçilen referans oran bir piyasa oranı olduğu için dakika dakika değişecektir ve hesaplanmasında kullanılacak yöntemin kredi anlaşmasında çok açık bir biçimde

⁴⁵ Piet Sercu ve Roman Uppel, *International Financial Markets and The Firm*, London: International Thomson Publishing, 1995, s. 288.

belirtilmesi gerekmektedir. Çoğu kredi anlaşmasında yeni faiz döneminin başlamasından iki gün önce piyasanın en derin olduğu saatlerde yönetici grup içinden belirlenmiş referans bankaların oranları alınır.

Toplam faiz maliyetini belirleyen ikinci eleman spread olmaktadır. spread belirlenirken kredinin tüm ömrü boyunca uygulanacak tek bir oran tesbit edilebileceği gibi, kredinin değişik dönemlerinde farklı spreadlerin uygulanması mümkün olabilmektedir. Örneğin 8 yıl vadeli bir kredide, spread ilk 4 yıl için %0.375, sonraki 4 yıl için ise %0.750 gibi belirlenmiş olabilir. Spreadin belirlenmesinde en etkin faktörler finansal risk, ülke riski, piyasa koşulları ve kredinin vadesi olmaktadır.

Spreadin belirlenmesinde etkin olan bir başka faktör belirlenen ücretlerin yüksekliği veya düşüklüğüdür. Pratikte bankalar elde ettikleri gelirleri sınıflandırarak değerlendirmemektedirler. Toplam gelirleri faiz maliyetinin üstüne ödenen komisyonlardan oluştuğu için şartlara göre elde ettikleri toplam gelirden bir değişim olmamak koşuluyla iki grup arasındaki ağırlığı değiştirebilmektedirler. Krediyeye uygulanan spread basın ilanlarında bildirilmeisne rağmen ödenen ücretler açıklanmaz. Gerçek ödünç alma maliyetlerini gizlemek ihtiyacı hisseden borçlular daha düşük sprealar için yüksek ücretler ödemeye hazırdırlar. Böylece kendi kredibilitelerini yüksek tutarak ileride ortaya çıkacak borçlanma ihtiyaçlarında düşük maliyetlerle çalışabilirler. Başka bir bakış açısıyla spreadin tesbiti ödenen diğer ücretlerden bağımsızdır. Dünyadaki ödemeler dengesi açıklarının artması gibi nedenlerden dolayı ödünç alanların bu fonlara talebinin değişmesi spreadlerin yönünü belirler. O nedenle, genel durumda spread ve ücretlerin, fonların arz ve talebi tarafından belirlendiğini belirtmek gerekir⁴⁶.

Üzerinde önemle durulması gereken bir başka nokta vergilerle ilgilidir. Sendikasyon kredilerinde tüm anapara ve faiz ödemeleri borçluya net olarak açıklanır. O nedenle ödünç alıcının ve vericinin hükümeti tarafından konulacak vergilerden kredi bağımsız tutulmaktadır.

Geçmişte bazı bankalar başka bir alandaki düşük kredi talebini tazmin etmek için, piyasaya ve müşteriye ulaşmayı güvenli kılmak için, fonlama karı fırsatları üretebilmek için veya risk değerlendirmesini iyi yapamadıkları için sendikasyonlara katılıp zarara uğramışlardır. Piyasada şu anda bu tip bankalara kredi boşluklarını doldurmaya yarayan araçlar gözü ile bakılmaktadır (stuffers)⁴⁷.

2.2.2.3.6. Toplam kredi maliyetinin hesaplanması ile ilgili örnekler

Borçlunun kredi maliyetlerini dönemsel maliyetler ve yönetim ücretleri olmak üzere iki başlık meydana getirmektedir⁴⁸:

$$\text{Dönemsel maliyetler} = (\text{Çekilen kredi miktarı}) \times (\text{Referans oran} + \text{Spread}) + (\text{Çekilmeyen kredi miktarı} \times \text{Taahhüt ücreti}) + \text{Ajan banka ücreti} \quad (2.3)$$

$$\text{Yönetim ücretleri} = (\text{Praecipuum} + \text{Yüklenim ücreti} + \text{Katılım ücreti}) \times \text{kredi miktarı} \quad (2.4)$$

Yukarıdaki formülde ajan bankanın ücretinin tek seferde ödenmeyip kredinin ömrü boyunca yıllara dağıtıldığı kabul edilmiştir. Bunun tam tersi de mümkün olup lider yönetici kredi koşulları arasında bu ücretin kredi anlaşması imzalandıktan sonra tek seferde ödenmesini isteyebilirdi. Dönemsel ücretlerin dağıtımında lider yöneticinin herhangi bir etkisi olmamasına rağmen, yönetim ücretleri dağıtım stratejisini kendisi belirlediği için değişik senaryolar ortaya çıkabilmektedir.

\$300 milyonluk bir kredinin düzenlenmesinde lider yönetici \$100 milyonluk kısmı yüklenmiş, kalan \$200 milyonluk kısmı 4 banka kendi aralarında eşit biçimde bölüşerek

⁴⁶ L. S. Goodman, "Comment," *Journal of Money* (November 1984), Vol. 16., No. 4, s. 678.

⁴⁷ Roy C. Smith ve Yngo Walter, *Global Banking*, New York: Oxford University Press, Inc., 1997, s. 34.

⁴⁸ Grabbe, s. 237.

yüklenmişlerdir⁴⁹. Genel sendikasyon dönemine gelindiğinde lider yönetici dahil olmak üzere tüm yüklenimciler paylarının yarısını piyasadaki 10 bankaya eşit olarak satmışlardır. Sonuçta lider yönetici \$50 milyon, diğer yöneticilerin herbiri \$25 milyon ve katılımcıların her biri \$15 milyonluk kredi paylarını portföylerine almışlardır. Praecipuum için aldıkları miktarın %0.0125'i, yüklenim ücreti için %0.0125'i ve katılım ücreti için %0.0250'si oranları belirlenmiştir. Bu senaryoya göre alacakları ücretler Tablo 2.3'den izlenebilir:

Tablo2.3. Yönetim ücretleri (milyon \$)

	Lider yönetici	Yöneticiler	Katılımcılar	Toplam
LYÜ	$0.00125 \times 300 = 0.375$			0.375
YKÜ	$0.00125 \times 100 = 0.125$	$0.00125 \times 200 = 0.250$		0.375
KTÜ	$0.00250 \times 50 = 0.125$	$0.00250 \times 100 = 0.250$	$0.0025 \times 150 = 0.375$	0.750
Toplam	0.625	0.500	0.375	1.500

Kaynak: Muhsin Mengütürk, *International Finance*, İstanbul: Literatür Yayınları, 1995, s. 258.

\$100 milyonluk bir kredide lider yönetici %1 yönetim ücreti alacaktır. Bu ücretin \$750.000'lık kısmını katılımcılara dağıtmaya karar vermiştir. Katılan bankaların lider yöneticinin kendisi de dahil olmak üzere krediden aldıkları paylar ve yönetim ücretleri aşağıdadır⁵⁰:

Lider Yönetici: $\$15.000.000 \times 0.0075 = \112.500 (toplam 1 banka = \$112.500)

Yardımcı Yöneticiler: $\$10.000.000 \times 0.0075 = \75.000 (toplam 4 banka = \$300.000)

Birinci Seviye Katılımcılar: $\$5.000.000 \times 0.0050 = \25.000 (toplam 6 banka = \$150.000)

İkinci Seviye Katılımcılar: $\$1.000.000 \times 0.0025 = \2.500 (toplam 15 banka = \$37500)

Tüm banka katılımlarından doğan ücretleri topladığımız zaman \$600.000 olmaktadır. Lider yönetici \$750.000'lık kısmı dağıtmayı planladığına göre, \$150.000'lık bir havuz oluşmuş demektir. Havuz geliri yönetici bankalar arasında kredideki paylarının büyüklüğüne göre dağıtılır. Özetlersek her gruptaki bankanın geliri şu rakamlardan oluşmaktadır:

⁴⁹ Muhsin Mengütürk, *International Finance*, İstanbul: Literatür Yayınları, 1995, s. 258.

⁵⁰ Smith et al., s. 35.

Tablo 2.4. Havuz gelirinin olduğu yönetim ücretleri (\$)

	Lider Yönetici	Yardımcı Yöneticilerin Her Biri (4 Banka)	1.Seviye Katılımcıların Her Biri (6 Banka)	2.Seviye Katılımcıların Her Biri (15 Banka)
LYÜ	250.000	-	-	-
KTÜ	112.500	75.000	25.000	2500
HVG	40.909	27.273	-	-
Toplam	403.409	102.273	25.000	2500

Toplam satırında yer alan rakamları topladığımızda yaklaşık \$1 milyon etmektedir:

$$\$403.409 + \$102.373 \times 4 + \$25.000 \times 6 + \$2500 \times 15 = \$1.000.401$$

2.2.3. Yetki öncesi dönemden son ödemeye kadar kredinin planlanması

Diğer finansman araçları ile karşılaştırdığımızda, çok kısa sayılabilecek bir süre olan 2-6 hafta içinde, çok büyük hacimli fonların kullanılmasını sağlayan bir sürecin ayrıntılı bir biçimde planlanmadan uygulamaya konması, başarısızlık ihtimalini çok yükseltecektir. O nedenle planlamaya büyük özen gösterilmektedir.

2.2.3.1. Görüşme ortamı

Bankaların bir yazı ile onayladıkları tekliflerini telefon görüşmeleri, ek dökümanlar ve müşteri ziyaretleri gibi aktiviteler izler. Bütün bunların amacı, ilk teklifteki koşulların ayrıntılandırılmasıdır. Bunların içinde en etkin yol, müşteri ziyaretleri olmaktadır. İyi tasarlanmış bir müşteri görüşmesi, sendikasyon stratejisine, yüksek kaliteli insan gücüne, profesyonel icranın önemine ve bankanın daha önce piyasaya getirmiş olduğu çeşitli müşteri isimlerine önem verilerek yapılabilir⁵¹.

⁵¹ Smith et al., s. 25.

Pazarlama çabalarının ikinci evresinde, müşterinin dikkati fiyatın dışındaki diğer özelliklere çekilir. Bunun önemi, günümüzdeki rekabet ortamında, herhangi bir rakibin daha düşük fiyatlı bir teklif vermesinin kuvvetle muhtemel olmasından kaynaklanmaktadır. Böyle bir şeyin söz konusu olmadığı durumlarda bile, en azından teklifin iyi tasarlanmış bir sendikasyon stratejisi ile desteklenmesi gerekmektedir. Yapılan teklifin izlenmesi çabalarının yerine getirilmemesi halinde, yazılı yetki sonucuna ulaşmak mümkün olmayabilir.

İlk banka-müşteri görüşmeleri sırasında, karşılıklı düşüncelerin alımında, müşterinin fiyata oranla teklifin diğer özelliklerine verdiği önemin derecesi de meydana çıkacaktır. Müşteri tarafından fiyatla orantılı olarak diğer özelliklerin nasıl algılandığının anlaşılması için tecrübeli ödünç alıcılarla yapılan bir araştırmada şu sonuçlar elde edilmiştir:

Tablo 2.5. Ödünç Alıcıların Değerlendirmeleri

Müşteriler	Ticari Koşullar		Niteliksel değişkenler		Toplam
	Teklifin Fiyatı	Underwrite Yeteneği	Profesyonellik Taşıma	Teknik Uzmanlık	
Avrupalı A	5	1	2	2	10
Avrupalı B	5	1	1	3	10
L.Amerikalı	4	3	2	1	10
Asyalı	6	2	1	1	10
Puanlar	20	7	6	7	40
Yüzde	50	17.5	15	17.5	100

Kaynak: Robert P. McDonald, *International Syndicated Loans*, London: Euromoney Publications Limited, s. 95.

Sonuçlar, müşterilerin niteliksel değişkenlere bir ölçüye kadar önem vermelerine rağmen, %67.5 gibi yüksek bir oranla fiyatın en önemli değişken olarak kaldığını göstermektedir.

2.2.3.2. Müşterinin cevabı

Her teklifin yapılmasından sonra, 10-14 gün içinde, fiyat ve diğer özellikler ile ilgili yapılan banka sunumları ve müşteri analizleri tamamlanır. Çoğu hallerde süreç, tekliflerin

bitiş tarihlerine veya uzatılmış son tarihlerine yaklaşıncaya kadar sürer. Üçüncü adım olarak, müşteri gelen teklifler içinden bir veya iki tanesini gelecek tartışmalarda kullanmak için seçer. Bu adımda, müşteri diğer tekliflerden niteliksel değişkenlerle ilgili bir fikir elde edebildiğinden, tartışmalar fiyat üzerinde odaklanır. Bu evrelerde, herhangi bir bankanın rakiplerinin durumundan haberdar olması mümkün değildir. Ek olarak, euro piyasalarda olası iş anlaşmalarının dedikoduları sürekli dolaşıyor olsa da, teklifi veren bankalar müşterinin bunlar arasında kaç tanesini seçip ileri aşamalara bırakacağı konusunda da bir fikre sahip değildir. Ver ve al tipi pazarlıkların en baskın özelliği, rakip tekliflerle ilgili bilgileri minimumda tutmak ve son karar noktasına kadar mümkün olduğu kadar esnek olmaktır⁵².

Müşteri, bir veya iki teklifi seçtikten sonra, bunların fiyatlanması üzerinde yeniden düşünülmesi için teklifi veren bankalara iletir. Net cevaplar elde edilip, sıra hangi bankaya yetkinin verileceğine gelir. Bu noktada, bankaların verdikleri yeni fiyatlar kadar, sendikasyonu başarılı bir biçimde tamamlayıp tamamlayamayacakları yönünde müşteride uyandırdıkları izlenim de etkin olmaktadır.

2.2.3.3. Sınırsız yazılı yetki

Müşteriden alınan yetkilendirme, telefonla iletilir ve daha sonra yazılı olarak onaylanır. Banka, alınan yetkinin sınırsız tipte (unrestricted mandate) olmasını arzu eder. Yazılı yetkinin elde edilmesi, piyasada işlerin yürütülmesi hakkına sahip olunduğunun açık bir göstergesidir. Bu nokta, piyasa araştırması, bir başka deyimle alınan tepkinin değerlendirilmesi ve müşteriye raporlanması için yapılan yetkilendirme (market sounding) ile karıştırılmamalıdır. Böyle bir düzenlemede yetkilendirme süreci ikiye bölünmektedir: Birinci bölüm, yetkilendirme öncesi yapılan piyasa araştırması ve ikinci bölüm, alınan tepkiye göre gerçek yetkilendirme. Çoğu banka, böyle bir uygulamaya çok istekli olarak yaklaşmaz. Çekinilen nokta, kredi niyetinin piyasa tarafından çok erken öğrenilmesidir. Uygulamayı haklı gösterebilecek nedenler, yeni bir fiyatlama tekniğinin

⁵² Clark et al., s. 410.

ortaya çıkması veya alışılmadık bir finansal yapının önerilmesi olabilir. Böyle bir halde, yakın ilişkilerde bulunulan bankalarla temasa geçilmesi uygun olacak, bilgi sızmasının mümkün olduğunca önüne geçilecektir. Yine de bu tür diyaloglar genel kuralların dışındadır.

2.2.3.4. İcra programı

Yazılı yetki alındıktan sonra lider yöneticinin tüm dikkati ve enerjisi dökümantasyon ve sendikasyon süreçlerinin ikisine de aynı anda odaklanır. Tablo 2.6'ya göre, ilk sendikasyon işleri, yazılı yetki alındıktan sonra dört gün içinde bitirilir. Sendikasyon çabalarının yönü ve şekli sadece yazılı yetki almış banka tarafından tesbit edilir ve uygulanır. Sendikasyon stratejisi, ücret dağıtımı ve hedef bankalarla ilgili kararlar, yönetici grup kurma çalışmaları ile birlikte banka içinde alınır. Genel piyasa sendikasyonu veya diğer meselelerle ilgili daha ileri bilgi girişleri, 11 gün önceden planlanmış yöneticiler toplantısında, yazılı yetkiye sahip banka tarafından talep edilir. Yönetici gruptaki potansiyel bankalara yaklaşımla, teklifin ticari koşulları tanımlanmış, ücret dağıtımı deklare edilmiş ve dökümantasyon üzerinde son uzlaşmaya bağlı olan olumlu bir cevap istenmiş olur. Lider yöneticinin, yönetici grubu kendisinin kurmasından, ajan banka olmasından, kredi dökümantasyonu üzerinde çalışmasından, bilgi kitapçığının hazırlanmasında müşteriye yardım etmesinden ve kısacası sendikasyon sürecini çalıştırmamasından sınırsız tipte yazılı yetkiye sahip olduğu sonucu çıkarılabilir.

Genel tavsiyeler, danışmanlık ve işbirliği, sendikasyon üyeleri arasında kredinin son paylaşımı yapılınca kadar geçerli olmak üzere, yöneticiler toplantısında yazılı yetkiye sahip banka tarafından talep edilecektir. Lider yöneticinin alacağı ücret (praecipuum), yazılı yetki sahibine kaldığından, tüm sendikasyon işlerinin performansının sorumluluğu da ona aittir. Sonuçta, piyasanın işin başarısı veya başarısızlığı konusundaki yargısı, sadece yazılı yetki sahibi bankaya ve onun tüm altı hafta boyunca sürececek çabalara yeterli kaynak ayırıp ayırmadığına bağlıdır.

Sendikasyona davet yazıları, muhtemel lider yönetici ve yöneticilere gönderilir. Gönderilen bu yazıları, eğer banka aynı şehirde ise kişisel ziyaretler, değilse telefon görüşmeleri izlemelidir.

Elimizdeki listede ismi bulunan bankalardan, sendikasyon grubundaki boşlukları doldurmak üzere, en üstten belli bir numaraya kadar yukarıda sözü edilen mesajlar gönderilir. Geriye kalan adaylar yedekte bekletilir. Tablo 2.6'da görüldüğü gibi, 12. güne, bir başka deyimle 7 gün sonraya kadar teklife cevap verilmesi istenir. Ayrıca, eğer davet geri çevirilecekse, karşılığın mümkün olduğu kadar çabuk verilmesi belirtilir. O nedenle, olumsuz olacak cevapların büyük bir bölümü 7 günlük periyodun daha ilk günlerinde alınmaya başlanacaktır. Olumsuz cevap alınan davet sayısı kadar yeni davet, listeden aşağıya doğru gidilmek suretiyle yapılır. Bu yeni adaylar için cevap süresinin uzatılmasına gerek olmamasına rağmen geç adaylara böyle bir hakkın verilmesi doğru olacaktır.

Neredeyse tüm sendikasyon işlerinde, bu aşamalarda yazılı yetkiye sahip banka ile muhtemel yönetici grup üyeleri arasında oldukça canlı tartışmalar görülür. Pazarlıklar, kredi dilimlerinin erken çekilmesi, lider yönetici ücreti incelemeleri ve hangi bankaların kredi için niyetli olduğu gibi belli ticari noktaların açıklığa kavuşturulması üzerinde yoğunlaşır. Sendikasyon stratejisi ve muhtemel kredinin paylaşım miktarları hakkında da sorular gelebilir. Bu diyaloglardan faydalanarak cevapların ne olacağını anlamaya çalışır. 7. günden önce ilk olumlu cevaplar da alınmaya başlamış olur. Takım üyeleri arasında bu noktada yapılacak tartışmalar hayati öneme sahiptir. Çünkü, üyelerin değerlendirmeleri, daha önce belirlenmiş sendikasyon stratejisini değiştirmeyi gerektirebilir.

Tablo 2.6. Sendikasyon icra programı

Günler	Görevler
-15 ve -10	• Müşteri ile görüşme aşaması
0	• Yazılı yetki alımı
1-4	• Sendikasyon takımının oluşturulması • Hazırlıklar ♦ Yönetici grup listesi ◊ İzlenecek stratejinin belirlenmesi

	◆ Genel sendikasyon listesi • Tavsiyeler ◆ Hukuki danışman ve basım işleri için ◆ Olası iş yükü ile ilgili uzman destek birimlerinin oluşturulması için
5-12	• Yönetici grup oluşumunun başlaması • Tanıtım stratejisi üzerinde müşteri ile uzlaşılması • Yönetici grubun 12.günden önce tamamlanması
14	• Yöneticiler toplantısı için hazırlık ◆ Toplantı programının belirlenmesi ◆ Son taslak kredi anlaşmasının bitirilmesi ◆ Bilgi kitapçığının bitirilmesi
15	• Yöneticiler toplantısı ◆ Sendikasyon stratejisi belirlenmesi ◆ Katılım ücreti dağıtım programının belirlenmesi ◆ Rollerin dağıtımı ◆ Hedef imza gününün belirlenmesi ◆ Diğer ayrıntıların çözümlenmesi
16	• Yöneticiler toplantısından sonra ◆ Genel sendikasyon aşamasının belirlenmesi ◆ Tüm yönetici grup üyeleri ile aşağıdaki konularda uzlaşmak ◇ Bilgi kitapçığının içeriği ve şekli ◇ İsimlerin her sendikasyon dökümanı üzerinde gözükmeye biçimi ◇ Sendikasyon listesinin bitirilmesi ◇ Toplantının sonuçlarının üyelere gönderilmesi
17-18	• Katılımcılar için piyasaya çıkma
19 (Pazar)	• Alınan tüm mesajların onaylanması
20-22	• İlk olumsuz cevaplar • Mesajların yönetici grup için güncellenmesi
23-24	• İlk olumlu cevaplar
25-26	• İlk haftanın sonu
27-29	• Yoğun teklif izleme çabalarının başlatılması
30	• Cevap vermeyen bankalar için 2.uyarı mesajları
31	• Sendikasyonun kapanışı ◆ Yönetici grup için mesajların son güncellenmesi ◆ Son kredi paylarının önerilmesi
32-33	• 2.haftanın sonu
34-35	• Kredi payları üzerinde uzlaşma • Her sendikasyon üyesine son pay tutum seviyelerinin

bildirilmesi

Kaynak: Robert P. McDonald, *International Syndicated Loans*, London: Euromoney Publications Limited, s. 99.

Sendikasyon sürecinin en kritik dönemi, yönetici grup davetine alınan birkaç üstüste olumsuz cevap sonrası yaşanır. Sendikasyon stratejisinde yapılacak çok erken bir değişiklik, piyasa tarafından takımın tecrübesizliğinin, korkusunun ve paniğinin bir işareti olarak görülür. Bu dönemde yapılacak en akıllı iş, eğer strateji değişikliğini gerekli kılacak çok açık bir delil yoksa, orjinal plana sadık kalmaktır⁵³.

Davet cevaplarının alınacağı sürenin sonlarına doğru yaklaşıldığında, örneğin 9. günden başlamak üzere, hala vevap alınmamış bankalarla iletişim kurularak baskı yapılmalıdır. O ana kadar katılan bankaların isimleri verilmeli ve mevcut durumun genel bir özeti yapılmalıdır. Böylece cevaplarının ne olacağı tahmin edilmeye çalışılmalıdır. Bu bankaların sürecin başarıyla bitirilebilmesinde önemi büyüktür. Çünkü, yapılan değerlendirmelerden sonra, sendikasyonda boş yer kalacağı öngörülüyorsa, yeni adaylara davet yapılması gerekecek ve cevaplama döneminin sonlarına doğru yaklaşıldığından, onlara ek süre vermek gerekecektir. Bunun anlamı, yapılan programın sarkmasıdır.

Bütün bu işler sürdürülürken, takım üyelerinden biri müşteriyle günlük iletişim halinde olmalıdır. Çünkü, davet edilen veya edilmeyen bankalardan biri, kendisi için grupta özel bir pozisyon meydana getirilmesini veya problem doğurabilecek başka bir isteğini müşteriye iletebilir. Müşterinin burada yapması gereken, işlerin önceden planlanmış bir programa göre yürütüldüğünü ve kendisinin sınırsız yazılı yetki ile bu tip kararların alımını lider bankanın sağduyusuna bıraktığını belirtmek olmalıdır. Böylece müşteri ile temasa geçen banka lider yöneticiye yönlendirilmiş olur.

⁵³ Peter S. Rose ve James W. Kolari, *Financial Institutions Understanding and Managing Financial Services*, New York: Richard D. Irwin, Inc., 1995, s. 726.

Genellikle, finansal basın yazılı yetki alındıktan sonra, üç veya dört gün içinde krediyi ortaya çıkarır⁵⁴. O nedenle, müşteri ve lider banka tanıtım stratejisini önceden belirlemelidir. Kredinin önemli ticari koşullarının ve miktarının belirtilmesi, fakat yönetici grup, sendikasyon stratejisi ve işlerin ne zaman sonlandırılacağı gibi kritik konularda hiçbir yorum yapılmaması yerinde bir uygulama olabilir. Sonuçta, değerlendirmeler yapılırken, ne kadar davet gönderilip ne kadar olumlu cevap alındığı bulunmalıdır. Genel kabul görmüş piyasa yüzdesinin % 10 olduğu gözönüne alınırsa, yönetici grup oluşturma aşamasının başarısı da ortaya konabilir. Ayrıca, müşterinin hiçbir noktada işlere müdahalesinin olmaması dikkat edilmesi gereken başka bir noktadır.

Toplantıya katılma davetiyeleri, yönetici gruptaki her bankaya, yazılı yetkiye sahip banka tarafından sunulur. Toplantıda sendikasyon stratejisi, işlerin programı ve dökümantasyonun ilk kopyaları tartışılır. Toplantıya katılacak bankalar iki kritere göre belirlenebilir: Lider yönetici, yönetici veya yardımcı yönetici olup olmadığına bakılmadan, tüm yönetici sınıfındaki bankalar toplantıya davet edilir ya da sendikasyonda yüklenim pozisyonu kabul etmiş bankalarla katılımcılar sınırlandırılabilir⁵⁵. Örneğin, yardımcı yöneticiler herhangi bir yüklenim riski almıyorlarsa, başka bir deyimle, sadece al ve tut temelli bir pozisyona sahipler, ikinci kritere göre yapılacak bir değerlendirmede toplantıya davet edilmeyeceklerdir. Her bankadan toplantıya katılacak temsilci sayısı, konuların tartışılma hızını etkileyecektir. Ayrıca, kredinin büyüklüğü de temsilci sayılarını belirlerken dikkate alınması gereken bir noktadır. Örneğin \$500 milyon civarında bir kredi için, 20 civarında temsilci yeterlidir. Yöneticiler toplantısında tartışılan konuları şu başlıklar altında sınıflandırabiliriz⁵⁶:

- i. Yüklenim ve arzu edilen pay alma seviyeleri
- ii. Genel sendikasyon listesi
- iii. Genel katılımcılar için ücret yapısı

⁵⁴ Williamson, 98.

⁵⁵ Brian Scott-Quinn, *Investment Banking Theory and Practice*, London: Euromoney Publications PLC., 1990, s. 151.

⁵⁶ McDonald, s. 115.

- iv. Dökümantasyon durumu: Kredi anlaşması, bilgi kitapçığı, öneri yazıları
- v. Önerilen imza tarihiyle birlikte zamanlama
- vi. Diğer işler

Genel sendikasyon aşamasına gelindiğinde, sendikasyon işlerinin büyük kısmı katılımcılara ulaşmak, onlara yazılar göndermek ve onlardan gelen yazıları değerlendirmeye alarak, kararlara varmak noktalarında yoğunlaşır. Bu aşamadaki işlerin genel niteliğinden dolayı, kelime işlemci grubunun faaliyetleri hayati önem kazanır. Bütün belgeleri izlemek, yenilerini düzenlemek ve bunların sonuçlarını değerlendirilmek üzere sendikasyon takımındaki sorumluya iletmek yaptıkları işler arasındadır. Bu görevleri yerine getirirken gözden kaçırılan küçük bir yazı, kaydedilmeyen bir ayrıntı işlerin sonuna doğru gelindiğinde büyük problemler çıkaracaktır. Örneğin krediden pay satın alacağını açıklayan uluslararası bankalardan biri bu kararını değiştirebilir. Ödünç alan hakkında yeni edindiği bir bilgi nedeni ile veya kararını verdiği andan sonra piyasada gelişen bazı olaylar nedeni ile böyle bir açıklama yapabilir. Başka bir alternatif krediden hala pay almak istediğini, fakat bu payı düşürdüğünü açıklaması olabilir. Bu alternatiflerden herhangi biri genel sendikasyon aşamasına katılan bankalar için yeni düzenlemeye gidileceği ve dolayısıyla daha önce son karara varılmış gibi görünen bankalarla yeni görüşmelerin yapılacağı anlamına gelmektedir. Aynı bankalarla tekrar iletişim kurulması zaten karışık bir durumda olan belge trafiğini daha da karıştıracaktır.

Eğer dünyanın farklı bölgelerindeki bankalarla çalışılıyorsa, saat farklarının gözönüne alınması gerekecek ve o nedenle çalışmalar geç saatlere kadar sürecektir. Kelime işlemci grubunun sendikasyon işlerinin yürütülmesinde tecrübeli olması ve bu tip işler için uyguladığı bir iş prosedürünün olması bu aşamada çok yoğunlaşmış olan kağıt işlerinin düzenli akışının sağlanmasında etkili olabilir. Aşama 16 gün gibi bir süreye yayıldığından, ara değerlendirmelerin yapılması gerekecektir. Çünkü, son günlere doğru bir değerlendirme yapıp, yeterli sonucun alınamadığı ortaya çıkarsa, işin tüm maliyeti lider yöneticiye çıkacaktır. O nedenle, süre boyunca katılımcıların ve yardımcı yöneticilerin katılım miktarlarının ve özel koşullarının izlendiği ara raporlar hazırlanır. Bu

raporların bir başka faydası da, sonuç raporunu hazırlarken, ilk günden beri toplanan kağıtların değil, sadece bir önceki rapordan sonra toplanan kağıtların değerlendirmeye alınmasını sağlayarak, iş yükünün hafiflemesine yardımcı olmalarıdır.

Son raporda, genel sendikasyonun başarı değerlendirmesi, istatistik değerlerle karşılaştırılarak yapılmalıdır⁵⁷. Piyasa standartlarında, davetin yapıldığı bankalar içinde olumlu cevap verme oranı %8-%10 arasındadır. Olumlu veya olumsuz hiçbir cevap vermeyenlerin oranı %15-%20 kalır. Lider yönetici ve cevap vermeyen banka için bu tutum önemlidir. Çünkü, lider yönetici bu bankaları sendikasyon listesinden çıkaracak, daha sonra o banka için uygun olabilecek bir sözleşmeden yoksun bırakacaktır. Bu şekilde elde edilen bilgiler, ileride yapılacak anlaşmalarda kullanılmak üzere titizlikle kaydedilmelidir.

2.2.3.5. Sendikasyon takımının oluşturulması ve görevlerin dağıtımı

Sendikasyon işlerinde başarı için temel bileşenler, iyi yapılandırılmış bir teklif, oldukça gelişmiş bir pazarlık yeteneği ve kaliteli icra şeklinde sıralanabilir. Sendikasyon icra sürecindeki işlere bir göz atıldığında, bu işlerin başarı ile yerine getirilebilmesi için sendikasyon takımının üyeleri arasında koordinasyon, iletişim, kontrol ve ayrıntılara dikkatin gerekli olduğu anlaşılmaktadır.

İlk sendikasyon aktivitelerinin büyük bir kısmı banka içinde yapılır. Bir takım lideri, tecrübeli bir sendikasyon görevlisi ve idari bir asistandan oluşan sendikasyon takımını oluşturmak en acil görevdir. Geniş bir coğrafyaya yayılan işler için üye sayısı artabilir ve bazen de proje finansı görevlileri, teknik uzmanlar ve ekonomistlerle takım desteklenmesi gerekebilir. Takım oluştuğu zaman lider, banka içi idari ve teknik destek gruplarını uyarır, her uzmanın ayrı ayrı görüşlerini alarak altı haftalık işlerin yürütülmesinde kullanılacak programını tartışır. Üyeler, önerilen programdan ve iş büyüklüğünden haberdardırlar ve gece geç saatlere kadar çalışmalarını gerektirecek zaman ayırırlar.

⁵⁷ Smith et al., s. 26.

Sendikasyon görevlisinin, idari ve teknik destek gruplarının üyelerinin atanması, işlerin başarıyla yürütülmesi için kritik öneme sahip bulunmaktadır. Onların çabaları, takımın diğer üyelerinin çabalarını birbirine bağlar ve profesyonel icranın piyasa tarafından algılanmasını sağlamak için temel oluşturur. Bu görevlere ek olarak, takımın yerine getirmesi gereken dökümantasyon süreci ile ilgili eşzamanlı görevleri vardır. Sendikasyon süreci aşağıdaki görevlerin dağıtılmasını gerektirmektedir⁵⁸:

Banka içi görevler:

- i. Dökümanlar için bir merkez noktası kurulmalıdır. Görevli takım üyesi, gerektiğinde yönetici gruba ve olası katılımcılara gönderilmek üzere, orjinal yazılı yetkilendirme anlaşmasındaki yeni düzenlemeleri hazırlar.
- ii. İmzadan sonra, müşteriye fatura edilecek olan iç harcamaların kontrol edildiği bir maliyet izleme sistemi kurulmalıdır.
- iii. Sendikasyona üye olabilecek bankaların isimleri ve adresleri gibi bilgilerin derlenmesi benzeri aktiviteler için kullanılmak üzere, merkezi bir kalite kontrol noktası belirlenmelidir.
- iv. Sendikasyonun farklı aşamalarıyla ilgili bilgilerin dağıtılması çok özenli idare edilmelidir.
- v. Belirlenmiş strateji üzerinde gerektiğinde değişikliklere yol açabilecek bilgilerin takım liderine sürekli akışı sağlanmalıdır.

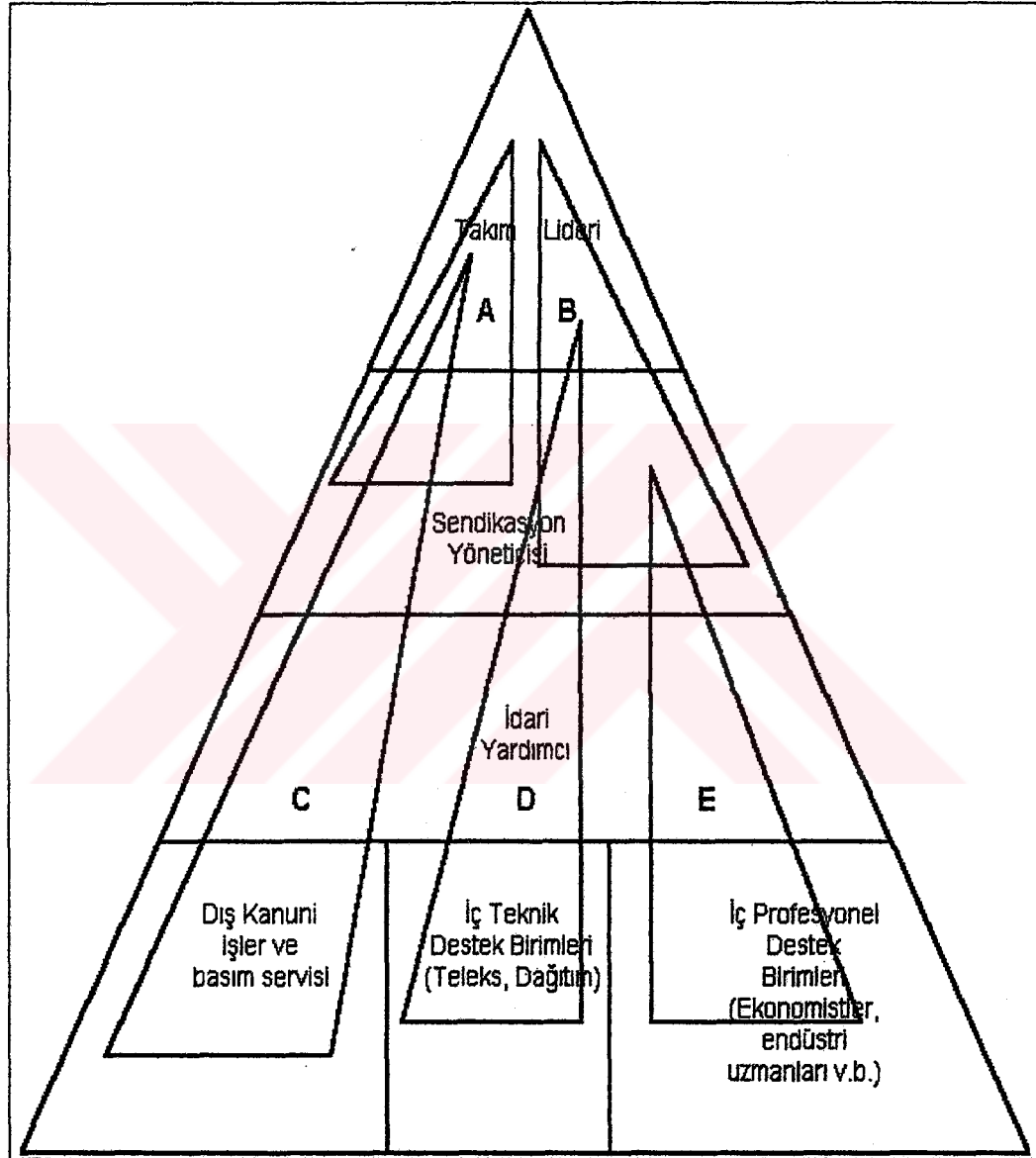
Banka dışı görevler:

- i. Sendikasyon kuralları işletilmelidir.
- ii. Yönetici grubun her üyesine güncellenmiş yazıların her iş günü kapanışında iletilmiş olmasından bir üye sorumlu olmalıdır.
- iii. Günlük yazılara ek olarak, yönetici gruba telefon görüşmeleri sürdürülmelidir.

⁵⁸ McDonald, s. 100.

iv. İmza sonrası ajan banka fonksiyonu için önemli olan, her katılımcı bankanın kesin idari detayları düzenlenmelidir.

v. Sendikasyonun kapanış ve imza günleri tesbit edilmelidir.



Kaynak: Robert P. McDonald, *International Syndicated Loans*, London: Euromoney Publications Limited, s. 101.

Şekil 2.1. Bir sendikasyon takımının organizasyonu

Şekil 4.2’de yer alan harflerle tanımlanan alanlar fonksiyonel görevleri göstermektedir. Bu görevler şunlardır:

- A. Genel sendikasyon stratejisi
- B. Yönetici grup oluşturma stratejisi
- C. Dış sendikasyon görevleri
- D. İç sendikasyon görevleri
- E. Dökümantasyon prosedürü

Takım içinde sorumlulukların üstüste bindiği bazı yerler vardır. Takım liderinin en önemli görevi, yönetici grup oluşturma ve sendikasyon stratejisine karar vermedir. Bununla birlikte iyi bütünleşmiş bir takım, üyelerini birbirinin yerine kullanabilir. Bu durum koordinasyon, iletişim ve kontrolün sendikasyon süreci içindeki önemini vurgular. Takım içinde, üyelerin birbirlerinin bireysel performansına güven duymalarının da önemi büyüktür. İyi yapılandırılmış bir takım, serbest bilgi akışının üçgen bir yapı içinde mevcut olduğu ve aynı yapıda bazı üstüste binen sorumlulukların bulunduğu bir piramidi andırmaktadır.

Her üçgenin tepe noktası, takım içinde esas karar alım yerleridir. Şekle göre, takım lideri genel sendikasyon stratejisinden sorumluyken, sendikasyon yöneticisinin beş fonksiyonel görevle de direkt bağlantıları bulunmaktadır. İşlerin icrası ve son ürünün dağıtımı için ana sorumluluk, sendikasyon yöneticisine verilir. Sendikasyonun zorluk derecesi, piramitteki karar alma alanlarını yukarı veya aşağı yönde büyük oranlarda değiştirebilir.

Takımın karşı karşıya olduğu en acil görev, genel sendikasyon listesiyle beraber 700 bankaya kadar artabilen potansiyel yönetici grup listesini (placing memorandum) dikkatli bir şekilde hazırlamaktır⁵⁹. Önerilen yöneticiler listesi acil olarak kullanıma girmesine rağmen, genel sendikasyon listesine 14. güne konmuş yönetici grup

⁵⁹ Fisher, s. 92.

toplantısına kadar ihtiyaç olmayacaktır. Aynı zamanda, ilk kredi anlaşmasının hazırlanmasında temel olarak kullanılabilecek yazılı yetkinin ticari koşulları, dışardan bir danışmandan alınan kanuni destekle tartışılır. Bir yazıcı seçilerek zaman programı ve işin gerektirdiği insan gücü ve teknik yetenek sağlanır. İlk takım toplantısı, her üyenin iş anlaşmasının ticari koşullarından, görüşmelerin ve yetki anlaşmasının yapısının detaylarından bilgili olmasını sağlamak için yapılır. Toplantıda, muhtemelen bir yönetici grup oluşturma stratejisi ortaya çıkacaktır.

2.2.3.6. Yönetici grup oluşturma stratejisi

Herhangi bir yönetici grup oluşturma stratejisinin merkezinde, bankanın kredinin ne kadarlık kısmını yükleneceği ve kredinin katılımcılar arasında nasıl bölüştürüleceği tartışmaları bulunur. Eğer müşterinin ve teklifin koşullarına piyasa tarafından olumlu yaklaşılacağı varsayılıyorsa, piyasadan gelecek katılımlara bakmadan tüm miktarın yüklenilmesine gerek yoktur. Gelen katılımcılarla ve kredi miktarıyla orantılı, mantıklı bir dağıtım gerçekleştirilmelidir. Dağıtımda önemli rol oynayan bir başka faktör, yayınlanacak basın ilanında (tombstone) katılımcıların isimlerine nasıl yer verileceğidir. Birden fazla lider yöneticinin olduğu anlaşmalarda, yazılı yetkiye sahip bankanın ismi alfabetik veya alfanümerik sıralamaya bakılmadan, lider yöneticiler kısmında üst sol köşeye konur⁶⁰. İdeal durumda yazılı yetki sahibi banka, al ve tut stratejisi adı verilen, sadece kendisinin tüm sorumluluğu aldığı strateji tipini uygulamak ister. Bunun mümkün olamayacağı hallerde ise, birden fazla lider yöneticinin olduğu yapılara başvurulur.

Lider yönetici veya yazılı yetki sahibi, önerilen her lider yönetici ve yönetici pozisyonu için bir ücret belirleme meselesiyle meşgul olmalıdır. Bu ücret, lider yöneticilerin ve yöneticilerin toplam gelirlerini yeterli miktarda arttırıcı olması yanında, daveti kabul etmeleri için de bir finansal güdüleyici olma görevini yerine getirmelidir. Yazılı yetkiye sahip banka, sendikasyonu başarılı bir sonuca ulaştırmak için, taahhüt ettiği insan gücü ve teknik yeteneğe eşit bir seviyede ücreti de elde etmelidir. Tartışmalar lider

⁶⁰ Williamson, s. 99.

yönetici ücreti üzerinde yoğunlaşır. Bu ücret, kredinin nominal miktarı üzerinden net bir miktar şeklinde hesaplanır ve yazılı yetkiye sahip bankanın kendi hesabına kalır. \$15-\$50 milyon arasında küçük miktartlı kredilerde %0.25 civarında tutulurken, kompleks proje finansı işlerinde %0.5-%1 arasındadır⁶¹. Yönetici grup arasında ücretlerin hangi yüzdelere göre dağıtılacağı belirlenmelidir. Katılımcıların ücret dağıtımları ise, bu aşamada tartışılmaz. Sadece yönetici grup toplantısında görüşölmek üzere ajandaya konur.

Potansiyel lider yöneticileri ve yöneticileri seçmek için uygulanacak kriterler çok sayıdadır. Müşteri, bankaya daha önce çalıştığı veya yakın ilişkileri olduğu bankaların isimlerini vererek, onların gruba dahil edilmesini önerebilir. Yazılı yetkiye sahip banka, bu müşteriye karşı özel ilgisi olan bankaları tanıyabilir. Bu bankalardan bazıları daha önce müşterinin çıkardığı tahvillere büyük ilgi göstermişleridir veya kullanılmamış yüksek bir kredi verme kapasiteleri bulunabilir. Rakip tekliflerin yapıldığı aşamada, kaçınılmaz olan basına bilgi sızmaları olmuş ve bazı bankalar da bu bilgilere dayanarak gruba katılmak istediklerini bildirmiş olabilirler. Müşteriyle ilgili özel hiçbir ilişkileri olmamalarına rağmen, bazı bankalar piyasanın önemli katılımcılarından olduklarından, gruba davet edilebilirler. Ayrıca, yazılı yetkiye sahip banka, ileride başka işlerde işbirliğine gitmek istediği bankalarla olan ilişkilerini güçlendirmek için onları da gruba davet edebilir. Son olarak müşteri ile aynı ülkeden bir banka gruba dahil edilerek yerel otoritelerle yakın ilişkiler kurmaya çalışmak yerinde bir strateji olabilir⁶². Bu ve benzeri kaynaklardan elde edilen liste, o bankanın hangi pozisyon için uygun olduğu ve katılım için ne kadar istekli olduğu tahmin edilerek öncelik sıralamasına tabi tutulur. Listedeki tüm bankalar için bu işlem tekrarlandığında, en üstte en yüksek ihtimalle gruba katılacağı düşünülen banka olmak üzere sıralı bir liste geçer. Bundan sonra yapılacak iş, listedeki tüm bankaları tek tek aramak, gruba davet etmek ve alınan cevapları olumlu, olumsuz ve şartlı olmak üzere sınıflamaktır.

⁶¹ Grabbe, s. 237.

⁶² Clark et al., s. 411.

2.2.3.7. Yönetici gruba teklif

Müşteriye yapılan teklifin mektubu ve yazısı kelime işlemci biriminden elde edilmiştir. O nedenle, lider yöneticilere ve yöneticilere iki ayrı tipte olmak üzere yapılacak davet, üzerinde ilk teklifin üzerinde uygulanacak birkaç ilave ve eksiltmeyle kolayca hazırlanabilir.

Giriş paragrafının değiştirilmesi gerekir. Ödünç alıcı, miktar, son vade, çekimler, iptal tercihi, geri ödeme ve ödemesiz dönem, önödeme tercihi, faiz, referans bankalar, taahhüt ücreti, vergiler ve diğer kesintiler, dökümantasyon, yönetici hukuk ve yargılama yetkisi paragrafları değişmeden kalır. Yönetim ücreti paragrafı silinerek, yerine yönetici grup ve yönetim ücreti paragrafı konur. Gözden geçirilmiş taslağı tamamlamak için, müşteriye yapılan orjinal teklifteki harcamalar, ajan banka ücreti, teklif bitiş tarihi ve sonuçlar bölümleri çıkarılmalıdır. Bu paragraflar müşteri ve yazılı yetkiyi almış banka arasında üzerinde anlaşılmış konulardır ve potansiyel lider yönetici ve yöneticilerle direkt bir bağlantısı yoktur. Son olarak, potansiyel lider yöneticilere ve yöneticilere yapılan teklif, tanıtma ve diğer bilgiler başlıklarını da kapsayacaktır. Teklifin bu noktasında, yazılı yetkiye sahip banka, müşteri ve garantör hakkında birkaç tanımlayıcı paragraf ekleme tercihinde de sahiptir. İletişim kurulan bankaya, son cevaplama tarihi kesin bir dille belirtilmesi ihmal edilmemelidir.

2.2.3.8. Yüklenim ve pay alma seviyeleri

Çoğu sendikasyon işinde, yönetici gruptaki bankaların üzerinde en çok durdukları konu olmaktadır. Bankalar daha önce yüklenmeyi taahhüt ettikleri miktarların, ne kadarlık kısmını kendilerine saklayacaklarını, ne kadarlık kısmını da piyasadaki diğer bankalara satmayı düşündüklerini açıklarlar⁶³. Bu iş, bankanın ismi, yanında yüklendiği miktar ve onun yanında da bu miktarın yüzde kaçının piyasadaki diğer bankalara satmak istediğini belirttiği üç sütun halinde düzenlenmiş bir liste yardımıyla yapılır.

⁶³ Scott-Quinn, s. 151.

Ortaya çıkan eğilimlere göre, her yönetici sınıfı için, tutmaları zorunlu olan kredi miktarı seviyelerinin belirlenmesi söz konusu olabilmektedir. En son olarak, yukarıda sözü edilen üç sütunun dipte toplamaları alınır. Böylece kredinin toplam yüklenilen miktarı, bu yüklenilen edilen miktar içinden yöneticilerin kendilerinin fonlamayı taahhüt ettikleri miktar ve underwrite edilen miktarın yüzde kaçının piyasaya satılacağı belirlenmiş olmaktadır.

2.2.3.9. Genel sendikasyon listesi

Belirlenen amaçlara ulaşılması, genel sendikasyon listesindeki bankaların tutumlarına sıkı sıkıya bağlıdır. Daha önce de sözü edildiği gibi, sendikasyonun son aşaması olan genel sendikasyon listesiyle uğraşma, banka sayıları yüzlerle ifade edildiğinden, sendikasyon takımına ağır bir iş yükü getirmektedir. Yazılı yetki sahibi banka, davetlilerin ham bir listesini hazırlayarak, yöneticilerin görüşlerini alır. Bu görüşler doğrultusunda, listeye bazı ekler yapılabilir veya bazı bankaların isimleri çıkarılabilir. Çünkü, o bankaların bilançolarının sağlıklı oldukları, belli bölgelerdeki müşterilere kredi açtıkları veya ödemeler dengesinin finansmanına yönelik kredilere katılmadıkları gibi arttırılabilecek onlarca sebeple iştirak etmeyecekleri biliniyor olabilir. Onların yerine, yöneticiler tarafından yakından tanınan ve ilgilenecekleri bilinen isimler konur.

Sendikasyon stratejisinin bir parçası olarak, grupta yardımcı yöneticiler bulunmuyorsa, lider banka onlar için bu aşamada minimum sınır koyabilir. Fakat herhangi bir seviyede yüklenim taahhütleri bulunmayabilir. Yardımcı yöneticilere davet genel katılımcılardan önce yapılır. Böylece kredinin daha çok parçalanması önlenmiş ve ajan banka işleri baştan hafifletilmiş olur. Yardımcı yönetici grubu oluşturmak için çabalar toplantının hemen ertesi günü başlar ve genel sendikasyon boyunca da sürer.

2.2.3.10. Genel katılımcılar için ücret yapısı

Bundan sonraki görev, katılımcıların fonladıkları kredi seviyelerine göre ücret yüzdelerinin belirlenmesidir. Kritik nokta, yardımcı yönetici pozisyonundaki bankaların güvence altına alınmasıdır. Yönetici grup statüsünde olmak ve yayınlanacak basın ilanında isimlerinin ayrı bir başlık halinde görülecek olması katılım için onlara ek bir güdüleyici görevi görse de, yeterli ücretlerin belirlenmesi olumlu yanıtları arttıracaktır. Sıradan genel katılımcılar için ise, bazı aralıklar belirlenir ve krediyi katıldıkları miktar hangi aralıkta kalıyorsa, o aralık için tesbit edilmiş yüzdede katılım ücreti alırlar.

Son olarak, minimum bir katılım miktarının da tesbit edilmesi gerekecektir. Çünkü, küçük miktartlı çok sayıda katılım, kredinin tüm ömrü boyunca sürecektir ajan banka işlerini yoğunlaştıracak ve piyasaya satılmak istenen toplam kredi miktarına da çok büyük katkıda bulunmayacaktır⁶⁴.

2.2.3.11. Dökümantasyon durumu

Son taslak halindeki bilgi kitapçığı ve teklif yazısı yönetici gruba gönderilir. Bu dökümanlar, müşteri hakkındaki bilgileri, sendikasyon takımının ve kanuni danışmanın taslak hazırlamadaki toplam yeteneğini yansıtır. Her yönetici bankaya, bu dökümanları inceleyip onaylaması için iki gün süre verilir. Onay yazılarında, ilgili bankanın veya bankacılık bölümünün noktalama işaretleri ve kısaltmalardan oluşmuş tam isminin bulunması gerekir. Bu bilgiler bilgi kitapçığının, kredi sözleşmesinin ve teklif yazısının kapağında kullanılacaktır.

Sendikasyonun kapanmasına doğru, idari nitelikli daha detaylı bilgiler talep edilecektir. Taslak halindeki kredi sözleşmesi, yorumlar için bir son tarih verilerek yönetici grubun üyelerine gönderilir.

⁶⁴ Fisher, s. 87.

2.2.3.12. Zamanlama

Lider yönetici, genel sendikasyonun kapanması, dökümantasyon sorunlarının çözülmesi, kredi paylarının belirlenmesi ve kredi sözleşmesinin imzalanması için bir programı belirler. Yönetici grup toplantısı 15. günde yapılmış, genel katılımlar için davetler 17. günün akşamına kadar bankalara iletilmiştir. 12 günlük bir teklif dönemi öngörülerek, genel sendikasyonun 31. gün kapanması planlanmıştır. Bu işlerden sonra, dökümantasyon meselelerinin çözümü için ayrılacak üç gün ve imza hazırlıkları için ayrılacak iki gün yeterlidir. Toplam olarak bakıldığında, yazılı yetkinin alımından yaklaşık altı hafta geçtikten sonra sözleşme imzalanabilecektir.

2.2.3.13. Diğer işler

Program icra edilirken bazı önemli noktaların atlanılmaması gerekir⁶⁵:

- i. Yönetici gruptan birkaç üye, yardımcı üyelerin ve genel katılımcıların davetlerinin izlenmesi ile ilgili sorumluluklar almak isteyebilir. Tecrübeli bir lider yönetici bilir ki, bir sorumluluğun iki kişiye birden verilmesi çok kötü sonuçlar doğurabilir. Çünkü, böyle çabalar işleri karıştırmak gibi bir niyetle gösterilmemesine rağmen, taşıyacağı yanlış bilgiler veya grup için birden fazla üyenin aynı bankayla temasa geçmesi gibi haller, piyasaya grup içinde yeterli koordinasyonun sağlanamadığı izlenimini verebilir. Takım lideri, gelebilecek bu tip istekleri cevaplamak için bir takım üyesini atmalıdır.
- ii. Lider yönetici, piyasa operasyonu boyunca güncellenmiş mesajları her iş gününün kapanışında yönetici gruba göndermelidir. Ayrıca, katılımcı bankaların kredi paylarının belirlenmesiyle ilgili konularda yöneticilerle işbirliği içinde olmalıdır.
- iii. Arzu edilenin üzerinde bir katılım olması halinde (oversubscribed syndication), lider yönetici müşterisiyle bu konuda üzerinde anlaşılmış stratejiyi izlemelidir. Eğer nominal miktarın üzerinde katılımların kabul edileceği kararlaştırılmışsa, bu fazla miktarın hangi yöneticiler tarafından ve hangi kurala göre değerlendirileceği belirlenmelidir.

⁶⁵ Smith et al., s. 26.

Yönetici grup toplantısında alınan kararların, yardımcı yönetici ve katılımcılara yapılacak yazılı teklif dökümanına yansıtılabilmesi için, elde bulunan dökümanın bazı kısımları çıkartılıp, yeni kısımlar eklenerek üzerinde değişikliklere gidilir.

2.2.4. Yetki alımından imzaya kadar dökümantasyon işlerinin planlanması

Kredinin icra programı belirlenirken dökümantasyon işlerinin planlanmasına ayrı bir özen gösterilmesi gerekmektedir. Bu durumun nedeni, onlarca uluslararası bankadan gelen yüzlerce belgenin değerlendirilmesi ve sonuçlarının ilgili yerlere bildirilmesinin çok zor ve iş disiplini isteyen bir süreç olmasıdır.

2.2.4.1. Bilgi kitapçığı

İçinde bulunan bilgilerin konsorsiyuma katılması muhtemel bankalar açısından önemi nedeniyle bilgi kitapçığının kredi dökümantasyonu içinde önemli bir yeri vardır. Davet gönderilen bankalar bu bilgileri değerlendirmeye alarak kararlarını vereceklerdir. O nedenle, bilgi kitapçığı bankaların borçlu hakkında bağımsız ve tarafsız bir yargıya varabilmelerini destekleyici yapıda olmalı, açık bir dille kaleme alınmalıdır. Bilgi kitapçığıyla beraber düzenlenen kredinin koşullarını bildiren bir açıklama yazısı da gönderilir⁶⁶.

Tablo 2.7. Bilgi kitapçıklarını hazırlarken izlenen program

Günler	Görevler
0	• Yazılı yetkinin alınması
2	• Müşteri ve lider yönetici arasındaki ilk toplantı
5	• Müşteri ve lider yöneticinin bilgi kitapçığının içeriği ve sunumu üzerinde ilk uzlaşmaya varmaları
6-8	• Müşteri ve lider yöneticinin bilgi kitapçığının içeriği ve sunumu üzerinde son karara varmaları
9-13	• Lider yöneticinin son dökümanı yönetici grubun her üyesine

⁶⁶ Smith et al., s. 26.

	dağıtması
14-17	• Yönetici grup üyelerinin dökümanın içeriği üzerinde uzlaşmaları ve kitapçıkta isimlerinin nasıl görüleceğini bildirmeleri
20	• Bilgi kitapçıklarının lider yöneticinin ofislerine dağıtılması (genel sendikasyonun ilk günü)
20-31	• İstek üzerine lider yöneticinin olası sendikasyon üyelerine bilgi kitapçığını göndermesi

Kaynak: Robert P. McDonald, *International Syndicated Loans*, London: Euromoney Publications Limited, s. 127.

Yazılı yetkiye sahip lider yönetici bilgi kitapçığı yardımıyla müşteri ve katılımcılar arasındaki ilişkiyi sağlamlaştırmaktadır. O nedenle, bilgi kitapçığının hazırlanmasındaki sorumluluğu büyüktür. Günümüzdeki uygulamalarda müşterinin geçmiş dönemlere ait ham bilgileri doğru verip vermediğine çok dikkat edilir ve her cümle kendine onaylatılır. Yazılı yetki sahibi banka ise sadece bilgi kitapçığının görünümü ve dağıtımı üzerinde müşteriye tavsiyelerde bulunur.

Tablo 2.7’de verilen program, tipik bir sendikasyon kredisinde bilgi kitapçığının hazırlanmasının hangi aşamalardan geçtiğini zamana bağlı olarak göstermektedir. Mümkün olduğu kadar kısa bir zaman dilimi içinde müşteri ve lider yönetici bilgi kitapçığının hazırlanmasıyla ilgili ilk toplantılarını yaparlar. Toplantıda lider bankayı temsil etmek üzere sendikasyon takımından bir üye ve ekonomist bulunması işlerin daha sağlıklı yürütülmesi açısından yararlı olacaktır.

Lider yöneticinin müşteriyle yaptığı ilk toplantıda kitapçığın hazırlanmasındaki zorluğun derecesi ortaya çıkar. Çünkü, müşteri ilk defa uluslararası piyasalarda bu kolaylıkla görülecekse, bilgilerin içerik ve format olarak belli bir standartta olduğu dökümanların elinde olması mümkün değildir.

Diğer olasılık, müşterinin bir sendikasyon uygulamasıyla olmasa da , en azından herhangi bir menkul kıymet ihracı yoluyla uluslararası piyasalardan borçlanma tecrübesinin olmasıdır. Bu ihtimal lider yöneticinin şansı olarak görülebilir. Bunun nedeni,

tüm bilgilerin ilk kez işlenmesi zorunluluğunun olmaması, yapılacak işin sadece bilgi güncellemeden ibaret olmasıdır.

Bilgi kitapçığının formatını ve içeriğini etkileyecek en önemli değişken müşterinin türüdür. Müşteri bir banka, üretim faaliyetinde bulunan bir işletme veya bir devlet olabilir. Sözü edilen müşteri tiplerinin finansal göstergeleri ve bu göstergelerin değerlendirilme tarzları birbirinden farklıdır. Aralarındaki ortak yön ise izlenen stratejidir.

Bilgi kitapçığı, finansal bir olayın sebebini ve sonucunu açıklarken düz ve sade bir dil kullanmalı, o olayla ilgili önemli dipnotları içermelidir. Kredi talebinin kendi içindeki mantığı kitapçığı okuyacak karar yetkisine sahip kişi tarafından kolayca anlaşılmalıdır. Son olarak, geçmişteki pozitif ve negatif finansal olaylara objektif yaklaşılmalı, başarılar abartılıp, başarısızlıklar çok küçük gösterilmeye çalışılmamalıdır. Sayıların hepsi müşterinin niteliğine bakılmaksızın tüm bilgi kitapçıklarında uygulanmalıdır.

Kredinin herhangi bir hükümete veya işletmeye açılmasıyla değişmek üzere iki farklı tipte bilgi kitapçığı formatı verilebilir. Devletlere açılan kredilerde bilgi kitapçığı giriş ve anakonu başlıkları olmak üzere iki genel bölüme ayrılır. Anakonu başlıkları ekonomi, parasal sistem, dış ticaret ve ödemeler dengesi, kamu finansı ve kamu borcu gibi maddelerden oluşmaktadır. Bu başlıklar da o ülkenin özellikleri baz alınmak şartıyla alt başlıklarla incelenebilir. Örneğin, ekonomi başlığı altında son gelişmeler ve ekonomi politikası, makroekonomik inceleme, işsizlik, imalat, tarım, enerji, iletişim ve transportasyon gibi konular ele alınabilir. Kurumsal bir kredi için hazırlanan bilgi kitapçığında şu noktalar açıklığa kavuşturulmalıdır⁶⁷:

1. Kurumun tarihçesi
2. Ortaklık yapısı
3. İştirakleri ve faaliyetleri
4. Söz konusu kredinin sebebi

⁶⁷ Parasız et al., s. 380.

5. Kurumun karlılığı
6. Bilanço eğilimleri
7. Kurumun yapısı

Bilgi kitapçıklarının ayrılmaz bir parçası olarak düşünebileceğimiz hangi hallerde sorumluluk kabul edilmeyeceğini bildiren ifade (disclaimer wording), uygulama sırasında meydana gelebilecek uyuşmazlıklarda hukuğun vereceği kararın belirlenmesinde etkin rol oynar. Kitapçığın kapağının içinde, önemli not başlığı ile verilir. İfadenin kullanılma amacı, müşterinin değerlendirilmesindeki sorumluluğun yazılı yetkiye sahip bankadan alınarak, katılımcılara kaydırılmasıdır⁶⁸.

Sendikasyon kredileri uygulamasının geliştiği yıllarla günümüz arasında lider yöneticinin bilgi kitapçığının hazırlanmasındaki sorumluluğu açısından büyük farklar göze çarpmaktadır. İlk uygulamalarda bilgi kitapçığının hazırlanması müşterinin çok az etkisinin olduğu bir süreçte gerçekleşmekteydi. Bu durum dönüm noktası kabul edilen Colocotronis Davası'na (1975) kadar sürmüştür. Olayda bir Amerikan Bankası lider yönetici olarak Colocotronis Shipping Group'a düzenlediği kredinin bilgi kitapçığında bilinçli biçimde müşteri hakkında yanlış finansal bilgiler vermiştir. Diğer bankalar bu bankayı dava etmiş ve lider yönetici kredi kolaylığındaki tüm katılımcıların paylarını ödemek zorunda kalmıştır. Sonuçta, tüm krediyi yüklenmiş gibi olmaktadır.

Bu olaydan sonra piyasadaki bankaların tutumları değişmiş ve bilgi kitapçığının hazırlanmasında daha özenli davranmaya başlamışlardır. Bilgi kitapçığının sendikasyon dökümanları içinde en çok eleştirileni olduğunu belirtmek gerekir. Buna rağmen hala popüler olmasının nedenleri şunlardır⁶⁹:

⁶⁸ Smith et al., s. 26.

⁶⁹ McDonald, s. 126.

- i. Sendikasyon tekniği müşterilere mevcut ekonomik ve finansal durumlarını uluslararası çevrelere etkin bir biçimde duyurma imkanı verdiğiinden, bilgi kitapçığının hazırlanmasını, dağıtımını ve kullanımını teşvik ederler.
- ii. Birçok sendikasyon uzmanı sadece teklifin ticari koşullarına bakıp bilgi kitapçığıyla hiç ilgilenmezken, bazı uzmanlar içinde kararlarını olumlu veya olumsuz yönde etkileyebilecek bilgiler bulabilir.
- iii. Sendikasyon toptan bir bankacılık işlemidir. Günümüze kadar olgunlaşan sendikasyon geleneğine göre muhtemel katılımcılar yazılı teklifin yanında bilgi kitapçığını da görmeye alışmışlardır.
- iv. Bilgi kitapçığının iletilmesi istek üzerine yapıldığından, bu isteğin bildirilmesi sırasında lider yönetici ve muhtemel katılımcı banka arasında bir diyalog oluşmakta, olumlu sonuç alma ihtimali artmaktadır.
- v. Bilgi kitapçığı hazırlanırken elde edilen tecrübeler, bu teknikte yeni bankalar için çok değerlidir. Çünkü hazırlık, değişik kaynaklardan bilgilerin derlenmesini, zaman kısıtlarına uyumu ve takım çalışmasını gerektirmektedir.
- vi. Sendikasyon geleneğine göre, bankalar kaliteli bir dökümanın hazırlanmasının profesyonel lider yönetici olarak piyasadaki prestijlerine katkıda bulunduğunu düşünmektedirler.

Ek 2’de bir tahvil ihracı hazırlanmış bilgi kitapçığı görülmektedir⁷⁰.

2.2.4.2. Kredi anlaşması

Kredi anlaşması hazırlıkları, genel sendikasyon işleri ve bilgi kitapçığının hazırlanmasıyla paralel yürütülür. Taslak halindeki kredi anlaşmasına, sendikasyon üyeleri tarafından yapılacak eleştirilerle, anlaşma imza törenine hazır hale getirilir. Kredinin tüm ömrü boyunca çıkabilecek sorunların çözümünde belirleyici olması açısından hukuki yapısının önemi büyüktür. O nedenle, dışardan bir hukuk firmasından yardım alınmadan işlerin yürütülmesi mümkün değildir.

⁷⁰ Gallant, s. 337-347.

Programa göre yazılı yetki alındıktan sonra, hukuk firmasıyla temasa geçilir ve ilk taslağı hazırlaması istenir. Firma bu ilk dökümanı bitirir ve görüşlerini almak için sendikasyon, müşteri ilişkileri ve fonlama birimi olmak üzere bankayla üç noktada iletişim kurar. Gerekli düzeltmeleri yapan hukuk firması, böylece ikinci anlaşma taslağını da hazırlamış olmaktadır. Burada dikkati çeken nokta, ilk iki anlaşmanın hazırlanmasının tümüyle kurum içinde yapılmış olması, müşterinin işlere hiç karışmamasıdır.

Müşterinin daha önce uluslararası piyasalardan borçlanma tecrübesinin olup olmaması nasıl bilgi kitapçığının kolaylıkla hazırlanmasında önemli rol oynuyorsa, aynı şekilde kredi anlaşmasının hazırlanmasında da önemli rol oynar. Genelleme yapılacak olursa, sendikasyon süreci boyunca tüm dökümantasyon işlerinde hızı belirleyici bir faktör olarak görülür.

Tablo 2.8’de görülen program uluslararası piyasalardan borçlanma tecrübesi olan bir müşteriye göre hazırlanmıştır.

Programda, müşterinin iki gün içinde lider yönetici ile yapacağı toplantıda gündeme getirilmek üzere eleştirilerini hazırladığını görmekteyiz. Toplantıda ikinci taslak yeniden gözden geçirilerek, üçüncü taslak anlaşmanın ana hatları ortaya çıkarılır.

Sonuç olarak, daha yöneticiler toplantısı yapılmadan üç tane taslak kredi anlaşması ortaya çıkmış olmaktadır.

Yöneticiler toplantısında yönetici bankalardan, genel sendikasyon boyunca da katılımcı ve yardımcı yöneticilerden üçüncü taslak hakkındaki eleştirileri alınır. Bu eleştirilerin yazılı bir kopyası hukuk firmasına zaman kaybetmeden gönderilir. Yazılı yetkiye sahip banka ve hukuki danışman, eleştirileri dört gruba ayırarak değerlendirir⁷¹:

⁷¹ McDonald, s. 138.

Tablo 2.8. Kredi anlaşmasını hazırlarken izlenen program

Günler	Görevler
0	• Yazılı yetki alımı
1-5	• 1.taslak üzerinde kurum içi iletişim noktaları ve hukuki danışman arasında uzlaşma
7	• 2.taslağın yazılması ve müşteriye gönderilmesi
8-9	• Müşterinin 2.taslağı gözden geçirmesi
10	• Lider yönetici ve müşterinin 2.taslak hakkında görüşmesi ve uzlaşması
11	• Yöneticiler toplantısında yönetici gruba dağıtılmak üzere 3.taslağın hazırlanması
15	• Yöneticiler toplantısında her yönetici bankaya 3.taslağın iletilmesi
20	• İki alanda sınıflamak üzere lider yöneticinin yönetici bankaların yorumlarını alması ♦ Hemen konuşulması gereken anlaşmayı bozabilecek noktalar ♦ 32.günden sonra iletilemeyecek diğer sorunlar
20-31	• Lider yöneticinin yardımcı yönetici ve katılımcılardan 3.taslak hakkındaki yorumlarını alması, son tarihleri bildirmesi ve imza törenini planlamaya başlaması
31	• Geç katılan bankalar hariç kredi anlaşması yorumları için son gün
31-35	• Olası sendikasyondan gönderilen yorumlar üzerinde lider yönetici görüşmeleri
34	• Geç katılan üyeler dahil yorumlar İçin son gün (Anlaşma üzerinde somut değişiklikler bu tarihten sonra mümkün değildir.)
35-36	• İmza öncesi son taslakta yer alacak lider yöneticinin önerdiği değişiklikleri müşterinin gözden geçirmesi, zaman yeterliyse 4.taslağın sendikasyon içinde dağıtımı, yeterli değilse üzerinde anlaşılan değişikliklerin üyelere bildirilmesi
37	• 4.taslağın veya müşterinin kabul ettiği son değişikliklerin dahil edildiği yazının katılımcılara gönderilmesi
38	• 3.taslak düzeltmeleri veya 4.taslak hakkında katılımcılardan lider yöneticiye son cevaplar
38-41	• İmza töreni hazırlıkları
42	• İmza töreni

Kaynak: Robert P. McDonald, International Syndicated Loans, London: Euromoney Publications Limited, s. 133.

1. Sözleşme üzerinde küçük değişiklikler gerektiren, fakat anlaşmanın özünde somut farklılıklar meydana getirmeyen, müşterinin görüşüne sunulacak eleştiriler.
2. Sözleşmenin maddeleri arasında yeterli ve açık bir dille cevaplanan eleştiriler.

3. Daha önce müşteriyle üzerinde tartışılıp karara varıldığından olumlu cevap verilemeyecek eleştiriler.
4. Müşterinin üzerinde düşünebileceği kadar gerçekçi olmayan eleştiriler.

Bu sınıflamadan faydalanarak, bazı uygulamalarda yüzlerce olabilecek eleştiri noktalarından çok azı müşteriye ulaşmaktadır. Müşteri bu noktaları inceleyerek içlerinden kabul ettiklerini ve etmediklerini lider yöneticiye bildirir. Lider yönetici de eleştiriye getiren bankaya sonucu ileterek kararını vermesini ister. Eğer kararı sendikasyondan ayrılmak şeklinde olursa, meydana gelecek boşluk, diğer bankalar tarafından önceden belirlenmiş kurallara göre doldurulacaktır.

Lider yönetici ve katılımcılar arasındaki iletişim belgelerinin trafiğini şöyle özetleyebiliriz:

1. Lider yöneticinin katılımcılardan üçüncü taslak hakkındaki eleştirilerini alması.
2. Lider yöneticinin kabul edilen ve edilmeyen noktaları katılımcılara iletmesi
3. Katılımcıların ikinci maddedeki yazıyı kabul etmeleri veya bazı noktaların daha ileri tartışmalar gerektirdiğini bildirmeleri
4. Müşterinin kendine sunulan eleştirilere cevabını içeren detaylı yazı
5. Katılımcıların şartları kabul edip etmediklerini bildiren son cevapları

Son maddeden de anlaşılacağı üzere, bazı katılımcıların kaybedilmesi söz konusu olabilir. Piyasa etiğine göre, ayrılanların bir neden ortaya koymaları gerekmektedir. Böyle bir durum, programın uygulanmasını geciktirir veya daha kötüsü sendikasyonun iptal edilmesini gerekli kılabilir. Çünkü, bir çarpan benzeri bütün işlerin yürütülmesinde çığ gibi büyüyen sorunlarla karşılaşılabilir. Tüm dökümantasyon, iletişim ve müşteri ilişkileri işleri silbaştan yeniden yapılmak zorunda kalınabilir. O nedenle, ya kredinin bölüşümü yeniden yapılacak, ya da daha kolayı yeni bir katılımcı bulunacaktır. Bu yeni katılımcıya programı aksatmayacak biçimde şartları incelemesi için ek süre verilir. Tüm bu işlerden sonra, dördüncü ve imzadan önceki son anlaşma taslağı hazırlanmış olur.

2.2.4.3. İmza töreni

Anlaşmanın imzalanmasına kadar müşteri, yazılı yetkiye sahip banka ve katılımcılar taraflarının üçünün de biraraya gelebildiği herhangi bir ortam yoktur. Ayrıca kamuoyunun kredi anlaşması hakkındaki bilgisi sınırlı bir düzeyde bulunmaktadır. İmza töreninin önemi bu iki noktada ortaya çıkmaktadır. Anlaşmayla ilgili tüm tarafların biraraya geldiği tek ortamdır ve kamuoyu imza töreninin başarısına bakarak sendikasyon hakkındaki yargısına varır. Başarılı bir sendikasyon, başarısız bir imza töreni ile gölgelenebilirken, başarılı bir imza töreni de kötü organize edilmiş bir sendikasyonu başarılı gösterebilir⁷². Anlaşma imzalandıktan sonra lider yöneticinin görevleri sona ermiş, ajan bankanın görevlerini yerine getirme zamanı gelmiştir. Amerikan tipi bir sendikasyon söz konusuysa, lider yönetici ile ajan büyük bir olasılıkla aynı banka olduğundan sadece kredi ile ilgili yetkililer değişmiştir. Ödünç alan kredinin ömrü boyunca yine aynı bankayla çalışacaktır.

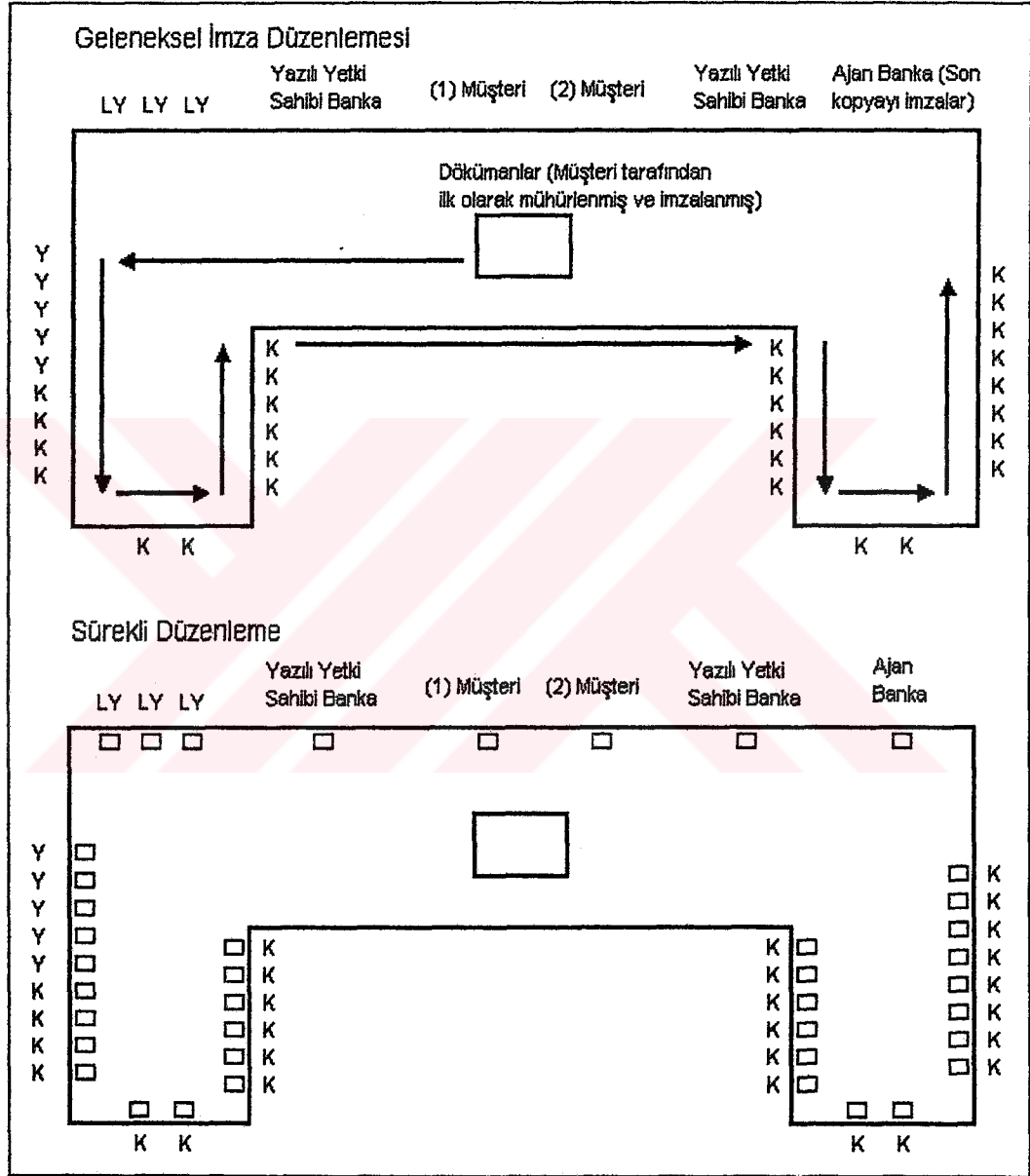
İmza töreninden önce tüm sendikasyon üyelerine bir yazı gönderilerek, kredi anlaşması ve basın ilanlarında (tombstone) yayınlanacak adları ile ilgili tam bilgilerini iletmeleri, törene gönderecekleri temsilcilerin isimlerini bildirmeleri istenir. İmza töreni öncesi ve sırasında bazı noktaların üzerinde ısrarla durmak gerekir⁷³:

1. Buluşma yeri beklenen davetli sayısına uygun olmalıdır.
2. Sendikasyon üyelerinin ilettikleri ünvan ve isimleriyle ilgili bilgiler çok iyi denetlenmelidir. Tek bir imla hatası bile birkaç saat törenin uzamasına neden olacaktır.
3. Gelen her davetliye imza töreninin programı verilmelidir. Programa sıkı sıkıya uyulmalıdır.
4. Davetlilerin statülerine uygun tarzda muamele edilmelidir.

⁷² Apak, s. 119.

⁷³ McDonald, s. 143.

5. Hangi katılımcıların imzalı döküman, hangilerinin sadece onaylı kopyalarla yetineceği belirlenerek, imzalanacak döküman sayısı tesbit edilmelidir. Bu bilgi, dökümanların tören sırasında nasıl dolaşacağını da belirleyecektir.



Kaynak: Robert P. McDonald, *International Syndicated Loans*, London: Euromoney Publications Limited, s. 145.

Şekil 2.2. İmza düzenlemeleri

Anlaşma imzalandıktan sonra finansal basında yayınlanan bir sendikasyon kredisine ait ilan Ek 3’de verilmektedir⁷⁴.

2.2.5. Sendikasyon stratejileri

Ödünç alan, rakip bankalardan veya ortak teklif veren bankalardan yapılan tüm teklifleri inceledikten sonra, eğer bu seçenekler içinde kendisi için makul bir tane olduğunu düşünüyorsa, sendikasyon sürecini işletip başarıyla bitirmesi için bu teklifi yapan bankaya yazılı yetkiyi verir. Yazılı yetkiyi almış banka artık lider yönetici konumuna gelmiştir. \$100 milyonluk tümüyle yüklenilmiş bir teklif yapan bankanın ödünç alandan yazılı yetkiyi almayı başardığını kabul edelim. Eğer \$100 milyonun içinden kendi portföyüne almak istediği miktar \$10 milyon ise bu miktara hedef pay (target take) adı verilir. Geri kalan \$90 milyonun piyasadaki diğer bankalara lider yönetici açısından en karlı olacak biçimde satılabilmesi için bir yol bulunması gerekmektedir. İşte bu yola sendikasyon stratejisi adı verilmektedir. Sendikasyon stratejisi, özünde birbirine karşıt olan lider yöneticinin iki amacını aynı anda yerine getirebilir nitelikte olmalıdır:

- i. Ödünç alanın yönetici grup adına lider yöneticiye ödediği yönetim ücretlerinden mümkün olduğu kadar fazla pay almak
- ii. Bu pay alındıktan sonra, yönetim ücretlerinden piyasadaki diğer bankaları sendikasyona katılmaya teşvik edecek minimum bir miktarın kalmış olması

Anlaşıldığı üzere lider yönetici karını maksimize etmek için yönetim ücretlerinden büyük pay almak istemektedir. Fakat bu büyük payı alırken geri kalan fonun diğer bankaları sendikasyona katılmaya teşvik edecek minimum miktardan az olmamasını sağlamak zorundadır. Aksi halde \$90 milyonluk kısmı satamayacak ve sendikasyon süreci başarılı olamayacaktır. Aslında problem belli kısıtları olan bir optimizasyon problemi gibi durmaktadır.

⁷⁴ Smith et al., s. 28.

2.2.5.1. Yönetici grup oluşturma stratejileri

Pratikte yaşanan tecrübelerle baktığımızda, imzalanan sendikasyon kredileri anlaşmalarının yönetici grup yapılarının birbirinden çok farklı olduğunu görebilmekteyiz. Kiminde lider yöneticinin kredinin büyük bir miktarını kendi portföyüne alıp, birkaç bankayı daha sendikasyona katılmaya ikna edip, genel sendikasyon aşamasına bile gitmeye gerek duymaması gibi bir durum söz konusu olabilirken, kiminde de birden fazla sayıda lider yöneticiden, oldukça fazla sayıda yönetici ve yardımcı yöneticiden oluşan üç katmanlı bir yönetici grup yapısı söz konusu olabilmektedir. Tüm bu farklılıkları bir grup değişken, birbiri ile etkileşim içinde olarak beraber meydana getirmektedir. Sözü edilen değişkenleri şu şekilde bir sınıflamaya tabi tutmak mümkün olabilir⁷⁵:

- i. Yazılı yetkinin tam yapısı (Aşağıdaki konuların kararlaştırılmasında lider yöneticiye tam yetki verilmesi halinde sınırsız yetkilendirme söz konusudur. Bu konulardan bir tanesinde bile lider yöneticiyi bağlayıcı bir karar bulunuyorsa şartlı yetkilendirme, terim olarak ifade edersek conditional mandate yapılmış demektir.)
 - Yönetici grubun kurulması
 - Hangi bankaların sendikasyona davet edilip, hangilerinin çıkarılacağı
 - Coğrafi dağılım (Örneğin Japon ve Kanada bankalarının sendikasyona katılımlarının yasaklanması gibi.)
 - Yönetici grubun son halini almasındaki sınırlamalar
 - Ücret dağıtım stratejisi
 - Son halde kredinin yüklenilecek miktarı
 - Belli yönetici bankalara belli aktif sendikasyon görevlerinin dağıtımı
- ii. Zorluk derecesi
- iii. Niteliksel değişkenler
 - Ödünç alanın etkisi
 - Belli bankaların etkisi

⁷⁵ McDonald, s. 155.

- Yüklenim yeteneği
- Coğrafi dağılım
- Sendikasyon rollerinin dağıtımı
- Belli bankalar arasında daha önce düzenlenmiş krediler
- Yüklenilen miktarın lider yönetici tarafından yorumu

2.2.5.1.1. Kredi paylaşım ve satış stratejileri

Yazılı yetki alındıktan ve hatta yönetici grup oluşturulduktan sonraya kadar lider yönetici için problem çıkarabilecek hiçbir nokta ile karşılaşılmış olmamasına rağmen, eğer yönetici grup arasında kredi paylaşımı ve piyasaya satılacak miktar konusunda bir uzlaşmaya varılamıyorsa, bu durum sendikasyon sürecinin başarısını büyük ölçüde etkileyecektir. Böyle bir olasılığı minimize etmek ve başarılı bir piyasa operasyonu gerçekleştirebilmek amacıyla bir stratejinin belirlenip, sonuna kadar izlenmesi yararlı olacaktır. Sendikasyon işlerinde yaygın olan, bu iş için geliştirilmiş dört temel stratejiden söz edilebilir⁷⁶:

- Al ve tut stratejisi (take and hold): bu stratejiye göre, her banka orjinal teklifteki taahhütlerini yönetici grup arasında kredinin paylaştırılması sırasında da aynen korur. Genel sendikasyon aşaması bu tip bir stratejide bulunmayabilir. Bunun nedeni kulüp kredisi tipinde bir düzenlemenin yapılması olabilir.
- Yüklenim taahhütleri oranında satış stratejisi (pro rata retentions): lider yönetici, yönetici grubu oluştururken teklif götürdüğü bankalara yüklendikleri miktarın ne kadarlık bir kısmının genel sendikasyon aşamasından sonra kendi portföylerinde kalacağı konusundaki tahminini de bildirir.

Teklif götürülen bankalar, bu oranı kendi iç kredi onay süreçlerinde temel alırlar. Sonuç olarak, birbirine yakın yüklenim ve portföy miktarları ile yöneticiler toplantısına geliyorlarsa bu stratejiyi izlemek yerinde olur. Örnekleme gerekirse, \$100 milyonluk

bir düzenlemede, dört bankanın herbirinin \$25 milyonluk yüklenim payı almaları ve bu payların tahminen \$15 milyonunun kendi portföylerine kalacağı öngörülmüş olsun. Dolayısıyla genel toplamda, kredinin \$60 milyonluk kısmı yönetici grup tarafından, \$40 milyonluk kısım ise piyasadaki katılımcılar tarafından taahhüt edilmiş olacaktır. Başka bir deyimle, piyasadan elde edilecek her \$1 milyon, her yöneticinin ilk taahhütünü \$250.000 indirmek için kullanılacaktır.

- iii. Eşit olmayan kredi bölüşüm stratejisi (disequal retention strategies): Yüklenim taahhütleri oranında satış stratejisinden farkı, yöneticiler toplantısında yöneticilerin birbirinden çok farklı yüklenim ve pay alma oranları açıklamalarıdır. Grup arasındaki pazarlıklar sonucunda bu oranlar birbirine yaklaştırılmaya çalışılarak, genel sendikasyonda satılacak miktar belirlenir.
- iv. Çok adımlı satış stratejisi: Bu strateji üç stratejinin bir bileşimi olarak görülebilir. Çünkü yöneticilerin açıkladıkları oranlar arasındaki uyumsuzluk maksimumdadır ve buna bir çözüm bulunması gerekmektedir. Bazı yöneticiler yüklendikleri kredi payını hiç satmadan aynen korumak isterken, bazıları da tümüyle satarak sadece yönetim ücretlerinden faydalanmak istemekte, portföylerine hiç pay almak istememektedirler. O nedenle, bankanın arzu ettiği hedeflere uygun olan üç stratejiden biri belirlenip, o bankanın son yüklenim ve satış miktarları tesbit edilir. Bu işlem her banka için yapıp, toplamlar alındığında yönetici grubun kendi portföyüne aldığı ve piyasaya satmak istediği kredi miktarları elde edilmiş olacaktır.

2.2.5.2. Yönetici grup analizleri

Birkaç tip yönetici grup oluşumunun yorumlanması, grubun yapısından piyasa ödünç verenleri ve alanlarının ne gibi sonuçlar çıkardıklarını anlamak açısından yararlı olacaktır:

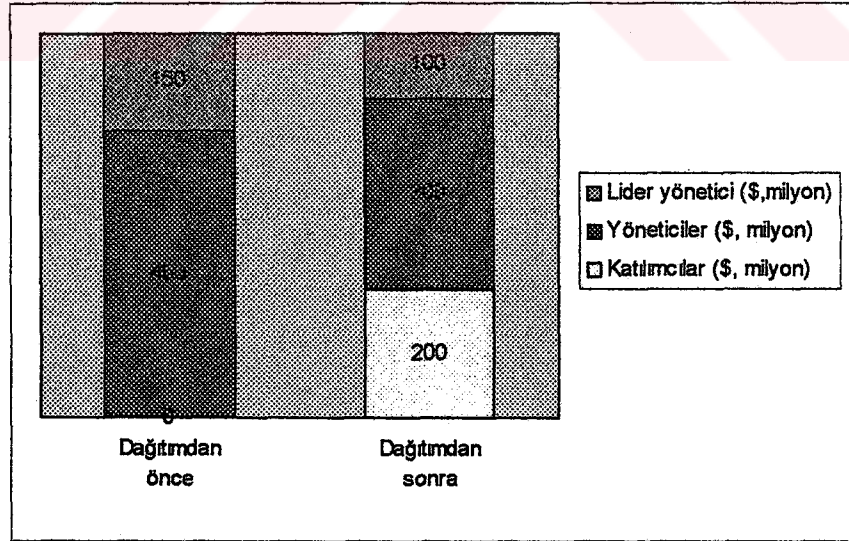
- \$600 milyonluk bir sendikasyon kredisi: Tablo 2.9'da yönetici grubun yapısı, yüklendikleri ve portföylerine aldıkları miktarlar verilmektedir.

⁷⁶ Smith, s. 26.

Tablo 2.9. \$600 milyonluk bir sendikasyon kredisinin özellikleri

	Yüklenim miktarı (\$, milyon)	Yüklenilen toplam miktar (\$, milyon)	Portföyde tutulan optimum miktar (\$, milyon)
1 lider yönetici	150	150	100
6 yönetici	75	450	300
Toplam yüklenim taahhüdü miktarı ve toplam portföyde tutulan optimum miktar (\$, milyon)		600	400

Tablo incelendiğinde ödünç alanın sendikasyon kredileri piyasasında prestijli bir isme sahip olduğu anlaşılabilmektedir. Çünkü yönetici grup kredinin üçte ikilik bir bölümünü kendi portföyüne almış bulunmaktadır. Yüksek bir kredi riskine razı olmalarının nedenini, borçlunun finansal yapısına duymuş oldukları güven ve hem yönetim ücretlerinden hem de faiz gelirinden kar sağlama isteği olarak açıklamak mümkündür.



Şekil 2.3. \$600 milyonluk kredinin bölüştürülmesi

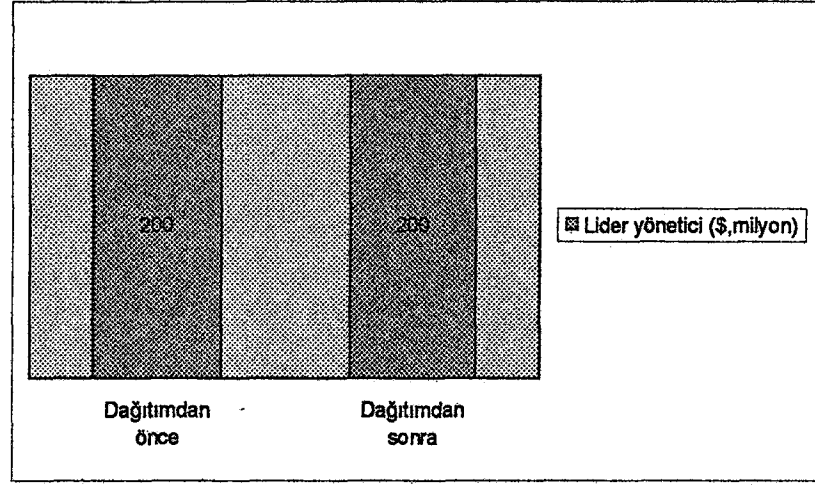
Öte yandan, kredinin tümünü yüklenmeleri de bu güvenin bir belirtisi olarak yorumlanabilir. Eğer ödünç alan kendi ratinglerine güvenerek en iyi çaba yöntemini benimsemiş olsa ve yüklenim ücreti ödemekten kaçınarak maliyetlerini düşürmek isteseydi, lider yönetici bu duruma razı olabilirdi. Çünkü zaten piyasadan kredi hasılatının toplanması konusunda bir endişesi bulunmamaktadır. Bunun bir kanıtı portföyüne aldığı yüksek miktartlı kredidir. Müşterinin yüksek maliyetlere katlanmasının nedeni, kredibilitesini garanti altına almak istemek ve en iyi çaba yöntemiyle düzenlenecek bir sendikasyonun başarısız olması halinde ileride meydana gelecek fon ihtiyaçlarının maliyetini şimdiden yükseltmemek olarak açıklanabilir. Uzun vadeli düşünüldüğünde bu durum ödünç alanın oldukça çıkarınadır.

- \$400 milyonluk kulüp kredisi (private placement): Tablo 2.10, bu kredinin genel özelliklerini vermektedir. Tablonun değerlendirmesi iki farklı açıdan yapılabilir. Değerlendirme sonuçları birbirinin tersi olacaktır.

Tablo 2.10. \$400 milyonluk bir kulüp kredisinin özellikleri

	Yüklenim miktarı (\$, milyon)	Yüklenilen toplam miktar (\$, milyon)	Portföyde tutulan optimum miktar (\$, milyon)
10 lider yönetici	40	400	400
Toplam yüklenim taahhüdü miktarı ve toplam portföyde tutulan optimum miktar (\$, milyon)		400	400

İlk değerlendirmeye göre ödünç alan piyasa içinde oldukça yüksek bir prestije sahiptir ve bu piyasaya sıklıkla başvurmamaktadır. O nedenle 10 adet lider yöneticiden herhangi birine şartlı bir yazılı yetki verip, kredinin kulüp kredisi şeklinde yapılmasını istemiş olabilir. İkinci değerlendirmeye göre ise, ödünç alanın finansal durumu yöneticilerin yüklendikleri miktarın dışında kalan kısmın piyasadan toplanabilmesine izin verecek kadar iyi olmadığından, borçlu zaten düşük olan kredibilitesini daha da tehlikeye atmak istememiş ve yöneticilerin yüklendikleri miktarla yetinmek zorunda kalmıştır.



Şekil 2.4. \$400 milyonluk bir kredinin bölüştürülmesi

Yukarıda meydana getirilen iki senaryonun dışında yüzlerce senaryo üretmek mümkündür. Örneğin, en iyi çaba yöntemiyle çalışan bir sendikasyonda bazen piyasa sendikasyonu aşamasında yeterli fonlar sağlanamaz. Böyle bir durumda borçlu elde edilen fonlarla yetinmek zorunda kalacaktır. Eğer kredi tümüyle yüklenilmiş olsaydı, lider yönetici ve yöneticiler, diğer bir deyimle krediyi yüklenenler, eksik kalan fonları taahhütleri oranında tamamlamak zorunda kalacak ve belki de zarar etme riskiyle karşı karşıya kalacaklardı. Aksi bir hal, piyasa sendikasyonu sürecinde arzu edilenin üzerinde fon temin edilmesidir. Önceden kararlaştırılan sendikasyon stratejisi bu fonların geri çevrilmesini, tümüyle kabul edilmesini veya belli bir yüzdesinin kabul edilmesini gerektirebilir. Hedeflenenden fazla veya az fon talebinin olduğu durumlardan (oversubscribed veya undersubscribed) kaçınılmalıdır. Çünkü böyle hallerde önceden tahmini yapılamayan ve sendikasyonun dağılmasını yol açabilecek pürüzler meydana gelebilir. Bu pürüzler sendikasyonu başarısız kılacaktır.

BÖLÜM 3

SENDİKASYON KREDİLERİ PİYASASINDAKİ SON GELİŞMELER ve BİR UYGULAMA

3.1. Uluslararası Finansal Piyasalar

Tahvil piyasaları, sendikasyon kredileri piyasası ve diğer borç kolaylıkları piyasalarında gözlemlenen değişimlerin dünyadaki ekonomik gelişmelere etkisi büyüktür. Bu piyasalar, ülkelerin birbirine düzenledikleri direkt kredilerin toplamı hariç tutulursa, fon transferlerinin gerçekleştirildiği önemli merkezlerdir.

3.1.1. Uluslararası finansal piyasalardaki son gelişmeler

Piyasalardaki son gelişmeleri bilmek ve birbiriyle etkileşimlerini anlamak, sendikasyon kredilerinin dünyadaki toplam finansal aktiviteler içinde ne kadar önemli bir yer aldığını görmek açısından yararlıdır. 1994 ve 1997 Nisan döneminde meydana gelmiş önemli gelişmeler, istatistik değerler ve trendler şöyle özetlenebilir¹:

Bazı OECD ülkelerinde yaşanan enflasyona karşı başarılar uluslararası finansal piyasa aktivitelerindeki momentumun sürdürülmesine yardım etmiştir. Oldukça geniş bir kesim tarafından beklenen A.B.D'deki resmi faizlerin yükselmesi, toplam finansal aktivitelerin 1997 Nisan ayna kadar olan dönemde \$549.4 milyara ulaşıp 1996'nın aynı dönemi ile karşılaştırıldığında 7.7 oranında artmasını engelleyememiştir. 1996'nın aynı döneminde bu rakam \$509.9 olarak gerçekleşmiştir. Tablo 3.1 ve Şekil 3.1'deki rakamlar tahvil ve sendikasyon kredileri piyasalarında da sırasıyla %27.5 ve %26.5'lik artışlar olduğunu göstermektedir. Uluslararası hisse senedi yatırımları hemen hemen aynı düzeylerini korurken, euro orta vadeli borç senetleri ve euro finansman bonolarında düşüşler kaydedilmiştir. Şekil 3.1'de 1997 Ocak-Nisan döneminde gerçekleşen

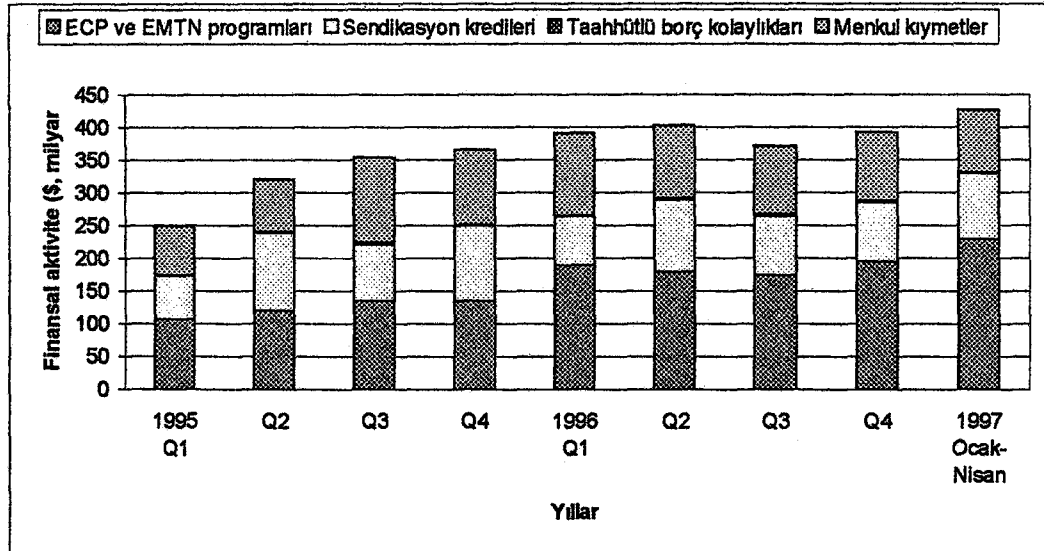
¹ OECD, *Financial Market Trends*, No. 67 (June 1997), s. 5.

aktivitelere ait rakamları diğer yıllara ait 3 aylık rakamlarla karşılaştırabilmek amacıyla bu rakamların 3 aylık ortalamaları alınmıştır.

Tablo 3.1. Enstrüman tipine göre uluslararası sermaye piyasalarındaki finansal aktiviteler

	Ocak-Nisan				
(\$, milyar)	1994	1995	1996	1996	1997
A. Menkul kıymetler ve taahhütlü kolaylıklar					
Tahviller	428.6	467.3	708.8	228.1	290.9
Hisse senetleri	45.0	41.0	57.7	15.3	15.9
Sendikasyon kredileri	236.2	370.2	345.2	93.8	118.7
Diğer borç kolaylıkları	4.9	3.8	4.5	0.5	0.3
Toplam	714.7	882.3	1116.2	337.7	425.8
B. Taahhütsüz borçlanma kolaylıkları					
Euro finansman bonoları programları	30.8	55.9	81.3	17.9	7.8
Orta vadeli euro borç senetleri programları	222.1	346.1	374.1	154.3	115.8
Toplam	252.9	402.0	455.4	172.2	123.6
Genel Toplam (A+B)	967.6	1284.3	1571.6	509.9	549.9

Kaynak: OECD, Financial Market Trends, No. 67 (June 1997), s. 5.



Kaynak: OECD, Financial Market Trends, No. 67 (June 1997), s. 6.

Şekil 3.1. Uluslararası sermaye piyasalarındaki finansal aktiviteler

OECD ülkelerindeki toplam finansal aktivite 1997 yılının ilk dört ayı baz alındığında %3.7 artmıştır. Uluslararası finansal piyasalara OECD üyesi olmayan ülkeler tarafından yapılan başvurularda önemli artışlar olmuştur. Tablo 3.2’de görüldüğü gibi bu ülkelerin bazılarında devam eden reform çabaları, yatırımcıların bu çabaların başarıya ulaşacağına dair güvenlerinin büyük oranda artması ve daha yüksek kar arayışlarına girmeleri \$55.6 milyonluk bir aktivitenin bu bölgede gerçekleşmesini sağlamıştır.

Tablo 3.2. Borçlu gruplarına göre uluslararası sermaye piyasalarındaki finansal aktiviteler

(\$, milyar)	Ocak-Nisan				
	1994	1995	1996	1996	1997
OECD alanı	867.1	1175.1	1388.7	463.6	480.9
OECD dışı alan	80.5	91.2	131.5	37.1	55.6
Uluslararası gelişim kuruluşları	20.0	18.0	51.4	9.2	12.9
Toplam	967.6	1284.3	1571.6	509.9	549.4

Kaynak: OECD, *Financial Market Trends*, No. 67 (June 1997), s. 6.

Ükelere ve kuruluşlara göre uluslararası piyasalardan kullanılan fonların dökümü Ek 4’de özetlenmektedir².

Sonuçta, uluslararası finansal aktivitelerin orta vadeli gelecekteki durumları pozitif görünmektedir. Enflasyonist baskı ve beklentiler azaldığı sürece finansal aktiviteleri engelleyecek önemli faiz baskısı ihtimali azalacaktır. Özellikle kara Avrupası’ndaki ülkelerin ekonomik görünümelerini düzeltmek için fon talepleri yüksek olmaya devam edecektir. Kredi ratinglerindeki gelişmeler ve bazı gelişen piyasalardaki önemli reformlar, bu ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarında daha fazla görülmelerine yol açacaktır. Bununla birlikte belirsizlik ve risk de bulunmaktadır. Bir veya iki önemli ekonomideki faiz oranlarının gelişimi üzerindeki belirsizlik artarsa finansal aktiviteleri engelleyici etkiler oluşabilir. Bu taktirde etkiler diğer piyasalara da sıçrayacak, hisse senedi ve döviz piyasalarındaki yüksek volatilité, riski daha da arttırıp, aktiviteleri düşürecektir. Başka bir belirsizlik kaynağı, Avrupa Birliği’ne üye ülkelerdeki uyum çabalarıdır. Bazı gözlemciler

² OECD, *Financial Statistics Monthly*, Paris: 1997, No.5 (May 1997), s. 8-11.

piyasa katılımcılarının piyasa volatilitesine ve politik haberlere karşı alışılmadık ölçüde esnek davrandıklarını belirtmektedirler.

3.1.2. Uluslararası sendikasyon kredileri piyasası

Sendikasyon kredileri piyasası gelişmekte olan ülkeler ve çok uluslu şirketler için geleneksel borç bulma piyasası niteliği kazanmış bulunmaktadır. Euro tahvil piyasasının sendikasyon kredileri piyasasına rakip olarak ortaya çıkışı 1980'li yıllarda gerçekleşmesine rağmen, sendikasyon kredileri piyasasında bir duraklama veya gerileme görülmemiş, aksine gelişimine devam etmiştir. Tablo 3.3'te bu gelişim açıkça izlenebilmektedir:

Tablo 3.3. Euro sendikasyon kredileri piyasasında düzenlenen krediler

Yıl	Krediler (\$, milyar)	Yıl	Krediler (\$, milyar)
1970	4.0	1984	53.8
1971	4.0	1985	38.6
1972	7.0	1986	54.1
1973	20.8	1987	84.1
1974	28.5	1988	99.8
1975	20.6	1989	157.0
1976	27.9	1990	159.2
1977	33.8	1991	136.4
1978	74.2	1992	156.8
1979	79.1	1993	195.4
1980	79.9	1994	236.2
1981	94.6	1995	370.2
1982	98.2	1996	345.2
1983	67.2	1997(Ocak-Nisan)	118.7

Kaynak: Ephraim Clark, Michel Levasseur ve Patrick Rousseau, *International Finance*, London: Chapman and Hall, 1993, s. 408. ve OECD, *Financial Market Trends*, No. 67 (June 1997), s.5.

Bu gelişimin nedenlerini üç ayrı başlık halinde toplamamız mümkündür³:

³ Clark et al., s. 409.

- Uluslararası finans kaynaklarına erişim: Birçok firma ve kuruluş uluslararası sermaye piyasalarının herhangi bir segmentine başvurabilmek için çok küçük, çok az bilinen veya çok riskli bulunmaktadır. Bu piyasalarda etkin olan kurumsal yatırımcılar düşük ödemede gecikme riskine sahip, büyük ve ikincil piyasada likiditesi yüksek şirketlere yatırım yapabilmek için uluslararası derecelendirme kuruluşlarından faydalanmaktadırlar. Çoğu firmanın ve kuruluşun menkul kıymetlerinin hangilerinin bu kriterleri uyduğunu anlamak için ne uzmanlığa ne de tecrübeye sahip değildirler. Öte yandan, bankalar geleneksel finansal aracılık görevleri nedeni ile bu tecrübe ve uzmanlığa sahip olmakta, diğer uluslararası piyasalar için çekici olmayabilecek yatırım fırsatlarını görebilmektedirler. Diğer yatırımcılar problem ve risk görürken, bankalar fırsat ve kar görmektedir. Sonuç olarak, uluslararası finansal kaynaklara ulaşmaktan alıkonabilecek birçok yatırımcı, euro para piyasasını kullanarak bu engeli aşabilmektedir.
- Dağıtılmış kaynaklar ve büyük ölçekli krediler: Euro para sendikasyon kredileri \$50 milyondan birkaç milyar dolara kadar düzenlenmesine rağmen, ağırlıklı olarak \$200-\$500 milyon arasında kalmaktadır. Sendikasyon süreci borçluya tek bir operasyonla büyük hacimli bir fon sağlayabilmekte ve maliyetlerini düşürebilmektedir. Bir tane büyük ödünç veren yerine, geniş bir coğrafyaya dağılmış çok sayıdaki ödünç verenin bulunması nedeni ile fonların vadesi içinde sağlanacağı garanti edilmektedir.
- Hız ve esneklik: Bir euro para kolaylığının en cazip yönlerinden biri, hızlı ve kolay bir biçimde sonuçlandırılabilmesidir. Dökümantasyon kolay ve standart hale gelmiş olduğundan tüm süreç 4-6 hafta arasında bir zaman almaktadır. Euro para kolaylığının ödünç alanın ihtiyaçlarına en uygun biçimde şekillendirilebilmesi çok büyük bir avantajdır.

Dünyadaki finansal aktiviteler içinde bu kadar büyük bir yere sahip olan sendikasyon kredilerinin ikincil piyasası da bulunmaktadır. Bu piyasanın gelişimini hızlandıran nedenler bulunduğu gibi engelleyen nedenler de vardı. Belli başlı iki tane

engelleyici neden bulunmaktaydı⁴: İlk ABD'deki Glass-Steagall kanunudur. Bilindiği gibi bu kanun ile ABD bankalarının menkul kıymet işleriyle uğraşması yasaklanmaktaydı. İkinci olumsuzluk, bankaların özellikle gelişmekte olan ülkelere düzenledikleri kredi portföylerinin yüksekliğidir. Doğal olarak böyle yüksek portföylere sahip bankalar, kredi portföylerinin değerlerinin piyasa fiyatlarından açıklanmasına direnç göstermişlerdir. Çünkü toplam portföylerinin gerçek değerinin çok düşük olacağını tahmin etmek onlar için çok zor olmamıştır.

Teşvik edici nedenlerden biri, bankaların daha etkin bir risk yönetimi ihtiyacını hissetmeleridir. Bu ihtiyaç özellikle 1982'deki borç krizinden sonra yaşanmış euro para kredileri için ikincil piyasa 1984-1985 yıllarından başlayarak gelişmeye başlamıştır. Riskin dağıtımı güvenilir bir çözümdür. Örneğin belli bir ülke veya alanda verdiği krediler yoğunlaşan bir banka, bu kredilerin bir kısmını başka bir ülke veya alana ait kredilerle değiştirerek riskini düşürebilir. Özellikle bu neden hükümet kredilerinde geçerli olmaktadır. Başka bir neden, yeni krediler düzenleyerek komisyon geliri elde etmek isteyen bankaların, bilançolarının kalitesini düşürmemek için bir yolla kredi portföylerini azaltmak istemeleridir.

Orjinal kredi sözleşmesine taraf olan bir bankanın, kendi kredi payını bir başka bankaya devredebilmesi için New York kanunlarına göre üç yol bulunmaktadır⁵:

- Yenileme (Novation): Bir bankanın yükümlülüğünü tümüyle bir başka bankaya devretmesi işlemidir. Orjinal banka kredi üzerindeki tüm haklarını kaybederken, bu hakların hepsi yeni bankaya geçmiştir. Bu işlem ancak ödünç alanın izni ile gerçekleşebilir.
- Tahsis (Assignment): Bir bankanın yükümlülüğünü kısmen başka bir bankaya devretmesidir. Bu genellikle orjinal bankanın kanuni hakları saklı tutulup, yeni bankanın anapara ve faiz ödemeleri haklarını alması şeklinde olmaktadır. Başka bir

⁴ Grabbe, s. 241.

⁵ Valdez, s. 73.

deyimle, yeni banka bir ödemede gecikme durumunda ödünç alanı dava etme hakkına sahip bulunmamaktadır. Bu işlem de ödünç alanın izni ile yapılabilir.

- Alt katılım (subparticipation): Kredi sözleşmesindeki faiz ödemelerinin %0.125-%250 altındaki bir faiz oranıyla, orjinal bankanın yeni bankaya kendi payının bir kısmını veya tamamını satmasıdır. Ödünç alanın iznine gerek bulunmamaktadır. Özellikle sendikasyon piyasasında uzmanlaşmış, yüksek işlem hacimlerine sahip Citicorp, Chase ve Bankers Trust gibi bankaların alt katılımlar için kurulmuş bölümleri bulunmaktadır.

Bu basit yapılı işlemlerin dışında ikincil piyasa aktiviteleri olarak swap tekniği de kullanılabilmektedir⁶. Kredi-kredi ve kredi-borç swap teknikleri swap işlemleri arasında en yaygın olanlarıdır. Kredi-kredi swap tekniğinde iki kreditor farklı ülkelere ait kredileri birbirleri arasında değiştirirler. Bazen aradaki fark nakit olarak ödenir. Her ülkeye ait borcun nominal değerindeki indirim yüzdesi aynı olmadığı için, eşit miktartlı kredilerin swap işlemlerinde bile bire bir bir operasyonun gerçekleştirilmesi mümkün değildir. Ayrıca her kreditor portföyündeki her ülkeye ait kredi için bir alış ve satış indirim oranı açıklar. O nedenle bir ülkenin borcunu ucuz fiyattan alıp, o ülkenin borcunun değeri uluslararası piyasalarda arttığında satarak kar elde etmesi mümkündür. Kredi-borç tekniğinde ise A bankası, B bankasına olan borcunu, kendi portföyündeki bir krediyi B bankasına devrederek öder.⁷ B bankası gerçekte kendi portföyünde olan bir kerdiyi başka bir kredi ile değiştirirken, A bankası da borcunu ödemiş olur. Tüm bu işlemler, 1982 borç krizinden sonra finans literatüründe ülke borçlarının menkulleşmesi kavramının gündeme gelmesiyle gelişmiştir.

3.1.3. Uluslararası sendikasyon kredileri piyasasındaki son gelişmeler

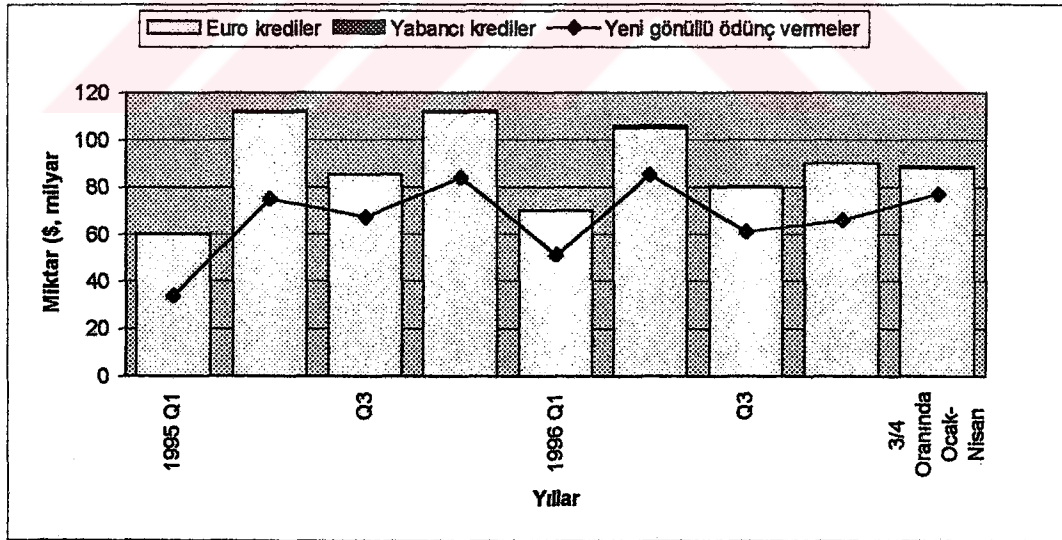
Sendikasyon kredileri piyasasına ödünç alanların ilgileri son yıllarda da artmaya devam etmektedir. Tanımlanmış yeniden finanslama adı verilen (Identified refinancing), başka bir deyimle hasılatları mevcut bir kredinin geri ödemesinde kullanılan

⁶ Boris Antl, Swap Finance Vol 1., London: Euromoney Publications Limited, 1986, s. 11.

krediler çıkarılırsa yeni düzenlenen krediler 1997 yılının ilk dört ayında \$103.3 milyona ulaşmakta, geçen yılın aynı dönemine göre %45.5 artış kaydetmiş bulunmaktadır. Ödenmemiş ve şartları ödünç alan tarafından orjinal sendikasyonla yeniden görüşülen kredilerin (Loan renegotiations) miktarında yüzdesel olarak büyük bir düşüş göze çarpmaktadır.

Sendikasyonlu ödünç verme işlemlerinin arkasındaki en önemli faktör, şirket birleşmeleri ve satın alımlarında ortaya çıkan fon talebidir. Çok büyük fon ihtiyacı hissedilen başka bir alan, önemli alt yapı yatırımlarıdır. Bu amaçla sendikasyonlu proje kredileri düzenlenmektedir.

Mevcut koşullar da ödünç alıcıları, piyasayı bu hedefleri gerçekleştirmek üzere kullanmak için özendirici bir durumdadır. OECD üyesi olmayan ülkeler de bu gerçeğin farkına varmışlar, kullandıkları fon miktarını bu yılın ilk dört ayında geçen yılın aynı dönemine göre %95 arttırarak \$18.9 milyona çıkarmayı başarmışlardır.



Kaynak: Kaynak: OECD, Financial Market Trends, No. 67 (June 1997), s. 137.

Şekil 3.2. Düzenlenen Sendikasyon kredisi miktarı

⁷ Grabbe, s. 243.

Tablo 3.4. Orta vadeli uluslararası banka kredileri

				Ocak-Nisan	
(\$, milyar)	1994	1995	1996	1996	1997
Euro krediler	235.3	369.6	344.5	93.5	118.6
Yabancı krediler	0.9	0.6	0.7	0.3	0.1
Toplam uluslararası krediler	236.2	370.2	345.2	93.8	118.7
Eksi:					
Tanımlanmış yeniden finanslama	53.8	98.7	79.9	22.8	15.4
Tahmin edilen orta vadeli yeni gönüllü sendikasyonlu ödünç verme	182.4	271.5	265.3	71.0	103.3
Hatırlatma:					
Kredi yeniden görüşmeleri	2.3	1.9	2.8	1.2	0.4

Kaynak: OECD, Financial Market Trends, s.138.

Kredibilitesi yüksek olan ödünç alanlar, spread oranlarındaki yüksek rekabet nedeni ile cazip maliyetlerle sendikasyon kredileri piyasasından fon kullanmaya devam etmişlerdir. Sendikasyon kredileri piyasasındaki bu olumlu havanın da yardımı ile düşük ratinglere sahip ödünç alanların yükselen bir oranda bu piyasadan fon temin edebildiği görülmektedir. Düşük ratingli ödünç alanlar daha yüksek spreadler ödediklerinden bu spread oranlarında 55 basis pointten 63 basis pointe doğru hafif bir yükselişin yaşanmasına neden olmuştur (Tablo 3.5).

Bununla birlikte aynı durum OECD üyesi olmayan ülkeler için geçerli olmamış ve 97 basis pointten 132 basis pointe yükselen spreadlerin meydana getirdiği maliyet artışlarına katlanmak zorunda kalmışlardır. Burada sözü edilen spread miktarları, ağırlıklı ortalaması alınmış oranlardır ve bu ortalamanın alınmasında diğer borç kolaylıkları altında sınıflanan krediler ve vergili krediler hariç tutulmuştur.

Tablo 3.5. Euro kredilerdeki basis points olarak spreadler

	Ocak-Nisan				
(\$, milyar)	1994	1995	1996	1996	1997
OECD ülkeleri	59	43	50	49	55
OECD üyesi olmayan ülkeler	113	117	99	97	132
Genel ortalama	64	50	56	55	63

Kaynak: OECD, *Financial Market Trends*, No. 67 (June 1997), s.138.

Spreadlerde görülen bu yükselişlerle birlikte, kredilerin ortalama vadelerinde OECD üyesi olan ve olmayan ülkelerde farklı gelişmeler yaşanmıştır. Tablo 3.6'dan rahatça izlenebileceği gibi OECD ülkelerinde 5 yıl 5 ay olan ortalama kredi vadeleri 4 yıl 10 aya düşmüş, OECD üyesi olmayan ülkelerde 4 yıl 10 aydan 6 yıl 2 aya çıkmıştır.

Tablo 3.6. Kaydedilmiş euro kredilerin ortalama vadeleri

	Ocak-Nisan				
(Yıl/Ay)	1994	1995	1996	1996	1997
OECD ülkeleri	5/1	5/4	5/4	5/5	4/10
OECD üyesi olmayan ülkeler	5/4	4/10	5/0	4/10	6/2
Genel ortalama	5/1	5/3	5/4	5/4	5/0

Kaynak: OECD, *Financial Market Trends*, No. 67 (June 1997), s.139.

ABD ve İngiltere, uluslararası sendikasyon kredileri piyasasını kullanarak finansman sağlayan iki önemli ülkedir. Hatta bu iki ülkenin aldığı kredi toplamı, toplam \$99.8 milyarlık toplam miktarın, \$55.3 milyar ve \$21.4 milyar ile %77'sini tutmaktadır. OECD üyesi olmayan ülkelere en çok borç alanları ise, \$3.5 milyar ile Endonezya, \$2.6 milyar ile Rusya Federasyonu ve \$1.3 milyar ile Çin'dir. Tüm ülkelerin son yıllardaki sendikasyon kredileri piyasasından kullandığı kredilerin ayrıntılı görünümü Ek 5'den izlenebilir. Tablo 3.7'de ise, kredi yeniden görüşmeleri hariç, yabancı ve euro orta vadeli banka kredileri özetlenmektedir.

Tablo 3.7. Ödünç alan ülkeye göre orta vadeli uluslararası banka kredileri

(\$, milyar)	1994	1995	1996	Ocak-Nisan	
				1996	1997
OECD ülkeleri	215	334.9	311.8	84.1	99.8
OECD üyesi olmayan ülkeler	20.9	35.3	33.4	9.7	18.9
Uluslararası kalkınma kuruluşları	0.3	-	-	-	-
Toplam	236.2	370.2	345.2	93.8	118.7

Kaynak: OECD, *Financial Market Trends*, No. 67 (June 1997), s.139.

Gelişen piyasalardaki reform çabalarına güvenin artması ve ödünç vericilerin kredibiliteleri yüksek, önemli ödünç alanları kapmak için kendi aralarında girmiş oldukları sert rekabet, düzenlenen toplam kredi miktarının \$118.7 milyona ulaşmasına neden olmuştur. Kredilerdeki para birimlerine bakıldığında, üç yıldır azalan bir trend içinde de olsa, hala Amerikan Doları'nın en güçlü para birimi olduğu göze çarpmaktadır. Fakat, kredi anlaşmaları çoklu para tercihi imkanı sağladığından, gerçekte hangi paranın daha çok kullanıldığını belirlemek imkansızdır. Tablo 3.8'de para birimlerinin yüzdesel dağılımları verilmektedir. Bu dağılımda kredi yeniden görüşmeleri hariç tutulmuş ve tablonun sonunda 1990 sonundaki kurlardan Amerikan Dolarına dönüşümleri yapılmıştır.

Tablo 3.8. Uluslararası banka kredilerinde para birimlerinin dağılımı

(%)	1994	1995	1996	Ocak-Nisan	
				1996	1997
Amerikan Doları	80.7	76.8	74.7	75.1	72.6
Sterling	8.6	11.7	12.5	14.9	17.6
Fransız Frankı	1.6	1.5	4.8	2.2	0.5
Alman Markı	1.1	4.1	4.2	5.0	2.8
İsveçre Frankı	0.1	0.1	0.5	0.1	3.1
ECU	3.9	3.8	0.2	0.5	0.5
Japon Yeni	0.2	0.2	0.2	0.3	-
Diğerleri	3.8	1.8	2.9	1.9	2.9
Toplam	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Hatırlatma					
Amerikan Doları eşiti (milyar)	243.1	378.6	355.1	97.0	124.1

Kaynak: OECD, *Financial Market Trends*, No. 67 (June 1997), s.139.

3.2. Uluslararası sendikasyon kredileri piyasasında Türkiye

Birkaç on yıl öncesine baktığımızda bütün dünyada finansal piyasaların sık sık hükümet müdahaleleri ile karşılaştığını ve piyasalar üzerinde sıkı bir kontrolün olduğunu görürüz. 1980'li yıllardan başlamak üzere bu trendin sona ermiş ve piyasaların daha çok kendi haline bırakılması düşüncesi dünya ülkeleri arasında yaygınlaşmıştır.

Söz konusu duruma mevduatlara ödenen faiz oranları örnek gösterilebilir. 1980 öncesinde hükümet tercihleri ile reel değerlerinin altında baskı halinde tutulan mevduatlara ödenen faizler, o ülkenin işletmelerine bankalardan daha düşük maliyetlerle kredi bulma imkanı sağlamaktaydı. Bu politika dünyadaki gelişmelerin etkisi sonucu terkedilmiştir.

Hükümetleri izledikleri politikalarını değiştirmeye zorlayan etki finans literatüründe mali varıllaşma (securitization) denilen kavramdır. Öz olarak, dünyadaki işletmelerin birçoğu, banka kredisi kullanmak yerine, menkul kıymetler ihraç ederek finansman sağlamaya başlamışlardır. Gelişen hızlı iletişim ve veri işleme teknolojileri, ödünç alıcılara maliyetleri düşürerek bu imkanı vermiştir.

Mali varıllaşma eğilimi sonucunda banka kredilerine talep düştüğünde, mevduatlara uygulanan baskının da göreceli olarak azaldığı söylenebilir. Böylece başka bir döneme girilerek, piyasaların gelişimlerine daha az müdahale edilir olmuştur. Bu girilen yeni döneme mali serbestleşme (deregulation) adı verilmektedir ⁸. Mali serbestleşme etkisini tüm dünyada hissettirmiştir. Örneğin bu sürece ABD'de 1981'de, Japonya'da 1986'da ve Türkiye'de ise 24 Ocak 1980 kararları ile girilmiştir.

Türk ekonomisinin 24 Ocak 1980 kararlarından sonra yavaş yavaş içe kapanıklıktan kurtulması ile beraber Türk Bankaları uluslararası piyasalarda daha sık

⁸ Seyidoğlu, s. 204.

görölmeye başlamıştır. Bununla birlikte Türkiye'nin uluslararası piyasalardan sendikasyon kredisi şeklinde ilk borçlanması, 1975 yılında BOTAŞ'ın 5 yıl vade ve LIBOR+1.5 ile sağladığı \$150 milyonluk kredi ile olduğu kabul edilebilir⁹.

3.2.1. Uluslararası finansal piyasalarda Türk Bankaları

Türk Bankaları'nın uluslararası finansal piyasalarda bulundukları faaliyetler sonucunda ekonomiye oldukça büyük hacimli fon girişleri olmaktadır. 24 Ocak kararlarından sonra bu piyasalarda yaşanan tecrübeler bankaların piyasalardaki etkinliğini arttırmaktadır.

1980'lerin ortalarından sonra Türkiye'nin kredibilitesinde görölen yükselme Türk Ticari Bankaları için uluslararası piyasaların kapılarının aralanması ile sonuçlanmıştır. Bununla birlikte, bu noktaya ulaşmaya kadar oldukça uzun bir zaman geçmiştir. Bu geçen uzun zamanın özellikleri ve yaşanan önemli gelişmeler şöyle özetlenebilir¹⁰:

- 1960 ve 1970'lerde bankalar da geleneksel kapalı Türk ekonomisinin diğer sektörleri gibi yurtiçi piyasalarda yatırım fırsatı aramaktaydı. Finansal aktivitelerin büyük bir bölümü mevduat kabulü, ticari kredi düzenleme ve ödeme hizmetleri gibi parekende bankacılık faaliyetlerinden oluşmaktaydı. Ekonominin göreceli olarak düşük seviyede parasallaşmış olması nedeni ile bankaların mevduat sahiplerine ihtiyaçları çok yüksek seviyelerde bulunmaktaydı. Bununla birlikte kredi talepleri çoğunlukla orta ve küçük ölçekli işletmelerden gelmekteydi. Bu durum yüksek büyüme oranlarının tutturulabilmesi için izlenen bir stratejiydi. Mevduat ve kredi faizi oranları için tavanlar belirlenmişti ve bankaların aldıkları ücret ve komisyonlar çok ayrıntılı biçimde düzenlenmişti. Bankacılık sektörüne yeni girişlerin oldukça kısıtlanmış olması nedeni

⁹ Apak, s. 126.

¹⁰ Gazi Erçel, "Turkish Banking Transformation in the Loan Markets," Report of the International Symposium on Turkey's Experience in a Developing Market Economy and Its Relevance for the Reforming Countries of Central and Eastern Europe, Antalya: 3 Nisan 1991, s. 389.

ile yeni talepler aynı bankalar tarafından yeni bölümlerin açılması yöntemi ile karşılanıyordu.

- Bu dönemde bankaların uluslararası olarak nitelendirilebilecek en önemli faaliyetleri Türk Lirası'na Dönüştürülebilir Mevduatlar'da yoğunlaşmaktaydı. Bu mevduatlar çoğunlukla 1974 ve 1975 yıllarında ticari bankalarda yerli veya yabancı müşteriler tarafından açılan döviz hesaplarıydı ve Merkez Bankası tarafından garanti altına alınmıştı. Bankalar bu döviz hesaplarını çoğunlukla kısa vadeli olmak üzere Türk Lirası kredileri düzenleyerek ithalatın finansmanında kullanmaktaydılar. Bu krediler bankalar için ödemeler dengesi orta vadeli olarak uygulanabilir olduğu sürece çok karlıydı. Fakat 1977 yılında ekonomideki çürüme işaretleri mevduat sahiplerinde ani bir panik meydana getirip, fonlarını çekme yollarını aramaya başlayınca, Merkez Bankası rezervleri bu talebi karşılayamadı. Yaklaşık \$2.2 milyarlık yabancılara ait mevduat hesabı Merkez Bankası yükümlülüklerine dönüştürüldü ve yeniden programlandı. Bu durum Türk Bankaları ve ekonomisi için uluslararası alanda yaşanan acı bir tecrübeydi.
- Bankacılık sektörünün yapısı monopolistik veya oligopolistik diyebileceğimiz bir haldeydi. Rekabet düzeyinin çok düşük olması nedeni ile paretende bankacılık faaliyetleri şeffaflıktan uzak bir durumdaydı. Bu sebeplerden dolayı verimliliğin artırılması için gösterilen çabalar da çok azdı.
- Türk ekonomisinin 1980 sonrası dönemde dışa yönelik olarak yeniden düzenlenmesi, piyasa koşulları ve dünya çapında gelişen uluslararası bankacılık faaliyetleri ile birlikte Türk Ticari Bankaları uluslararası aktivitelerini büyüttüler ve yabancı bankaları Türkiye ile ilgilenmek üzere cesaretlendirdiler. Bu dönem boyunca yerli bankalar da yurt dışında şubeler açtılar.
- Uluslararası finansal hizmetlerin kapasiteleri ve çeşitlilikleri çok hızlı bir biçimde artmaya başladı. geleneksel ithalat işlemleri için kredi mektubu ve kredili hesapların yanında, bankalar ihracatın ve ithalatın finansmanında kullanılmak üzere karlı fırsatlar yakalamayı başardılar. Sendikasyon kredileri ve kulüp kredileri hariç tutulmasına rağmen, bankaların dış ticaret işlemleri için buldukları krediler yüksek miktarlara

ulaşmıştı. Bu yıllarda Türk ekonomisinin gelişen performansı, döviz hesaplarının yeniden uygulamaya konması, Merkez Bankası tarafından düzenlenen ilk jumbo kredi, finans sektörünün serbestleştirilmesi çabaları ve Türkiye'nin kredibilitesindeki yavaş artışlar Türk Ticari Bankalarının uluslararası aktivitelerde bulunmaları için daha fazla alan açtı. 1985 yılında Turizm Bankası'nın Hazine garantili Japon private placement piyasasından sağladığı kredi, bir Türk Bankası'nın elde ettiği ilk orta vadeli kredi niteliğini taşımaktadır.

- 1986 ve 1987 yılları kredi amaçlarının enerji, telekomünikasyon ve otoyollar gibi alt yapı yatırımlarına dönüştüğü bir dönemdir. Hazine garantisi altında olması ve fiyatları nedeni ile uluslararası ticari bankalar bu projelerin finansmanına ilgi göstermişlerdir. Merkez Bankası tarafından ilk başarılı Alman Markı birimli tahvil ihracı Şubat 1987'de gerçekleştirilmiştir. Türkiye'nin dış borçlarını zamanında ödemede gösterdiği dikkat, sağlıklı borçlanma stratejisi ve ödemeler dengesinde olumlu gelişmeler uluslararası bankaların Türkiye ile olan iş hacimlerinin artmasına yardım etmiştir.
- 1987 ve 1988 yıllarında ticari bankalar birkaç sendikasyon kredisi almayı başaramışlardır. Tüm özel ve kamu bankalarının aynı koşullarda rekabet edebilmesi için Hazine birkaç istisna hariç, kamuya ait ticari bankalara garanti vermeyerek sağlam bir politikayı benimsemiştir. Bu yolla Türk Ticari Bankaları'na kredi açan uluslararası bankaların kriterlerinin ödünç verdikleri bankanın finansal yapısı, yönetimi ve diğer özelliklerinin kalitesine bakmak olması sağlanmıştır. Bu arada, vadelerin arttırılması ve maliyetin düşürülebilmesi için IFC, sendikasyon kredisi almak isteyen iki özel bankayı desteklemiştir. Bu destek başarıya ulaşmış ve bankalar bir yıldan daha uzun vadeli krediler alabilmişlerdir. Bu finansal operasyonların başlangıcından beri hiçbir Türk bankası ödeme gücüne düşmediğinden veya geç ödeme yapmadığından, tüm bu gelişmeler Amerikan, Japon, Alman ve Körfez bankalarının Türk Bankaları'na lider yönetici olarak kredi teklifi götürmelerini sağlamıştır.
- Türk Bankaları 1989 yılından itibaren büyük liberizasyon çabalarının sonucunda spreadlerini daraltmaya ve vadeleri uzatmaya başlamışlardır. Türkiye'nin döviz rezervlerinin fazlalığı ve değişken faiz maliyetine dayanan dış borç politikası, bankacılık sektörüne daha düşük maliyetlerle uluslararası piyasalardan borçlanabilme

imkanı sağlamıştır. 1989 yılında kredilerin fiyatları LIBOR artı 150-180 basis points düzeylerinde bulunmaktaydı. Bu rakamlar ile 1987 yılının LIBOR artı 250-300 basis points seviyeleri ile karşılaştırıldığında elde edilen avantajın ne kadar büyük olduğu ortaya çıkmaktadır. 1990 yılının ilk yarısında Türkiye'nin kısa vadeli borçlanma maliyeti LIBOR artı 75-120 basis pointse düştüğünde hala cazip imkanlar mevcuttu. Aynı dönemde orta vadeli kredilerin ve sendikasyon kredilerinin sayısında artış devam etmiştir. 1989 yılında 12 banka 22 operasyonla \$804 milyon fonu 2-3 yıllık vadelerle bulmayı başarabilmiştir. 1990'da ise 14 banka \$614 milyonluk ve 2-3 yıl vadeli krediler almışlardır.

3.2.1.1. 1990'dan günümüze uluslararası finansal piyasalarda Türk Bankaları

1990 yılı Türkiye'nin finansal çevrelerdeki konumu etkileyecek bir gelişmeye sahne olmuş, körfez krizi çıkmıştır. Bununla birlikte, 1990 yılından başlayarak kamu ve özel kuruluşların, bankaların ve diğer mali kuruluşların giderek artan bir oranda sendikasyon tekniğini fon ihtiyaçlarını karşılamakta kullandıklarını görmekteyiz. 1990 yılında imzalanan toplam \$2.043 milyarlık kredinin %64.79'unu oluşturan \$1.297 milyarlık kısım ilk yedi ay içinde imzalanırken, kalan \$707 milyonluk kredi körfez krizinin yaşanmaya başladığı son beş ayda imzalanmıştır. 1990 yılının son dört ayında beliren azalma eğilimi 1991'in ilk üç ayında da devam etmiştir. Kriz atlatıldıktan sonra kamu ve özel kuruluşların piyasalara süratle girdiklerini, daha çok vadesi gelen borçları ödemek için borçlandıklarını görmekteyiz. Burada dikkat çeken nokta, kriz bittikten sonra etkilerinin finansal piyasalarda devam etmesi nedeni ile Türkiye'nin yüksek maliyet ve kısa vadelerle karşı karşıya bırakılmasıdır. Halbuki Türkiye bu krizi eldeki mevcut rezervlerle atlatmış ve önemli kayıplara uğramıştır. Katlanılan bu fedakarlıklara rağmen piyasalardan herhangi bir destek görmemiştir¹¹.

Türkiye'nin körfez krizi dışında yaşadığı önemli olumsuz olaylardan biri, 5 Nisan kararlarıdır. Ekonominin gelişimi ile dış borç imkanlarının gelişimi arasında birebir bir

¹¹ Apak, s. 127.

ilişkinin olduğu söylenebilir. Ekonomi dışında, meydana gelen siyasi ve sosyal çalkantıların da etkisi gözardı edilmemelidir. Bir başka deyimle, Türkiye'nin ülke riskini meydana getiren değişkenlerin birbirleriyle etkileşimi ve uluslararası derecelendirme kuruluşlarının dönemsel olarak Türkiye'ye verdiği kredibilite notları, kredilerin fiyatlarının, vadelerinin ve miktarlarının belirlenmesinde kullanılan en önemli kriterlerdir. Bu notların verilmesinde şu etkenler rol oynamaktadır¹²:

- Cumhuriyetin kuruluşundan beri parlamenter sistem yürürlükte olup 1946 yılından beri de çok partili demokratik sistem yürürlükte. Türkiye BM teşkilatının kurucu üyelerinden olup NATO'nun kuruluşundan kısa zaman sonra üyesi olmuştur. OECD, GATT, IMF ve IRBD gibi kuruluşların üyesidir. Batı Avrupa'nın ekonomik, kültürel, finansal ve savunma anlaşmalarının tutarlı bir üyesi olmuştur.
- Türkiye'nin mali ve ekonomik durumunu incelediğimizde serbest piyasa ilkelerinin hakim olduğu görülür. 1980 yılından beri bir dizi mali ve ekonomik reform uygulamaya konmuştur. Yürürlüğe konan ekonomik liberalleşme politikaları kapsamında aktif dış ticaret yaklaşımları, Kamu İktisadi Teşebbüsleri'nin özelleştirilme çabaları, sermaye hareketleri üzerindeki birçok kısıtlamanın kaldırılması, rekabeti geliştirmek amacıyla gümrük birliğine geçiş, İMKB'nin kuruluşu, konvertibiliteye geçilmesi, hem Türk hem yabancılar için döviz ve menkul değerlere sahip olma ve transfer hakkının serbest bırakılması gibi önemli değişiklikler yapılmıştır.
- Bir ülkenin yabancı sermaye bakımından sağlamlığına işaret eden bir diğer gösterge, o ülkenin her yıl çektiği dolaysız yabancı sermaye miktarıdır. Ayrıca Türkiye'de birçok yabancı bankanın şubesi bulunmaktadır.
- Dış borç geri ödeme oranı bir ülkenin riskliliğini ortaya koyarken dikkate alınacak önemli bir göstergedir.

Bütün bu olumlu faktörlere rağmen, Türkiye'nin üç dört yılda bir girdiği ekonomik krizler, hiç bitmeyecekmiş gibi görünen kısır siyasi çekişmelerin yurt dışına taşan bölümleri, eğitim ve işsizlik problemleri neden uluslararası derecelendirme kuruluşları

¹² Apak, s. 126.

tarafından sürekli olarak kredibilitemizin düşürülmekte olduğunu açıklamakta kullanılabilir. Tüm bu etkilerin izleri Tablo 3.9'dan izlenebilir.

Tablo 3.9. Türkiye'nin kullandığı sendikasyon kredisi miktarları

Yıl	Miktar (\$, milyon)
1994	204
1995	1091.0
1996 Q1	160.0
1996 Q2	289.7
1996 Q3	32.8
1996 Q4	565.0
1996	1047.5
1997 Ocak	63.7
1997 Şubat	-
1997 Mart	665.1
1997 Q1	728.8
1997 Nisan	225.0

Kaynak: OECD, Financial Statistics Monthly, Paris: 1997, No.5 (May 1997), s. 20.

3.2.1.2. 1997 yılı içinde alınan önemli sendikasyon kredileri

Sendikasyon kredilerinin Türk Finans Sektörü tarafından geniş ölçüde kullanımı 1997 yılında da sürmüştür. Bu yıl içinde, Nisan'dan sonra alınan ilan edilmiş önemli krediler basında yayınlanma tarihlerine göre şöyle verilebilir:

- “Cumhurbaşkanı Süleyman Demirel, toplam tutarı 86 milyon 29 bin dolar olan iki krediye ilişkin anlaşmaları onayladı. Cumhurbaşkanlığı Basın Merkezi'nden yapılan açıklamada, Demirel'in İzmir çevre yolu ve Aydın otoyolunun kısmi finansman gereksiniminin karşılanması amacıyla ABN Amro bank N.V. ve Tekfenbank liderliğindeki bankalar konsorsiyumu tarafından sağlanan 61 milyon 29 bin dolarlık

ticari krediye ilişkin anlaşmayı onayladığı bildirildi. Demirel ayrıca, Islamic Investment Company of the Gulf (Bahrain) EC tarafından sağlanan 25 milyon dolarlık ticari krediye de onay verdi.¹³

- “Türk Hava Yolları’na beşinci A340 Airbus uçağının alınabilmesi için Credit Agricole Indoduez, Banque National de Paris ve Dresdner Bank liderliğindeki bankalar konsorsiyumundan 123.5 milyon dolar kredi sağlandı. Hazine Müsteşarlığı garantörlüğünde sağlanan krediye ilişkin anlaşma geçtiğimiz hafta sonu imzalandı. Fransız-İngiliz-Alman ortaklığındaki Airbus firmasından teslim alınacak olan uçağın finansmanı amacıyla sağlanan kredinin %85’i ihracat, %15’i ise ticari nitelikte bulunuyor.¹⁴”
- “Vakıfbank, Chase Manhattan Bank’tan 75 milyon dolar kredi sağladığını, 100 milyon dolarlık sendikasyon kredisi için de çeşitli yabancı bankalardan teklif aldığını bildirdi. Hong Kong’ta temaslarda bulunan Vakıfbank Genel Müdürü Hasan Kılavuz yaptığı yazılı açıklama ile Chase Manhattan’dan sağlanan kredi hakkında bilgi verdi. Yapılan temaslar sırasında ihracatın finansmanında kullanılmak üzere bir yıl vadeli 100 milyon dolar tutarında sendikasyon kredisine önderlik etmek için Japon, Alman ve ABD’li bankalardan teklif aldığını bildiren Kılavuz, kesin kararı önümüzdeki günlerde vereceklerini kaydetti.¹⁵”
- “Yapı ve Kredi Bankası dünyanın önde gelen 22 bankasının katıldığı 200 milyon dolar tutarında bir yıl vadeli kredi anlaşmasını Londra’da imzaladı. Yapı Kredi’den yapılan açıklamada kredinin Club Deal şeklinde düzenlendiği bildirildi. Sayılı yabancı bankanın davet edildiği krediye, Yapı Kredi’nin yakın ilişkide olduğu muhabir bankaların yoğun ilgi gösterdiği vurgulanan açıklamada, 150 milyon dolarla piyasaya çıkan bankamız katılımın beklenenden fazla olması üzerine her katılımcının payını aynı oranda düşürmek suretiyle kredi tutarını 200 milyon dolarla sınırladı denildi. İhracatın finansmanında kullanılacak olan kredinin toplam maliyetinin LIBOR artı binde 7.5

¹³ Ankara Haber Ajansı, “Demirel’den 86 Milyon Dolarlık Krediye Onay,” ANKA Ekonomi Bülteni, 20 Haziran 1997, s. 10.

¹⁴ Ankara Haber Ajansı, “THY Uçağı İçin 123.5 Milyon Dolar Kredi,” ANKA Ekonomi Bülteni, 23 Haziran 1997, s. 9.

¹⁵ Ankara Haber Ajansı, “Vakıfbank 75 Milyon Dolar Dış Kredi Buldu,” ANKA Ekonomi Bülteni, 29 Eylül 1997, s. 10.

olduğu belirtilen açıklamaya göre, iki haftada tamamlanan Club Deal'a katılan bankalar şunlar:..."¹

- "Finansbank'ın iştiraki olan ve Amsterdam'da faaliyet gösteren Finansbank Holland N.V, 20 milyon dolar sendikasyon kredisi sağladı. Finansbank'tan yapılan açıklamada bir yıllık dönem için alınacak olan ihracat öncesi finansman olanağının Bank Boston Securities ve Westdeutsche Landesbank tarafından sağlandığı ve faizinin LIBOR artı binde 0.9 olduğu belirtildi. Söz konusu kredinin Türkiye ile Avrupa Birliği'nden yapılacak ihracatların finansmanında kullanılacağı bildirildi. Krediye ilişkin sözleşme bugün Amsterdam'da Bank Boston Securities Inc., Westdeutsche Landesbank, Indoverbank, Rabobank, Arab Bank AG, Credito Italiano, LBS Bank, Standart Chartered Bank, Sud West L/B arasında imzalanacak."²

3.3. Bir Sendikasyon Kredisi Uygulaması

Sendikasyon prosedürünün nasıl çalıştığını daha iyi açıklayabilmek için örnek bir uygulama seçilmiştir. Sendikasyon kredilerinde karşılaşılan çok büyük çeşitliliğe sahip problemler, müşteri ihtiyaçları göz önüne alınarak oldukça geniş bir yelpazeye yayılan esneklikler ve herşeyden önemlisi banka-müşteri arasındaki pazarlıklar benzer başlangıç özelliklerine sahip düzenlemelerde elde edilen sonuçların birbirinden çok farklı olmasına yol açabilmektedir. O nedenle, ekstrem sayılabilecek bir örnek seçip ayrıntılara saplanmak yerine, başlangıç koşullarını ve değişkenleri genel kabul görmüş sınırlar içinde alıp, sürecin mümkün olduğu kadar iyi özetlenebilmesi tercih edilmiştir.*

Problemde \$100 milyonluk, 5-10 yıl vadeli bir krediyi genel kurum amaçları doğrultusunda kullanmak üzere almak isteyen bir banka söz konusudur. Kredinin miktarı sendikasyon kredileri piyasasının yüksek hacimli işlemlerin gerçekleştirildiği bir piyasa

¹ Ankara Haber Ajansı, "Yapı Kredi'ye 200 Milyon Dolar Kredi," ANKA Ekonomi Bülteni, 12 Aralık 1997, s. 10.

² Ankara Haber Ajansı, "Finansbank Holland N.V.'ye 20 Milyon Dolar Kredi," ANKA Ekonomi Bülteni, 19 Aralık 1997, s. 11.

* Problemin irdelenmesinde McDonald tarafından izlenen yol adapte edilerek kullanılmıştır.

olması özelliği dikkate alınırsa uygun kabul edilebilecek bir düzeydedir. Türk Bankaları da zaten \$250 milyonluk miktarlara kadar yoğun biçimde borçlanmaktadır. Bununla birlikte, hükümetlerin ödemeler dengesi açıklarını kapamak için piyasada bulunduğunu ve \$1 milyar ve üzerindeki kredileri ekonomik durumlarının sağlamlığına göre zorlanmadan alabilecekleri belirtilmelidir.

Kredi alma isteğinde olan kurumun uluslararası işlemlerde tecrübeli, ticari bir banka olduğu varsayılmıştır. Böyle bir seçim yapılmasının nedeni, müşterinin tipinin işlerin yürütülmesinde ve sendikasyonun kuruluşunda çok önemli bir faktör olduğu bilindiğinden, zorluk derecesini düşürmektir. Böylece ekstrem sayılabilecek bir uygulama ortaya çıkmamış olur.

3.3.1. Ödünç alanın kredi tekliflerini alması

Banka almak istediği kredinin koşullarını bildirmiştir. Bu bildirim daha önce sendikasyon işlerinde çalışılmış ve olumlu ilişkiler kurulmuş bankalara öncelikli olarak yapılmıştır. Zaten yapılan işler incelendiğinde belli bankaların belli bankalarla birlikte aynı grup içinde sıklıkla yer aldıkları görülmektedir.

Bu duruma neden olarak yüksek miktartlı, dar marjlar içinde çalışılan, riski yüksek ve yoğun rekabetin yaşandığı bir piyada işlemlerin gerçekleştirilmekte olduğu gösterilebilir.

Piyasada kredinin ticari koşulları duyulduktan sonra bankaya onlarca kredi teklifi yapılmış, banka bunlar içinde kendisi için en uygun olan 5 tanesini seçtikten sonra teklifi yapan bankalara tekrar geri göndererek son tekliflerini iletmelerini istemiştir. Bu teklifler aşağıdadır:

Tablo 3.10. Ödünç alıcıya yapılan son teklifler

	1	2	3	4	5
Vade (yıl)	5	10	8	10	8
Ödemesiz dönem (Yıl)	3	4	4	4	4
Spread (%)	0,750 (1-5)	0,500 (1-4) 0,625 (5-8) 0,750 (9-10)	0,625 (1-4) 0,750 (5-8)	0,625 (1-6) 0,750 (7-10)	0,625 (1-6) 0,750 (7-8)
YÖÜ (%)	0,625	0,875	0,875	1,000	0,625
TAÜ (%)	0,250	0,500	0,375	0,500	0,375
AJÜ (\$)	10.000 (yıllık)	100.000 (toplam)	80.000 (toplam)	90.000 (toplam)	12.000 (yıllık)
HAR (\$)	150.000	125.000	90.000	150.000	100.000

3.3.2. Ödünç alanın kredi tekliflerini değerlendirmesi

Ödünç alıcının bu aşamada yapması gereken iş, teklifleri değerlendirmek için ortak kriterler belirlemek ve çıkan sonuçları rakamlarla ifade etmektir. Burada önemle belirtilmesi gereken nokta, borçlunun toplam maliyetlerini oluşturan değişken ve sabit maliyetlerin içinden yalnızca sabit tipte olanları dikkate alabileceği gerçeğidir. Çünkü LIBOR gibi değişken maliyet özelliği gösteren bir maliyet türünün gelecekte nasıl davranacağı ancak tahmin edilebilirken, LIBOR'un üstüne eklenen spread, yönetim, taahhüt, ajanlık ücretleri ve harcamalar gibi maliyet türlerinin toplam maliyete katkısı, kabul edilen kriterlere göre kesin olarak belirlenebilir.

Değerlendirmede esas alınan kabuller:

- Geri ödemeler ödemesiz dönem geçildikten sonra 6 ayda bir yapılacaktır.
- Anlaşmanın imzalanmasından hemen sonra kredinin tümü çekilecek ve bu nedenle taahhüt ücreti ödenmeyecektir.

- Yönetim ücretleri ve harcamalar lider bankanın hesabına tek seferde kredi anlaşması imzalandıktan sonra ödeneceğinden, ağırlıklı spread hesabında ilk yılda değerlendirileceklerdir.
- Ajan banka ücreti toplam olarak ödeniyorsa ilk yılda, yıllık ödemeler halinde yapılıyorsa yıllara yayılmış biçimde değerlendirilecektir.

Toplam sabit maliyetlerin hesaplandığı tablolarda tüm maliyet türlerini spreade ekleme yöntemi kullanılmıştır.

Tablo 3.11. 1. Teklifin değerlendirilmesi

Yıl	NSP	AJÜ	YÖÜ	TAÜ	HAR	TOPSP	ÖKM	ASP
1	0,750	0,010	0,625	-	0,150	1,535	100	1.53500
2	0,750	0,010	-	-	-	0,760	100	0,76000
3	0,750	0,010	-	-	-	0,760	100	0,76000
4	0,750	0,010	-	-	-	0,760	60	0,45600
5	0,750	0,010	-	-	-	0,760	20	0,15200
Toplam ağırlıklı spread					3,66300			

Tablo3.12. 2. Teklifin değerlendirilmesi

Yıl	NSP	AJÜ	YÖÜ	TAÜ	HAR	TOPSP	ÖKM	ASP
1	0,500	0,100	0,875	-	0,125	1,600	100	1,60000
2	0,500	-	-	-	-	0,500	100	0,50000
3	0,500	-	-	-	-	0,500	100	0,50000
4	0,500	-	-	-	-	0,500	100	0,50000
5	0,625	-	-	-	-	0,625	85	0,53125
6	0,625	-	-	-	-	0,625	70	0,43750
7	0,625	-	-	-	-	0,625	55	0,34375
8	0,625	-	-	-	-	0,625	40	0,25000
9	0,750	-	-	-	-	0,750	25	0,18750
10	0,750	-	-	-	-	0,750	10	0,07500
Toplam ağırlıklı spread					4,92500			

Tablo 3.13. 3. Teklifin değerlendirilmesi

Yıl	NSP	AJÜ	YÖÜ	TAÜ	HAR	TOPSP	ÖKM	ASP
1	0,625	0,080	0,875	-	0.090	1,670	100	1,67000
2	0,625	-	-	-	-	0,625	100	0,62500
3	0,625	-	-	-	-	0,625	100	0,62500
4	0,625	-	-	-	-	0,625	100	0,62500
5	0,750	-	-	-	-	0,750	75	0,56250
6	0,750	-	-	-	-	0,750	50	0,37500
7	0,750	-	-	-	-	0,750	30	0,22500
8	0,750	-	-	-	-	0,750	10	0,07500
Toplam ağırlıklı spread					4,78250			

Tablo 3.14. 4. Teklifin değerlendirilmesi

Yıl	NSP	AJÜ	YÖÜ	TAÜ	HAR	TOPSP	ÖKM	ASP
1	0,625	0,090	1,000	-	0,150	1,865	100	1,86500
2	0,625	-	-	-	-	0,625	100	0,62500
3	0,625	-	-	-	-	0,625	100	0,62500
4	0,625	-	-	-	-	0,625	100	0,62500
5	0,625	-	-	-	-	0,625	85	0,53125
6	0,625	-	-	-	-	0,625	70	0,43750
7	0,750	-	-	-	-	0,750	55	0,41125
8	0,750	-	-	-	-	0,750	40	0,30000
9	0,750	-	-	-	-	0,750	25	0,18750
10	0,750	-	-	-	-	0,750	10	0,07500
Toplam ağırlıklı spread					5,68250			

Tablo 3.15. 5. Teklifin değerlendirilmesi

Yıl	NSP	AJÜ	YÖÜ	TAÜ	HAR	TOPSP	ÖKM	ASP
1	0,625	0,012	0,625	-	0,100	1,362	100	1,36200
2	0,625	0,012	-	-	-	0,637	100	0,63700
3	0,625	0,012	-	-	-	0,637	100	0,63700
4	0,625	0,012	-	-	-	0,637	100	0,63700
5	0,625	0,012	-	-	-	0,637	75	0,47775
6	0,625	0,012	-	-	-	0,637	50	0,31850
7	0,750	0,012	-	-	-	0,762	30	0,22860
8	0,750	0,012	-	-	-	0,762	10	0,07620
Toplam ağırlıklı spread					4,37405			

Alınan tekliflerin tek tek tablolar halinde değerlendirilmesi bittikten sonra, elde edilen sonuçlar tek bir tabloda toplanır. Bu toplama işleminin gerçekleştirilmesi için ortalama ömür kavramının bilinmesi gerekmektedir.

3.3.3. Ortalama kredi miktarı ve ortalama kredi ömrü

Kredinin tüm miktarının başlangıçta kullanıldığı, geri ödemelerin eşit aralıklı dönemler halinde yapıldığı varsayımıyla bir kredinin ortalama ömrü şöyle verilebilir:

$$\text{Ortalama kredi ömrü} = \text{Ödemesiz dönem} + (\text{Geri ödemelerde bulunulan yıl sayısı} / 2)$$

Örneğin 5 yıl vadeli, 3 yıl ödemesiz döneme sahip, tüm miktarının başlangıçta çekilmiş olduğu, geri ödemelerinin eşit dönemler halinde yapıldığı bir kredide ortalama ömür:

$$\text{Ortalama kredi ömrü} = 3 + (2/2) = 4 \text{ yıl olur.}$$

Maksimum ömür miktarını hesaplamak için fonların başlangıçta tümüyle kullanıldığını kabul ederek hesaplama yapmak yeterlidir.

Ortalama kredi ömrü kavramından ortalama kredi miktarı geliştirilmiştir. Teorik olarak \$100 milyonluk bir kredide 4 yıllık bir ortalama ömür söz konusuysa, ortalama kredi miktarı $(4/5) \times 100.000.000 = \$80.000.000$ şeklinde kolayca hesaplanabilmektedir. Bulunan rakam, 5 yıl boyunca ortalama olarak kreditorlerin kalan taahhütlerini yansıtmaktadır. Fakat ağırlıklı ortalama kredi miktarı ile daha iyi sonuç elde etmek mümkündür. Aşağıdaki örnekte \$100 milyonluk bir kredi için rastgele çekim ve geri ödeme miktarları seçilmiştir:

Tablo 3.16. Ağırlıklı ortalama kredi miktarı

Yıl	Ödenmemiş miktar (milyon \$)	Ağırlıklı ortalama (milyon \$)
1	30	$1 \times 30 = 30$
2	70	$1 \times 70 = 70$
3	100	$1 \times 100 = 100$
4	60	$1 \times 60 = 60$
5	40	$1 \times 40 = 40$
Toplam		300
Ortalama		$300/5 = 60$

3.3.4. Alınan tüm tekliflerin ortak değerlendirilmeye alınması

Bu işlemin gerçekleştirilebilmesi için tüm tabloların sonuçları tek bir tabloda birleştirilir ve en ucuz teklif belirlenir. Sonuçlar elde edilirken toplam ağırlıklı spread sütunu ortalama ömür sütununa bölünmektedir.

Tablo 3.17. Tabloların birleştirilmesi

	Toplam ağırlıklı spread	Ödemesiz Dönem	Vade	Ortalama ömür	Sonuç
1. Teklif	3,66300	3	5	4	0,91575
2. Teklif	4,92500	4	10	7	0,70357
3. Teklif	4,78250	4	8	6	0,79708
4. Teklif	5,68250	4	10	7	0,81179
5. Teklif	4,37405	4	8	6	0,72901

Tablodan çıkan sonuçlar açıkça 2 numaralı teklifin müşteriye maliyetinin en az olduğunu göstermektedir. Fakat fiyatın düşüklüğünün en baskın tercih sebebi olmasına rağmen, tek tercih kriteri olduğunu söylemek yanlış olur. Çünkü neredeyse iki hafta süren teklifi veren banka-ödünç alan banka görüşmeleri sırasında teklifçi müşteriye piyasa içinde sendikasyonu kurmak ve çalıştırmak konularında bir güven verememiş olabilir. Teklifin maliyetinin düşük çıkmasının nedeni çok iyimser tahminlerde bulunulmuş olması veya genel sendikasyon aşamasında işlere dahil olacak bankalar için düşük gelirler ayrılması olabilir. Başka bir alternatif, bankanın içinde bulunduğu yüksek rekabet ortamının başarısız bir sendikasyon düzenleyerek müşterinin ratinglerini düşürebilecek bir

teklife bankayı itmesidir. Müşteri, görüşmeler boyunca tüm bu noktaları kendi açısından açıklığa kavuşturmalıdır. Tüm bu nedenlerden dolayı tecrübeli ödünç alıcılar prestijli euro piyasa bankalarından gelen ikinci en iyi teklifleri tercih etmektedirler. Bizim uygulamamızda ise böyle bir olayın yaşanmadığı, en düşük teklifi veren bankanın müşteriye tüm konularda yeterli, mantıklı cevaplar verdiği ve üst seviye bir euro piyasa bankası olduğu kabul edilmiştir. Sonuçta müşteri sınırsız tipte yazılı yetkiyi (unrestricted mandate) bu bankaya vermeye karar vermiştir.

3.3.5. Teklif dökümanı

Yazılı yetkiyi alan banka müşteriye teklif dökümanını daha önce faksla göndermiştir. Yetkilendirme öncesi görüşme prosesi olumlu sonuçlandığından gönderilen teklifin müşteri tarafından onaylanmasıyla yetkilendirme sağlanmış olur. Teklif dökümanı için uygun olabilecek bir format aşağıdadır:

Gönderilen kurumun ismi ve adresi:

Dökümanı değerlendirecek kişinin ismi:

Aramızda yeni gerçekleşmiş olan kredi görüşmelerine ek olarak, aşağıda ismi geçen bankalar grubu olarak sizin adınıza uluslararası finansal kurumlardan bir ödünç verme sendikasyonu oluşturmak için hazır olduğumuz ana anlaşma koşulları ve zorunluluklarını belirtmekten memnunuz.

Aşağıda ismi geçen bankalar kredi kolaylığının tüm miktarını prensipte yüklenmeye hazırdır. Takdir edeceğiniz gibi, bu yüklenim taahhüdü (\$100.000.000), sözleşmeye ve kredi anlaşmasında belirtilecek her bankanın sağlamak için taahhüt ettiği son katılım miktarlarına bağlıdır.

Önerilen kredi kolaylığı aşağıdaki anlaşma koşulları ve zorunluluklarından oluşur. Fakat onlarla sınırlı değildir. Aşağıda belirtilen anlaşma koşulları sözleşmeye ve teklifimizin tarafınızdan kabul edildiğini gösteren onay yazınızı aldığımız zaman tüm gerekli hukuksal dökümantasyonun hazır olmasına bağlıdır.

Ödünç alan: (Kurum ismi)

Miktar: US \$100 milyon veya U.S. Dolara çevrilebilecek ve katılan ödünç

vericilerde serbetçe mevcut herhangi bir euro para karşılığı. Döviz tipinin seçimi dörtten fazla seçenek olmamak koşuluyla müşterinin tercihine bırakılmıştır.

Kredinin amacı: Genel kurum amaçları

Vade: Kredi anlaşmasının imza tarihinden sonra on yıl. Kredinin çekimleri kredi anlaşmasında belirtilen ön koşulların yerine getirilmesine bağlıdır. Çekimler kredi anlaşmasının imzalanmasından sonra başlayan ve 12 ay sonra sona eren çekim dönemi içinde yapılabilir. Çekimler US \$10 milyon veya tercihe bağlı bir dövizdeki eşiti minimum olmak üzere yapılabilir. US \$10 milyonun tam katları veya geri kalan daha az çekilmemiş miktar, bu miktarın üzerindeki ve altındaki çekim miktarının belirlenmesinde kullanılacaktır. Çekim dönemi sonunda kullanılmayan herhangi bir miktar iptal edilecektir.

İptal tercihi: Ödünç alıcı, kredi kolaylığının çekilmeyen miktarlarını, herhangi bir prim veya ceza ödemeksizin, minimum US \$10 milyon ve tam çarpanları halinde veya geri kalan kredi kolaylığı miktarı daha azsa bu miktarı 30 gün önceden ajan bankaya yazılı bir uyarı verdiği sürece iptal edebilir.

Geri ödeme ve ödemesiz dönem: Çekim dönemi içinde kullanılan miktar yılda en az US \$15 milyon olmak üzere, yarıyılık temelde, kredi anlaşmasının imza tarihinden 48 ay sonra ödenmeye başlayacaktır.

Erken Ödeme Tercihi: Ödünç alıcı, kredi kolaylığının ödenmemiş miktarının tümünün veya bir kısmının erken ödemesini, herhangi bir prim veya ceza ödemeksizin, minimum US \$10 milyon ve tam çarpanları halinde veya geri kalan kredi kolaylığı miktarı daha azsa bu miktarı 30 gün önceden ajan bankaya yazılı bir uyarı verdiği sürece yapabilir. Böyle bir erken ödeme tersten başlamak üzere geri ödeme takvimine göre uygulanacaktır.

Faiz: Faiz oranı ödünç alıcının tercihine göre üç veya altı aylık oranlara göre belirlenecektir. 12 aylık faiz oranları ödünç vericilerin ortak kararlarıyla söz konusu olabilir. Faiz oranı üç veya altı aylık US Dolar veya kredi kolaylığının birimi olan herhangi bir para mevduatlarına ödenen yıllık LIBOR'a 1. ve 4. yıllar arasında %0,500, 5. ve 8. yıllar arasında 0,625 son olarak 9. ve 10. yıllar arasında 0,750 olmak üzere eklenen bir spreadten oluşmaktadır. Faiz, her faiz dönemi sonunda ödenir ve 360 günlük bir yılda geçen gerçek gün sayısı temel alınarak hesaplanır. Faiz dönemlerinin altı aydan daha fazla olması durumunda, faiz ödemesi yarı yıllık ve kalan kısım söz konusu faiz döneminde olmak üzere yapılacaktır.

Referans bankalar: Bu kredi kolaylığına katılan bankalar içinden her faiz dönemi başlangıcında LIBOR'u belirlemek için referans bankalar seçilecektir.

Taahhüt ücreti: Kredi anlaşmasının imzalanmasından başlamak üzere kredi

kolaylığının %0,500'dir. Çekilmeyen miktarın karşılığı US Dolar olarak altı ayda bir ve son çekim yapıldığı zaman, kredi kolaylığının kalan kısmı iptal edilecekse o zaman ödenmelidir. Taahhüt ücreti 360 günlük bir yılda geçen gerçek gün sayısı temel alınarak hesaplanacaktır.

Vergiler ve diğer kesintiler: Ödünç alıcı tarafından yapılmak zorunda olan bütün ödemeler, ödünç alıcının ülkesi, ödünç alıcının ülkesinin herhangi bir siyasi alt kuruluşu veya ödünç alıcının ülkesinin üye olduğu herhangi bir organizasyon tarafından konulan veya konulacak mevcut veya gelecekteki vergiler, kesintiler ve diğer tüm indirimlerden bağımsız ve temizlenmiş olarak yapılacaktır.

Dökümantasyon: Burada teklif edilen kredi kolaylığı, görüşmelere ve tüm taraflar için tatmin edici bir dökümantasyonun yerine getirilmesine bağlıdır. Bu dökümantasyon euro para sendikasyon kredileri piyasasında şu anda standart olan ifadeleri içeren bir kredi anlaşmasını kapsar.

Yönetici hukuk: İngiltere kanunları

Yargılama yetkisi: Yargılama yetkisi ödünç alıcının ülkesinin, İngilterenin veya New York'un mahkemelerine verilecektir. Gelecekte veya şimdi olabilecek bir hukuksal başvuru halinde, olası bir dava için tüm dokunulmazlıklar kaldırılacaktır. Bu açıdan ödünç alıcı İngiltere ve New York'ta bu süreç için bir atama yapabilir.

Yönetim ücreti: Kredi kolaylığının toplam miktarının %0,875'i kadar, kredi anlaşmasının imzalanmasından sonra 30 gün geçmeden yönetici grup hesabına lider yöneticiye US Dolar cinsinden ödenmek üzere bir miktardır.

Harcamalar: Ödünç alıcı görüşmeler, sendikasyon ver kredi kolaylığının yerine getirilmesi aşamalarında ortaya çıkan kanuni ve basım ücretleri benzeri ücretleri en fazla US \$125.000 olmak üzere fatura karşılığı kredi dökümantasyonun tamamlanmasından sonra lider yöneticiye ödeyecektir. Bu açıdan harcamalar kredi anlaşmasının imzalanmasına bağlı değildir.

Ajan banka: (Ajan bankanın ve Londra bölümünün ismi)

Ajanlık ücreti: Herhangi bir anda kredi kolaylığının belli bir miktarı ödenmemiş veya taahhüt edilmiş olduğundan, bu işlerin yerine getirilmesi için ödünç alıcı ajan bankaya kredi anlaşmasının imzalanmasından sonra 30 gün geçmeden US \$100.000 ödeyecektir.

Sendikasyon stratejisi: Lider yönetici kendisinden ve üç yöneticiden oluşan iki katmanlı bir yönetim grubu oluşturacaktır. Yönetici gruptan lider yönetici kredi kolaylığının US \$40.000.000'lık kısmını, ve üç yöneticinin her biri US \$20.000.000 olmak üzere US \$60.000.000'lık kısmını yüklenmektedir. Genel sendikasyon aşamasında tüm yönetici grup üyeleri yüklendikleri miktarın yarısını

katılımcılara satmaya çalışacaklardır.

Teklifin bitiş tarihi: Bir ödünç verme sendikasyonunun oluşturulması için verilen bu teklif, (kesin bir tarih) tarihine kadar geçerlidir. Ödünç alıcıdan teklifin yazılı bir onayı alınmadığı veya teklif süresi uzatılmadığı takdirde bu tarihte teklif süresi dolmuş olacaktır. Bu anlaşma koşulları ve zorunlulukları, onayın alınmasından sonra iki ay içinde kredi anlaşması imzalandığı takdirde geçerli olacaktır.

Çeşitli yükümlülükler:

- i. Bu teklifin onay tarihinden kredi anlaşmasının imzalanmasına kadar ödünç alıcı euro para piyasasındaki iki veya daha fazla ödünç verme kurumuyla diğer bir sendikasyon veya kulüp kredisi alma çabasında bulunmayacaktır. Böyle bir çabanın kredi sürecinin başarıyla tamamlanması açısından zararlı etkisi olacaktır.
- ii. Normal bir euro piyasa uygulaması olarak ödünç alıcı tüm bilgilerini ve krediyi hangi alanda kullanacağını gizlilik temelinde hazırlanan bir bilgi kitapçığı aracılığıyla olası ödünç vericilere sağlayacaktır. Böyle bir bilgi kitapçığının hazırlanmasında yardım etmekten memnun olacağımızı ve son halinin kredi kolaylığındaki olası katılımcılara dağıtımından önce ödünç alıcı tarafından onaylanacağını bildirmek isteriz.
- iii. Bu kredi kolaylığındaki ticari anlaşma koşulları ve zorunlulukları teklifin onay tarihinden sendikasyonun kapanış tarihine kadar geçen süre içinde uluslararası para ve sermaye piyasalarında somut olumsuz değişimler olmaması şartına bağlıdır.
- iv. Bu teklif, sizin adınıza lider yöneticinin bir sendikasyon oluşturmak için hazır olduğu anlaşma koşullarını ve zorunluluklarını içerir. Bununla birlikte, yazılı yetkinin rakip bir kuruma verilmesi halinde, o sendikasyona katılmak için gerekli şartları içermez.
- v. Yazılı yetkinin alımından önce bu teklifin şart ve zorunlulukları gizli bir nokta olarak bırakılırsa memnun oluruz.

Bu teklifte bulunan anlaşma koşulları ve zorunlulukları sizin tarafınızdan onaylanacak olursa, lütfen yazılı onay dökümanını lider yöneticinin aşağıdaki bilgilerinde bulunan faks numarasına ilgilenmesi gereken kişiyi de belirterek gönderiniz.

Bugün hızlı posta ile bu faksın onaylandığını gösteren ve kesin anlaşma koşullarını ve zorunluluklarını belirten yazıyı göndermiş bulunuyoruz. Onayınızı aldığımız zaman, dökümantasyonu ve sendikasyon stratejisini gözden geçirmek, bilgi kitapçığının hazırlanmasında tavsiyelerde bulunmak üzere en erken uygun zamanda ziyaretinize geleceğimizi bildiririz.

Teklifimize olumlu yanıtınızı ve kredi sürecinde ilerleyebilmek için yazılı yetki veren onayınızı bekliyoruz.

En iyi dileklerimizle,

Banka ve kişi isimleri

Ödünç alıcı teklif mektubuna ekler:

Ödünç alıcı tarafından kabul:

Anlaşma koşulları ve zorunlulukları prensipte (kabul edenin ismi) tarafından kabul edilmiştir.

Ünvan:

Tarih:

3.3.6. Yönetim grubu oluşturma aşaması

Teklif dökümanında sendikasyon stratejisi maddesinde belirtildiği gibi teklifi 1 lider yönetici ve 3 adet yöneticiden oluşan bir bankalar grubu yapmaktadır. Gruptaki banka sayısının pratikte karşılaşılan durumlara göre az sayıda kaldığı düşünülebiyecek olsa da kredinin miktarı bu büyüklükte bir grup için son derece uygundur. Çünkü bazı uygulamalarda \$100 milyonluk bir miktarı tek bir bankanın yalnız başına kendi portföyüne alabildiğini görmekteyiz.

Yöneticiler toplantısında bankalar miktarın yüksek olmamasını da dikkate alarak ajan bankanın işlerini yoğunlaştırıp, aldığı ücretin erimesini engellemek için yüklendikleri miktarın yarısını kendi portföylerine alıp kalan kısmı mümkün olduğu kadar büyük dilimler halinde genel sendikasyon aşamasında satmaya karar vermişlerdir. Bu erimenin önüne geçmek için başvurdıkları bir başka yol, krediden satın alınabilecek en düşük payı \$5 milyon olarak belirlemek olmuştur.

Buna göre yönetici grup üyeleri arasında krediden kendi portföylerine ayırdıkları pay ve satmayı düşündükleri miktarın dağılımı şöyle olmaktadır:

Tablo 3.18. Yönetim toplantısında son kredinin bölüşümü

	Toplam yüklediği miktar (\$, milyon)	Kendi portföyüne ayıracağı miktar	Genel sendikasyon aşamasında katılımcılara satmak istediği miktar
Lider yönetici	40	20	20
1. Yönetici	20	10	10
2. Yönetici	20	10	10
3. Yönetici	20	10	10

Yöneticiler toplantısında karar verilen bir başka konu ücretlerin dağıtımının nasıl yapılacağıdır. Hatırlanacağı gibi, sınırsız yetkilendirmenin özelliklerinden biri lider yöneticinin ücret dağıtımını kendisinin yapabilmesidir. Fakat bu dağıtımı gerçekleştirirken alacağı kararın başarılı bir sendikasyonun meydana getirilmesinde ana faktörlerden biri olduğunu unutmaz. Sonuçta lider yöneticinin önerip, yöneticiler toplantısında onaylanan ücret dağıtım programı şöyledir:

Tablo 3.18’de görüldüğü gibi, tüm yöneticiler yükledikleri miktarın yarısını piyasa sendikasyonuna getirerek eşit oranlı indirimde gitmekte ve dolayısıyla da yüklenim taahhütlerine bağlı bir stratejiyi (pro rata retentions) izlemektedirler.

Tablo 3.19. Ücret dağıtım programı

Lider yönetici ücreti (Toplam kredi miktarının, %)	Yüklenim ücreti (Yükledikleri miktarın, %)	\$5 milyon ve üzerinde katılımcılar için katılım ücreti (Aldıkları miktarın, %)
0,200	0,350	0,200

Genel sendikasyon aşamasında krediden pay almaları için teklif götürülecek bankaların listesi yönetim toplantısında onaylanmaktadır. Bu liste belirlenirken daha önce bahsedilen kriterlere göre ekler ve çıkarmalar yapılmakta, boşuna zaman kaybedilmek istenmemektedir. Son olarak bir havuz meydana gelmesi durumunda yönetici grup

üyelerinin son yüklenmeyi taahhüt ettikleri miktarlarla orantılı olarak bu havuz paylaştırılacaktır.

3.3.7. Genel sendikasyon aşaması

Genel sendikasyon aşamasında yöneticiler toplantısında belli bir stratejiye göre kredinin satılması düşünülen miktarı piyasaya teklif edilmektedir. Bu aşamada euro para piyasalarında faaliyetlerde bulunan bazı bankalara ödünç alıcıya yapılan teklifteki bazı başlıklar aynı kalmak ve bazıları değiştirilmek suretiyle krediden pay satın almaları için teklifler götürülmekte, yönetim toplantısında kararlaştırılan koşullar da bildirilmektedir. Genellikle bu aşama iki hafta sürmekte olduğundan aşağıdaki belgeye benzer, işlerin nasıl gittiğinin anlaşılmasına yönelik raporlar düzenlenmektedir:

Tablo 3.20. Genel sendikasyon raporu

Yönetici grubun dikkatine	
Sendikasyon rapor numarası:5	
İletişim kurulan banka sayısı:98	
Olumlu cevap veren katılımcılar (önceki raporlardan)	(\$, milyon)
1	5
2	5
3	5
4	5
5	5
6	5
7	5
8	5
Yeni olumlu cevaplar	
9	5
10	5

Rapordaki rakamlardan anlaşılabileceği gibi bankaların almak istediği miktarlar konusunda pazarlıklar yapılmış, ara miktarlara izin verilmemiştir. Yöneticiler toplantısında kararlaştırılan büyük miktarlarda satış stratejisi uygulanmıştır. Böyle bir stratejinin her zaman izlenemeyeceği hemen belirtilmelidir. Çünkü sendikasyonun zorluk

derecesi çok yüksek olabilir. Böyle bir durumda piyasadan çıkarılan her dolara kar olarak bakılacaktır.

3.3.8. Sendikasyon üyelerinin alacağı ücretler

Genel sendikasyon bittikten sonra üyelerin bu krediyi düzenleyerek elde edecekleri ücretler belli olmuş demektir. Tablo 3.21 ile bu ücretlerin düzeyleri incelenmiştir:

Tablo 3.21. Sendikasyon üyelerinin alacağı ücretler (\$, $\times 10^6$)

	Lider yönetici	Yöneticiler	Katılımcılar	Toplam
LYÜ	$0.0020 \times 100 = 0.20$			0.20
YKÜ	$0.0035 \times 40 = 0.14$	$0.0035 \times 60 = 0.21$		0.35
KTÜ	$0.0020 \times 20 = 0.04$	$0.0020 \times 30 = 0.06$	$0.0020 \times 50 = 0.10$	0.20
Toplam	0.38	0.27	0.10	0.75

Tablonun sağ alt hücrelerinden üyelere giden ücretlerin toplam \$750.000 olduğu anlaşılmaktadır. Fakat ödünç alıcı tarafından lider yöneticiye ödenen toplam yönetim ücreti miktarı \$875.000'dır. Arada meydana gelen \$125.000'lık fark, yöneticiler toplantısında kararlaştırıldığı gibi yönetici grup üyelerinin son yüklenim taahhütleri ile orantılı olarak paylaşılacak ve son toplam gelirleri Tablo 3.22'de görüldüğü gibi ortaya çıkacaktır:

Tablo 3.22. Havuzun bölüşümü

(\$)	Lider yönetici	Yöneticiler
Yüklenmeyi taahhüt ettikleri son miktarlar	20	30
HVG	$125.000 \times 0,400 = 50.000$	$125.000 \times 0,600 = 75.000$
Ücret dağıtımından elde edilen gelir	380.000	270.000
Toplam	430.000	345.000

SONUÇLAR

Bu çalışmada ülkelerin, çok uluslu şirketlerin, bankaların ve üretim faaliyetlerinde bulunan işletmelerin dış finansman ihtiyacının karşılanmasında uluslararası piyasalarda kullanımı oldukça yaygın olan sendikasyon tekniği ve özellikle sendikasyon kredileri incelenmiştir.

Herhangi bir işletme veya hükümet yabancı dış finansmana gitmek kararını almışsa, sendikasyon kredilerinin kullanılmasının, normal şartlarda, bir menkul kıymetin uluslararası piyasalarda ihraç edilerek veya tek bir ödünç verenden direkt kredi alınarak borçlanması yöntemlerine göre daha avantajlı olduğu açıktır. Çünkü sendikasyon kredileri tekniği vade, miktar ve maliyet konularında ödünç alanın ihtiyaçlarına uygun bir düzenlemenin yapılabilmesine imkan vermektedir. Birden fazla sayıda kredinin yönetilmesi yerine tek bir kredinin yönetilmesi, farklı para birimleriyle kredinin çekimlerinin ve geri ödemelerinin yapılabilmesi gibi birçok avantajı ödünç alana sunmaktadır.

Gelişen bilgi teknolojileri, sendikasyon kredilerine rakip, euro tahviller gibi enstrümanlarla finansman tekniğinin süresinde bir azalmanın olmasını sağlamasına rağmen, bu teknolojiler sendikasyon işlemlerinin de hızını arttırmış ve işlemler sendikasyonun zorluk derecesine göre 2-6 hafta içinde bitirilebilir hale gelmişlerdir.

Sendikasyon kredilerinde risk hem ödünç alan, hem de ödünç veren açısından dağıtılmaktadır. Ödünç alan fonların sağlanmasından bir tek büyük kreditöre bağlı kalmamakta, ödünç veren de sadece bir müşterisine çok büyük bir kredi vermek yerine aynı miktarı birçok müşterisi arasında bölüştürmektedir.

Sendikasyon kredilerinin alımı sürecinde, kredinin maliyetinin ortaya çıkmasını sağlayan ana faktör, belirlenecek olan spread olmaktadır. Spreadin belirlenmesi problemi süreçte kritik bir andır. Çünkü yönetim ücretlerinin düzeyi de bu kararda etkin

olmaktadır. Ödünç verenler bu anda iki farklı tutum izlemektedirler: Bunlardan ilki lider yönetici tarafından teklif edilen yüksek yönetim ücretlerine razı olarak spreadin göreceli olarak düşük olmasını sağlamak ve elde edilen bu avantajı ileride ortaya çıkabilecek finansman ihtiyaçlarının düşük maliyetle sonuçlandırılmasına imkan verecek şekilde kullanmaktır. Bu seçeneği daha çok kredibilitesi düşük ödünç alanlar kullanmaktadır. İkincisi ise her ne koşulda olursa olsun en düşük yönetim ücreti ve en düşük spread için pazarlık yapmaktır. Doğal olarak bu pazarlık gücüne sahip olabilmenin ön koşulu piyasalarda yüksek bir kredibiliteye sahip olabilmektir. Yüksek kredibilite için ödünç alıcının düzgün bir finansal yapıya sahip olması gerekir. Ödünç alıcının kredibilitesi arttıkça piyasalarda etkinliği de artacak fiyatlama, vade ve miktar gibi değişkenler üzerinde baskı kurabilecektir.

Uluslararası piyasalarda iyi bir stratejiye göre yapılandırılmış uzun vadeli planlar olmaksızın hareket etmek hep olumsuz sonuçlar meydana getirecektir. O nedenle hem kamu hem de özel sektör kuruluşları için iyi bir borçlanma stratejisinin belirlenmesi ve gerekmedikçe bu stratejinin değiştirilmeden uygulanması yerine getirilmesi gereken ilk görevdir.

Sendikasyon kredileri sürecinin tümü uluslararası düzeyde işlemektedir. O nedenle ister istemez ülke riski maliyetin belirlenmesinde önemli etkenlerden biri olmaktadır. Ülke riski konusu başlı başına ayrı bir dal olmasına rağmen, çok genel olarak konunun önemi nedeni ile Türkiye'nin mali piyasalarını serbestleştirmeyi sürdürmesi, bankacılık sektörünün daha çok uluslararası bir yapıya bürünmesi, sağlıklı ekonomik politikaların izlenmesi, siyasi istikrar ve rekabet gücünün artırılması ile bu riskin düşürülerek daha ucuza borçlanılabileceğini belirtmek gerekmektedir. Bu politika sadece Türkiye'deki kamu kuruluşlarının borçlanmasının maliyetini düşürmekle kalmayacak, özel sektöre ait kuruluşların da borçlanmalarında spreadlerin daralmasına, vadenin uzamasına veya miktarın artmasına yol açacaktır.

Türk özel sektörünün uluslararası piyasalardan mevcut fon kullanma durumuna baktığımızda çok acı bir manzara ile karşılaşmaktayız. Tüm Türk özel sektörünün dış borcu 10 milyar doların altında bulunmaktadır. Bu miktarın büyük kısmını bankalar elde etmeyi başarmışlardır. Bankaların dışında özel sektörden ciddi anlamda uluslararası piyasalardan borçlanan şirket olduğunu söyleyemeyiz. Bir karşılaştırma yapmak açısından Kore'nin özel bir şirketi olan Samsung'un dış borcu 38 milyar doları aşmaktadır. Bizim bankalarımızın bile borçlanma imkanlarının çok kısıtlı bir durumda olduğu açıktır. Piyasa değeri 2 milyar doları aşan Yapı Kredi gibi dev özel sektör bankaları bir seferde 250 milyon doların üzerinde kredi bulamamaktadırlar. Aslında bu problemlerin kaynağı 1994 krizidir. Krizde üç bankanın batması ve uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'nin notunu düşürmesi hala etkilerini sürdürmekte, düşük maliyetle yeterli dış borç imkanlarını geniş ölçüde elimizden almaktadır.

Öte yandan, önemle belirtilmeden geçilemeyecek bir nokta, 1990 yılındaki körfez krizi sonucu elde edilen acı tecrübelerin çok çabuk unutulmasıdır. İlginç bir tesadüf olarak, Türkiye ekonomisine 35 milyar dolar gibi korkunç bir zarar verdiği tahmin edilen bir olayın bugünlerde tekrarının yaşanması ihtimali artmış bulunmaktadır. Bu gerçekleşirse uluslararası derecelendirme kuruluşları haklı olarak Türkiye'nin kredibilite notunu düşürecekler ve zaten yüksek olan borçlanma maliyetinin daha da artmasına neden olacaklardır.

Özetlersek, uluslararası piyasalarda menkul kıymet ihracı yoluyla finansmana ciddi bir alternatif olan sendikasyon kredilerinin kullanımında etkinliğin artması gerekmektedir. Günümüz tahvil piyasalarında Hazine'nin ihraç ettiği kağıtların "junk bond" adı verilen değersiz kağıtlara dönüştüğü gözönüne alınırsa, uluslararası kredi piyasasının öneminin bizim için arttığını söyleyebiliriz. Vade, miktar, maliyet ve fon akışı yönlerinden ihtiyaçlarımıza uygun, özellikle proje amaçlı kredileri bu piyasadan sağlamak mümkündür. Tahvil piyasalarında da bir dereceye kadar esneklik olmasına rağmen, kredi piyasalarındaki düzeye ulaşması mümkün değildir. O nedenle ancak iyi bir strateji belirleyip, elimizdeki alternatifler arasında zaman zaman geçişler yaparak en ucuza

borçlanmak mümkün olabilir. Elde edilen fonların amaçlarına uygun olarak %100 verimle kullanılamaması halinde, ekonomiye fazla bir katkı sağlamayacakları ve dolayısıyla da ülke riskimizin düşmesine yardım edemeyecekleri bilinmelidir. Böylece sonraki borçlanma daha yüksek maliyetle olacaktır. Bu kısır döngüden şiddetle kaçınılmalıdır.



KAYNAKLAR

Kitaplar

Antl, Boris. **Swap Finance Vol 1**. London: Euromoney Publications Limited, 1986.

Apak, Sudi. **Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz Teori ve Uygulama**. İstanbul: Emlak Bankası Yayınları, 1992.

Clark, Ephraim., Levasseur, Michael. ve Rousseau, Patrick. **International Finance**. London: Chapman and Hall, 1993.

Eccles, Robert G. ve Crane, Dwight B. **Doing Deals Investment Banks at Work**. Boston: Harward Business School Press, 1988.

Ekren, Nazım. **Uluslararası Bankacılık ve Türkiye Örneği**. Ankara: Türkiye İş Bankası Yayınları, 1986.

Fabozzi, J. Frank., Modigliani, Franco. ve Ferri, Michael G. **Fundamentals of Financial Markets and Institutions**. New York: Prentice-Hall, Inc., 1994.

Fisher, Frederick G. **Eurobonds**. London: Euromoney Publication PLC., 1988.

Gallant, Peter. **The Eurobond Market**. London: Woodhead-Faulkner Limited, 1988.

Geisst, Charles R. **Investment Banking in the Financial System**. New York: Prentice Hall, Inc., 1995.

Gibson, Heather D. **International Finance**. New York: Longman Group Limited, 1996.

Gökçe, Deniz. **Para ve Finans Ansiklopedisi**. İstanbul: Creative Yayıncılık ve Tanıtım Ltd. Şti., 1995.

Grabbe, J. Orlin. **International Financial Markets**. New York: Elsevier Science Publishing Co., Inc., 1986

Herfield, Henry. **Bank Credits and Acceptances**. New York: The Ronald Press Company, Inc. 1974.

Levi, Maurice D. **International Finance**. New York: McGraw-Hill, Inc., 1996.

Lewis, M. K. ve Davis, K. T. **Domestic and International Banking**. London: Philip Allan, 1987.

Luckett, Dudley G. **Money and Banking**. Singapore: McGraw-Hill Book Co., 1986.

McDonald, Robert P. **International Syndicated Loans**. London: Euromoney Publications Limited, 1982.

Mengütürk, Muhsin. **International Finance**. İstanbul: Literatür Yayınları, 1995.

Miller, Roger LeRoy. ve Vanhoose, David D. **Modern Money and Banking**. Singapore: McGraw-Hill Book Co., 1993.

Nagy, Pancras. **Country Risk**. London: Euromoney Publications, 1984.

Newman, Peter., Milgate, Murray. ve Eatwell, John. **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance**. London: The Macmillan Press Limited, 1994.

Orpenheim, Peter K. **International Banking**. New York: American Bankers Association, 1987.

Parasız, İlker. ve Yıldırım, Kemal. **Uluslararası Finansman**. İstanbul: Ezgi Kitabevi, 1994.

Rose, S. Peter. ve Kolari, James W. **Financial Institutions Understanding and Managing Financial Services**. New York: Richard D. Irwin, Inc., 1995.

Scott-Quinn, Brian. **Investment Banking: Theory and Practice**. Euromoney Publications PLC., 1990.

Sercu, Piet. ve Uppel, Roman. **International Financial Markets and The Firm**. London: International Thomson Publishing, 1995.

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası Finans**. İstanbul: Güzem Yayınları, 1994.

Smith, Roy J. ve Walter, Ingo. **Global Banking**. New York: Oxford University Press, Inc., 1997.

Thygerson, Kenneth J. **Management of Financial Institutions**. New York: Harper Collins College Publishers, 1995.

Valdez, Stephen. **An Introduction to Western Financial Markets**. London: The Macmillan Press Ltd., 1993.

Williamson, J. Peter. **The Investment Banking Handbook**. New York: John Wiley and Sons, 1988.

Makale, Seminer ve Bültenler

Aktaş, Mustafa. "Bankacılıkta Kredi Kullandırma." **Kredilendirme Seminer Notları**, Yıldız Teknik Üniversitesi, 1995., s. 1-20.

Ankara Haber Ajansı. "Demirel'den 86 Milyon Dolarlık Krediye Onay." **ANKA Ekonomi Bülteni**, 20 Haziran 1997, s. 10.

Ankara Haber Ajansı. "THY Uçağı İçin 123.5 Milyon Dolar Kredi." **ANKA Ekonomi Bülteni**, 23 Haziran 1997, s. 9.

Ankara Haber Ajansı. "Vakıfbank 75 Milyon Dolar Dış Kredi Buldu." **ANKA Ekonomi Bülteni**, 29 Eylül 1997, s. 10.

Ankara Haber Ajansı. "Yapı Kredi'ye 200 Milyon Dolar Kredi." **ANKA Ekonomi Bülteni**, 12 Aralık 1997, s. 10.

Ankara Haber Ajansı. "Finansbank Holland N.V.'ye 20 Milyon Dolar Kredi." **ANKA Ekonomi Bülteni**, 19 Aralık 1997, s. 11.

Erçel, Gazi. "Turkish Banking Transformation in the International Loan Markets." **International Symposium on Turkey's Experience in Developing a Market Economy and its Relevance for the Reforming Countries of Central and Eastern Europe**. Antalya: 3 Nisan 1991., s. 388-393.

Goodman, L. S. "Comment." **Journal of Money**. Vol. 16., No. 4 (November 1984), s. 678-684.

OECD. **Financial Market Trends**. No. 67 (June 1997), s. 5-140.

OECD. **Financial Statistics Monthly**. No. 5 (May 1997), s. 8-24.

EK 1. Örnek Teklif Dökümanı

TO: []
 ATTN: NEW ISSUES DEPARTMENT
 FROM: CITICORP INVESTMENT BANK LIMITED, LONDON
 DATE: FEBRUARY 12, 1987
 RE: PHILIP MORRIS COMPANIES INC.
 U.S. DOLLARS 100,000,000
 6 7/8 PER CENT NOTES DUE MARCH 1989
 WITH 140,000 CURRENCY WARRANTS

WE ARE PLEASED TO CONFIRM OUR TELEPHONE CONVERSATION IN WHICH YOU ACCEPTED OUR INVITATION, ON BEHALF OF PHILIP MORRIS COMPANIES INC. (THE "ISSUER"), TO ACT AS A MANAGER OF THE ABOVE ISSUE OF NOTES, WITH WARRANTS, SUBJECT TO SIGNATURE OF THE SUBSCRIPTION AGREEMENT. THE NOTES AND WARRANTS ARE BEING OFFERED IN UNITS CONSISTING OF ONE NOTE AND SEVEN WARRANTS, AT AN ISSUE PRICE OF 106 1/8 PER CENT OF THE PRINCIPAL AMOUNT OF THE NOTES. THE NOTES AND WARRANTS MAY BE TRADED SEPARATELY.

THE NOTES, WITH WARRANTS, WILL BE FULLY UNDERWRITTEN BY THE MANAGERS WITH NO SUB-UNDERWRITING GROUP.

YOUR UNDERWRITING COMMITMENT WILL BE U.S. DOLLARS
 PRINCIPAL AMOUNT OF NOTES, WITH
 WARRANTS.

THE MANAGERS WILL APPEAR IN ALL DOCUMENTS AND IN ANY PUBLICITY IN ALPHABETICAL ORDER AFTER THE LEAD MANAGER.

1. FEES

PERCENTAGE OF PRINCIPAL
 AMOUNT OF NOTES

MANAGEMENT AND UNDERWRITING COMMISSION	0.500 PER CENT
SELLING CONCESSION	0.625 PER CENT

	1.125 PER CENT

AFTER DEDUCTION OF THE PRAECIPUUM EQUAL TO ONE-SIXTEENTH OF ONE PER CENT OF THE PRINCIPAL AMOUNT OF THE NOTES IN FAVOUR OF THE LEAD MANAGER, THE BALANCE OF THE MANAGEMENT AND UNDERWRITING COMMISSION WILL BE DIVIDED AMONGST ALL THE MANAGERS IN PROPORTION TO EACH MANAGER'S UNDERWRITING COMMITMENT.

THE ISSUER WILL PAY UP TO U.S. DOLLARS 75,000 IN REIMBURSEMENT OF MANAGERS' OUT-OF-POCKET EXPENSES. THE IPMA RECOMMENDATIONS

EK 1. Devam

REGARDING EXPENSES NOT REIMBURSED AND STABILISATION LOSSES AND PROFITS WILL BE FOLLOWED.

2. CONFIRMATION OF ACCEPTANCE

PLEASE CONFIRM YOUR ACCEPTANCE OF THIS INVITATION TO JOIN THE MANAGEMENT GROUP TO CITICORP INVESTMENT BANK LIMITED (TELEX 299831 CIBL) ATTENTION GLENNA CLARK BY NOT LATER THAN 5.00 PM (LONDON TIME) ON FEBRUARY 13, 1987. YOUR TELEXED ACCEPTANCE WILL CONSTITUTE YOUR COMMITMENT, SUBJECT TO SIGNATURE OF THE SUBSCRIPTION AGREEMENT, TO SUBSCRIBE FOR A PRINCIPAL AMOUNT OF NOTES, WITH WARRANTS, EQUAL TO YOUR UNDERWRITING COMMITMENT.

3. SIGNING

IT IS EXPECTED THAT THE SUBSCRIPTION AGREEMENT WILL BE SIGNED ON FEBRUARY 23, 1987. DETAILS OF THE SIGNING ARRANGEMENTS WILL BE NOTIFIED TO YOU IN DUE COURSE.

4. SELLING GROUP

YOU ARE ALSO INVITED TO PARTICIPATE IN THE SELLING GROUP FOR THIS ISSUE OF NOTES, WITH WARRANTS, ON THE TERMS OF THIS TELEX AND THE SELLING GROUP AGREEMENT. THE FORM OF THE INVITATION TELEX TO SELLING GROUP MEMBERS IS AS FOLLOWS:-

QUOTE:

ATTN: NEW ISSUES DEPARTMENT
 FROM: CITICORP INVESTMENT BANK LIMITED, LONDON
 DATE: FEBRUARY 12, 1987
 RE: PHILIP MORRIS COMPANIES INC.
 U.S. DOLLARS 100,000,000
 6 7/8 PER CENT NOTES DUE MARCH 1989
 WITH 140,000 CURRENCY WARRANTS

ON BEHALF OF PHILIP MORRIS COMPANIES INC. (THE "ISSUER"), WE ARE PLEASED TO INVITE YOU TO PARTICIPATE AS A MEMBER OF THE SELLING GROUP IN THIS ISSUE OF NOTES, WITH WARRANTS.

A. SUMMARY OF TERMS AND CONDITIONS OF THE NOTES

EK 1. Devam

REGARDING EXPENSES NOT REIMBURSED AND STABILISATION LOSSES AND PROFITS WILL BE FOLLOWED.

2. CONFIRMATION OF ACCEPTANCE

PLEASE CONFIRM YOUR ACCEPTANCE OF THIS INVITATION TO JOIN THE MANAGEMENT GROUP TO CITICORP INVESTMENT BANK LIMITED (TELEX 299831 CIBL) ATTENTION GLENNA CLARK BY NOT LATER THAN 5.00 PM (LONDON TIME) ON FEBRUARY 13, 1987. YOUR TELEXED ACCEPTANCE WILL CONSTITUTE YOUR COMMITMENT, SUBJECT TO SIGNATURE OF THE SUBSCRIPTION AGREEMENT, TO SUBSCRIBE FOR A PRINCIPAL AMOUNT OF NOTES, WITH WARRANTS, EQUAL TO YOUR UNDERWRITING COMMITMENT.

3. SIGNING

IT IS EXPECTED THAT THE SUBSCRIPTION AGREEMENT WILL BE SIGNED ON FEBRUARY 23, 1987. DETAILS OF THE SIGNING ARRANGEMENTS WILL BE NOTIFIED TO YOU IN DUE COURSE.

4. SELLING GROUP

YOU ARE ALSO INVITED TO PARTICIPATE IN THE SELLING GROUP FOR THIS ISSUE OF NOTES, WITH WARRANTS, ON THE TERMS OF THIS TELEX AND THE SELLING GROUP AGREEMENT. THE FORM OF THE INVITATION TELEX TO SELLING GROUP MEMBERS IS AS FOLLOWS:-

QUOTE:

ATTN: NEW ISSUES DEPARTMENT
 FROM: CITICORP INVESTMENT BANK LIMITED, LONDON
 DATE: FEBRUARY 12, 1987
 RE: PHILIP MORRIS COMPANIES INC.
 U.S. DOLLARS 100,000,000
 6 7/8 PER CENT NOTES DUE MARCH 1989
 WITH 140,000 CURRENCY WARRANTS

 ON BEHALF OF PHILIP MORRIS COMPANIES INC. (THE "ISSUER"), WE ARE PLEASED TO INVITE YOU TO PARTICIPATE AS A MEMBER OF THE SELLING GROUP IN THIS ISSUE OF NOTES, WITH WARRANTS.

A. SUMMARY OF TERMS AND CONDITIONS OF THE NOTES

EK 1. Devam**ISSUER :**

PHILIP MORRIS COMPANIES INC.

**AGGREGATE PRINCIPAL
AMOUNT OF THE ISSUE :**

U.S. \$ 100,000,000

COUPON :
-----6 7/8 PER CENT, PER ANNUM PAYABLE (ANNUALLY IN ARREARS) ON MARCH
13 IN EACH YEAR. THERE WILL BE A LONG FIRST COUPON.**ISSUE PRICE :**

106 1/8 PER CENT OF THE ISSUE AMOUNT.

FINAL MATURITY :

MARCH 13, 1989.

FORM AND DENOMINATION :
-----THE NOTES WILL BE IN BEARER FORM IN DENOMINATIONS OF
U.S. \$ 5,000.**STATUS OF NOTES :**
-----THE NOTES WILL BE DIRECT, UNCONDITIONAL AND UNSECURED OBLIGATIONS
OF THE ISSUER AND WILL RANK EQUALLY WITH ALL OTHER UNSUBORDINATED
AND UNSECURED OBLIGATIONS OF THE ISSUER.**CROSS-DEFAULT :**
-----THE NOTES WILL HAVE THE BENEFIT OF A CROSS-DEFAULT CLAUSE (AS PER
THE ISSUER'S RECENT EURODOLLAR OFFERINGS).**NEGATIVE PLEDGE :**
-----THE NOTES WILL HAVE THE BENEFIT OF A NEGATIVE PLEDGE CLAUSE (AS
PER THE ISSUER'S RECENT EURODOLLAR OFFERINGS).**REDEMPTION :**

EK 1. Devam

THE NOTES CANNOT BE REDEEMED PRIOR TO MATURITY EXCEPT FOR TAXATION REASONS.

WITHHOLDING TAXES :

ALL PAYMENTS OF PRINCIPAL AND INTEREST WILL BE MADE WITHOUT DEDUCTION FOR OR ON ACCOUNT OF U.S. WITHHOLDING TAXES. IN THE EVENT THAT U.S. WITHHOLDING TAXES ARE IMPOSED (INCLUDING) BECAUSE THE NOTES ARE NOT TREATED AS PUBLICLY ISSUED OBLIGATIONS UNDER RECENTLY-ISSUED U.S. TREASURY REGULATIONS), THE ISSUER WILL, SUBJECT TO CUSTOMARY EXCEPTIONS, PAY ADDITIONAL AMOUNTS SO THAT HOLDERS WILL RECEIVE THE FULL AMOUNTS OTHERWISE DUE. (SEE "TAX REDEMPTION" BELOW.)

TAX REDEMPTION :

IF INTEREST PAYMENTS BECOME SUBJECT TO U.S. WITHHOLDING TAX AS A RESULT OF CERTAIN CHANGES IN LAW OR BECAUSE THE NOTES ARE NOT TREATED AS PUBLICLY ISSUED OBLIGATIONS (UNDER SUCH U.S. TREASURY REGULATIONS) NOTWITHSTANDING THAT THE ISSUER HAS USED ITS BEST EFFORTS TO ENSURE THAT THE NOTES ARE TREATED AS PUBLICLY ISSUED OBLIGATIONS, THE ISSUER MAY REDEEM THE NOTES AS A WHOLE AT ANY TIME AT PAR PLUS ACCRUED INTEREST.

U.S. INFORMATION REPORTING AND BACKUP WITHHOLDING TAXES :

UNDER TEMPORARY U.S. TREASURY REGULATIONS, PAYMENTS OF PRINCIPAL AND INTEREST ON THE NOTES MADE BY THE ISSUER OR ANY OF ITS PAYING AGENTS TO A HOLDER OUTSIDE THE UNITED STATES WILL NOT BE SUBJECT TO INFORMATION REPORTING OR BACKUP WITHHOLDING UNLESS THE ISSUER OR ITS PAYING AGENT HAS ACTUAL KNOWLEDGE THAT THE HOLDER IS A U.S. PERSON.

THE ISSUER WILL, SUBJECT TO CUSTOMARY EXCEPTIONS AND EXCEPT AS SET FORTH BELOW, BE REQUIRED TO REDEEM THE NOTES AS A WHOLE AT PAR PLUS ACCRUED INTEREST WITHIN ONE YEAR IN THE EVENT PAYMENTS THEREON OUTSIDE THE UNITED STATES SHOULD BECOME SUBJECT TO U.S. CERTIFICATION, INFORMATION OR OTHER REPORTING REQUIREMENTS, THE EFFECT OF WHICH IS THE DISCLOSURE TO THE ISSUER, A PAYING AGENT OR A U.S. GOVERNMENTAL AUTHORITY OF THE NATIONALITY, IDENTITY OR RESIDENCE OF A BENEFICIAL OWNER THAT IS NOT A U.S. PERSON. IF SUCH REQUIREMENTS CAN BE SATISFIED BY THE PAYMENT OF A BACKUP WITHHOLDING TAX OR SIMILAR CHARGE, THE ISSUER WILL HAVE THE OPTION TO PAY ADDITIONAL AMOUNTS IN RESPECT OF SUCH CHARGES RATHER THAN TO REDEEM THE NOTES.

B. SUMMARY OF TERMS AND CONDITIONS OF THE WARRANTS :

EK 1. Devam

ISSUER :

PHILIP MORRIS COMPANIES INC.

FORM :

THE WARRANTS WILL BE IN GLOBAL FORM AND NO DEFINITIVE WARRANTS WILL BE ISSUED. THE WARRANTS WILL BE DETACHABLE FROM THE NOTES IMMEDIATELY UPON ISSUANCE.

EXERCISE :

EACH WARRANT WILL ENTITLE THE HOLDER THEREOF TO PURCHASE FROM THE ISSUER STERLING WITH DEUTSCHEMARKS AT AN EXCHANGE RATE OF £1 = DM 2.7625. THE WARRANTS WILL BE EXERCISABLE, IN A MINIMUM AMOUNT OF 100 WARRANTS AND THEREAFTER IN MULTIPLES OF 100 WARRANTS, ON ANY BUSINESS DAY FROM MARCH 12, 1987 TO AUGUST 12, 1988 THROUGH CEDEL S.A. OR EUKO-CLEAR, UPON CERTIFICATION AS TO NON-U.S. BENEFICIAL OWNERSHIP. SETTLEMENT WILL BE MADE THREE BUSINESS DAYS AFTER THE EXERCISE DATE. ANY WARRANT FOR WHICH THE EXERCISE PRICE IS NOT RECEIVED ON A TIMELY BASIS FOR ANY REASON SHALL BE CANCELLED.

C. GENERAL :

LISTING :

THE NOTES AND WARRANTS WILL BE LISTED ON THE LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE.

GOVERNING LAW :

NEW YORK STATE.

SELLING RESTRICTIONS :

OFFERS AND SALES OF NOTES AND WARRANTS IN GREAT BRITAIN WILL BE RESTRICTED.

NEITHER THE NOTES NOR THE WARRANTS WILL BE REGISTERED UNDER THE UNITED STATES SECURITIES ACT OF 1933, AND TRADING IN THE WARRANTS HAS NOT BEEN APPROVED BY THE UNITED STATES COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION UNDER THE UNITED STATES COMMODITY EXCHANGE ACT. ACCORDINGLY, THE NOTES MAY NOT BE OFFERED, SOLD OR DELIVERED IN THE UNITED STATES OR TO U.S. PERSONS PRIOR TO THE DATE WHICH IS 90 DAYS AFTER COMPLETION OF THEIR DISTRIBUTION AND THE WARRANTS MAY NOT AT ANY TIME BE OFFERED, SOLD OR TRADED.

EK 1. Devam

DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN THE UNITED STATES OR TO OR BY U.S. PERSONS, ALL AS MORE FULLY DESCRIBED IN THE OFFERING CIRCULAR.

IN ORDER TO COMPLY WITH UNITED STATES TREASURY REGULATIONS, EACH MANAGER AND MEMBER OF THE SELLING GROUP WILL BE REQUIRED TO REPRESENT THAT IT IS A FINANCIAL INSTITUTION THAT IS IN THE BUSINESS OF UNDERWRITING THE SALE OF OBLIGATIONS TRADED ON A SECURITIES MARKET, THAT IT IS PURCHASING NOTES FOR RESALE AND THAT IS NOT KNOWINGLY PURCHASING ANY NOTES FOR THE ACCOUNT OF, OR FOR RESALE TO, CERTAIN PERSONS RELATED TO THE ISSUER AS SPECIFIED IN THE SUBSCRIPTION AGREEMENT. IN ADDITION, THE ISSUER WILL UNDERTAKE IN THE SUBSCRIPTION AGREEMENT THAT IT WILL USE ITS BEST EFFORTS TO ENSURE THAT NO NOTES WILL BE PURCHASED BY CERTAIN OTHER PERSONS RELATED TO THE ISSUER.

RATING :

THE ISSUER HAS NOT REQUESTED A RATING FOR THE CURRENT ISSUE. HOWEVER, OTHER SENIOR DEBT OF THE COMPANY IS RATED "A" BY STANDARD AND POORS AND "A2" BY MOODYS.

THE ISSUER :

THE ISSUER, INCORPORATED IN VIRGINIA IN 1985, IS A HOLDING COMPANY WHICH, THROUGH ITS PRINCIPAL WHOLLY-OWNED SUBSIDIARIES, PHILIP MORRIS INCORPORATED ("PHILIP MORRIS") AND GENERAL FOODS CORPORATION ("GENERAL FOODS"), IS ENGAGED PRIMARILY IN THE MANUFACTURE AND SALE OF VARIOUS CONSUMER PRODUCTS.

PURSUANT TO A PLAN OF EXCHANGE BETWEEN THE ISSUER AND PHILIP MORRIS, WHICH BECAME EFFECTIVE ON JULY 1, 1985 (I) THE CORPORATE FRAMEWORK THROUGH WHICH THE OPERATIONS OF PHILIP MORRIS WERE CONDUCTED WAS RESTRUCTURED, (II) THE ISSUER BECAME THE PUBLICLY-HELD PARENT OF PHILIP MORRIS AND (III) THE HOLDERS OF THE COMMON STOCK OF PHILIP MORRIS BECAME THE HOLDERS OF THE ISSUER'S COMMON STOCK.

BASED ON UNIT SALES AND EXCLUDING NATIONAL ENTERPRISES, PHILIP MORRIS IS THE SECOND LARGEST CIGARETTE COMPANY IN THE WORLD AND ITS PRINCIPAL BRAND, MARLBORO, HAS BEEN THE WORLD'S LARGEST SELLING CIGARETTE BRAND SINCE 1972. ON NOVEMBER 1, 1985, GENERAL FOODS BECAME AN INDIRECT WHOLLY-OWNED SUBSIDIARY OF THE ISSUER AT A COST OF APPROXIMATELY U.S. DOLLARS 5.6 BILLION. GENERAL FOODS IS ONE OF THE LARGEST PROCESSORS AND MARKETERS OF PACKAGED GROCERY, COFFEE AND MEAT PRODUCTS SOLD IN THE UNITED STATES AND CANADA AND IS ALSO ENGAGED IN THE FOOD SERVICE BUSINESS. MILLER BREWING COMPANY, A SUBSIDIARY OF THE ISSUER, IS THE SECOND LARGEST BREWING COMPANY IN THE WORLD. ANOTHER SUBSIDIARY OF THE ISSUER, PHILIP MORRIS CREDIT CORPORATION, PROVIDES FINANCING FOR CUSTOMERS OF AFFILIATES AND ENGAGES IN OTHER FINANCIAL SERVICE ACTIVITIES, INCLUDING LEVERAGED LEASING.

EK 1. Devam

THE FOLLOWING FINANCIAL DATA WITH RESPECT TO THE ISSUER AND ITS CONSOLIDATED SUBSIDIARIES, WHICH INCLUDE GENERAL FOODS SINCE NOVEMBER 1985, ARE BASED UPON, AND SHOULD BE READ IN CONJUNCTION WITH, THE CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS OF THE ISSUER.

YEAR ENDED DECEMBER 31

1986 1985

(IN MILLIONS OF DOLLARS)

EARNINGS DATA

OPERATING REVENUES	\$25,409	\$15,964
INTEREST EXPENSE, NET	747	304
EARNINGS BEFORE INCOME TAXES	2,811	2,329
NET EARNINGS	1,478	1,255

BALANCE SHEET DATA

WORKING CAPITAL	\$ 1,432	\$ 1,926
TOTAL ASSETS	17,642	17,429
SHORT-TERM DEBT	967	678
LONG-TERM DEBT	5,945	7,331
STOCKHOLDERS' EQUITY	5,655	4,737

CERTAIN RESTRICTIONS: SINCE THE ISSUER IS A HOLDING COMPANY, ONE OF ITS PRINCIPAL SOURCES OF FUNDS IS DIVIDENDS FROM ITS SUBSIDIARIES. CERTAIN OF PHILIP MORRIS' LONG-TERM DEBT AGREEMENTS RESTRICT ITS ABILITY TO PAY CASH DIVIDENDS AND TO MAKE OTHER DISTRIBUTIONS WITH RESPECT TO ITS COMMON STOCK.

DELIVERY

THE PAYMENT/DELIVERY PROCEDURES RECOMMENDED BY THE ASSOCIATION OF INTERNATIONAL BOND DEALERS WILL APPLY TO THIS ISSUE. DELIVERY WILL BE MADE AGAINST PAYMENT AND DETAILS OF THE PROCEDURES WILL BE OUTLINED IN THE ALLOTMENT TELEX. UNTIL DELIVERY OF DEFINITIVE NOTES, THE NOTES WILL BE REPRESENTED BY A SINGLE TEMPORARY GLOBAL BEARER NOTE WITHOUT COUPONS WHICH WILL BE DEPOSITED WITH A COMMON DEPOSITARY ON BEHALF OF CEDEL S.A. AND EURO-CLEAR AND WILL BE EXCHANGEABLE FOR DEFINITIVE NOTES NOT EARLIER THAN 90 DAYS FOLLOWING COMPLETION OF THE DISTRIBUTION OF THE NOTES AS DETERMINED BY CITICORP INVESTMENT BANK LIMITED, AGAINST CERTIFICATION OF NON-US BENEFICIAL OWNERSHIP.

SELLING CONCESSION

0.625 PER CENT. (REALLOWANCE DISCRETIONARY).

EK 1. Devam

YOUR TELEXED NOTIFICATION OF SELLING INTEREST WILL CONSTITUTE YOUR AGREEMENT TO ACCEPT ANY NOTES ALLOTTED TO YOU UP TO THE AMOUNT STATED IN YOUR TELEX AND YOUR ACCEPTANCE OF THE TERMS OF THE SELLING GROUP AGREEMENT PENDING RECEIPT OF A SIGNED COPY FROM YOU.

TIMETABLE

FEBRUARY 16, 1987:	SUBSCRIPTION PERIOD CLOSES AT 12 NOON (LONDON TIME)
FEBRUARY 16, 1987:	ALLOTMENT OF NOTES BY TELEX AT 17:00 HOURS (LONDON TIME), SUBJECT TO SIGNING
FEBRUARY 23, 1987:	EXPECTED SIGNING
MARCH 12, 1987:	PAYMENT AND DELIVERY

NOTIFICATION OF SELLING INTEREST

TO CITICORP INVESTMENT BANK LIMITED, LONDON (TELEX 299831 CIBIL)
ATTENTION: GLENNA CLARK (TEL 01 438 0161).

THIS IS NOT AN OFFER OF NOTES. A DRAFT OFFERING CIRCULAR WILL BE
MAILED TO YOU WITH THE SELLING GROUP AGREEMENT.

UNQUOTE:

CITICORP INVESTMENT BANK LIMITED
NNNN

EK 2. Örnek Bilgi Kitapçığı

Information Memorandum



INTERNATIONAL BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT

Japanese Yen 50,000,000,000
5½% Yen Bonds due October 7, 1992 (Twelfth Issue)
ISSUE PRICE 101%

Interest on the above bonds (the "Bonds") will be payable annually on October 7, commencing in 1988. The Bonds will mature on October 7, 1992 and are not redeemable prior to maturity. The Bonds will be issued in bearer form.

Pursuant to its Articles of Agreement, the International Bank for Reconstruction and Development (the "Bank") is immune from liability for the collection or payment of any tax imposed by any member country. Accordingly, the interest due on the Bonds will be paid to the Fiscal Agent without deduction in respect of any such tax.

Application has been made to list the Bonds on the Luxembourg Stock Exchange.

The Bonds will initially be represented by a temporary bond without interest coupons which will be deposited with a common depository for the respective accounts of the Euro-clear System and Cedel S.A. on or about October 7, 1987. As described herein, the definitive Bonds are expected to be available for delivery not later than December 7, 1987.

Nomura International Limited

Algemene Bank Nederland N.V.
Baring Brothers & Co., Limited
Chuo Trust International Limited
Credit Suisse First Boston Limited
Deutsche Bank Capital Markets Limited
IBJ International Limited
Mitsubishi Trust International Limited
Morgan Guaranty Ltd.
The Nikko Securities Co., (Europe) Ltd.
Norinchukin International Limited
Swiss Bank Corporation International Limited
S.G. Warburg Securities

Bank of Tokyo Capital Markets Group
BNP Capital Markets Limited
Citicorp Investment Bank Limited
Daiwa Europe Limited
DKB International Limited
ICB International Limited
Mitsui Finance International Limited
Morgan Stanley International
Nippon Credit International Limited
Salomon Brothers International Limited
Union Bank of Switzerland (Securities) Limited
Yamaichi International (Europe) Limited

Yasuda Trust Europe Limited

Dated September 14, 1987

EK 2. Devam

No person is authorized to give any information or to make any representation not contained in this Information Memorandum, and any information or representation not contained herein must not be relied upon as having been authorized by the Bank or by any of the Managers. This Information Memorandum does not constitute an offer to sell or solicitation of an offer to buy the Bonds in any jurisdiction to any person to whom it is unlawful to make such offer or solicitation in such jurisdiction.

This offering is not being made in Japan or to residents thereof. (See "Subscription and Sale".)

The Managers may over-allot or effect transactions in the open market or otherwise with a view to stabilizing or maintaining the market price of the Bonds at levels other than those which might otherwise prevail in the open market. Such operations, if commenced, may be discontinued at any time.

TABLE OF CONTENTS

	<u>Page</u>
Terms and Conditions of the Bonds	3
Principal Information Regarding the Bank	6
Use of Proceeds	8
Subscription and Sale	9
General Information	10

Except as otherwise indicated, (1) all amounts contained in this Information Memorandum are stated in current United States dollars, (2) all information in this Information Memorandum is given as of the date hereof and (3) references to Articles are to the Articles of Agreement of the Bank (the "Articles").

EK 2. Devam

TERMS AND CONDITIONS OF THE BONDS

The issuance of the Bonds has been authorized by a resolution of the Bank's Executive Directors adopted on September 8, 1987.

The Bonds will state that they are not an obligation of any government.

The following are the conditions of the Bonds substantially in the form in which they will appear on the Bonds:—

Conditions of the Bonds

These Conditions apply to the issue of 5½% Yen Bonds due October 7, 1992 (Twelfth Issue) (the "Bonds") of International Bank for Reconstruction and Development (the "Bank"), originally issued in an aggregate principal amount of Japanese yen 50,000,000,000.

1. Form, Status and Denomination

The Bonds are in bearer form in the denomination of Japanese yen 1,000,000 each, and will, on issue, have interest coupons (the "Coupons") attached.

The Bonds and the Coupons are direct, unsecured obligations of the Bank ranking *pari passu*, without any preference among themselves, with all its other obligations which are unsecured and not subordinated.

There exists no limitation on the Bank to issue additional Bonds in excess of the aggregate principal amount originally authorized, or any other bonds, notes or obligations.

2. Fiscal Agent and Paying Agents

The Bank has entered into a Fiscal and Paying Agency Agreement dated as of October 7, 1987 (the "Fiscal and Paying Agency Agreement") with The Bank of Tokyo, Ltd., as fiscal agent and principal paying agent (such fiscal agent and principal paying agent and its successor or successors appointed in accordance with the Fiscal and Paying Agency Agreement being hereinafter called the "Fiscal Agent") and the additional paying agents referred to below (such additional paying agents, together with their respective successors or other paying agents appointed in accordance with the Fiscal and Paying Agency Agreement, together with the Fiscal Agent, being hereinafter collectively called the "Paying Agents"). In acting under the Fiscal and Paying Agency Agreement and in connection with the Bonds, the Paying Agents are acting solely as agents of the Bank and do not assume any obligation or relationship of agency or trust for or with any owner or holder of the Bonds or Coupons. For a description of the duties and immunities of the Paying Agents under the Fiscal and Paying Agency Agreement, reference is made to the Fiscal and Paying Agency Agreement, copies of which may be examined at the specified offices of the Paying Agents, being at the date hereof those set out below.

The Bank may terminate the appointment of the Fiscal Agent or any other Paying Agent and appoint another Fiscal Agent or other Paying Agents, provided that (i) there will be a Fiscal Agent under the Fiscal and Paying Agency Agreement, (ii) the Fiscal Agent will be a bank or trust company authorized under the relevant laws to exercise the powers required under the Fiscal and Paying Agency Agreement and (iii) it will maintain a Paying Agent in Luxembourg so long as the Bonds are listed on the Luxembourg Stock Exchange. Notice of any such termination or appointment and of any changes in the specified offices of the Paying Agents will be given to the holders of Bonds in accordance with Condition 10.

3. Negative Pledge

As long as any of the Bonds shall be outstanding and unpaid, but only up to the time all amounts of principal and interest have been placed at the disposal of the Fiscal Agent, the Bank will not cause or permit to be created on any of its property or assets any mortgage, pledge or other lien or charge as security for any bonds, notes or other evidences of indebtedness heretofore or hereafter issued, assumed or guaranteed by the Bank for money borrowed (other than purchase money mortgages, pledges or liens on property purchased by the Bank as security for all or any part of the purchase price thereof), unless the Bonds shall be secured by such mortgage, pledge or other lien or charge equally and ratably with such other bonds, notes or evidences of indebtedness.

4. Interest

The Bonds bear interest from October 7, 1987 at the rate of 5½% per annum, payable annually in arrear on October 7 (an "Interest Payment Date"), commencing in 1988.

EK 2. Devam

Interest payments will be made, in accordance with the provisions of Condition 6, against surrender of the appropriate Coupons. However, if any Bond becomes due for redemption other than on an Interest Payment Date, interest accrued since the last preceding Interest Payment Date will only be paid against surrender of such Bond for redemption.

Interest on each Bond will cease to accrue from the due date for redemption thereof, provided that should the Bank fail to redeem the Bonds when due, interest shall not cease to accrue on the due date but shall continue to accrue until the actual redemption of the Bonds, but not beyond the fifteenth day after a publication is made by the Fiscal Agent to the effect that the necessary funds for redemption have been provided to the Fiscal Agent.

When interest is required to be calculated for a period other than a full year, such interest shall be calculated on the basis of a 360-day year consisting of 12 months of 30 days each and the number of days elapsed.

5. Redemption and Purchase

Redemption:—

Unless previously purchased and cancelled, the Bonds shall be redeemed by the Bank at their principal amount on October 7, 1992.

Purchases:—

The Bank may at any time purchase Bonds in the market or otherwise at any price. The Bank will be entitled to hold and deal with Bonds so purchased, which may be cancelled at the Bank's discretion.

6. Payments

Payment of principal and interest in respect of the Bonds will be made in Japanese yen at the specified office of any Paying Agent or at the offices of any other agency or agencies appointed by the Bank for such purposes, by transfer to a yen account (if to a non-resident of Japan, to a non-resident yen account) with, or by a yen check drawn on, a bank (in the case of payment to a non-resident of Japan, an authorized foreign exchange bank) in Tokyo, Japan, subject nevertheless in each case to the applicable laws and regulations of the relevant country.

If any date for payment in respect of any Bond or Coupon is not a day on which banks are open for business and foreign exchange dealings in the place where it is presented for payment (a "business day"), the holder shall not be entitled to payment until the next following business day in such place or places or to any interest or other sum in respect of such delay.

Bonds should be presented and surrendered for redemption together with all unmatured Coupons appertaining thereto, if any, failing which the face amount of any missing unmatured Coupon will be deducted from the sum due for payment. An amount of principal so deducted shall be paid in the manner mentioned above against surrender of the relevant missing Coupon during the period of 10 years next following the due date for payment of such principal (whether or not such Coupon would have become unenforceable pursuant to Condition 7).

7. Prescription

Bonds and Coupons shall become unenforceable unless presented for payment within a period of 10 years and 5 years respectively from the due date therefor.

8. Repayment in Event of Default

If the Bank shall default in the payment of the principal of, or interest on, or in the performance of any covenant in respect of a purchase fund or sinking fund in, any bonds (including the Bonds), notes or similar present or future obligations which have been issued, assumed or guaranteed by the Bank, or in the performance of any other obligation arising from the negative pledge clause described in Condition 3, and such default shall continue for a period of 90 days, then at any time thereafter and during the continuance of such default the holder of any of the Bonds may deliver or cause to be delivered to the Bank at its principal office in the City of Washington, District of Columbia 20433, United States of America, written notice that such holder elects to declare the principal of all Bonds held by it (the serial numbers of which shall be set forth in such notice) to be due and payable, and on the thirtieth day after such notice shall be so delivered to the Bank the principal of such Bonds shall become due and payable, unless prior to that time all such defaults theretofore existing shall have been cured.

EK 2. Devam

9. Replacement of Bonds and Coupons

If any Bond or Coupon is mutilated, defaced, lost, stolen or destroyed, it may be replaced at the specified office of the Fiscal Agent on payment by the claimant of such costs as may be incurred in connection therewith and on such terms as to evidence and indemnity as the Bank and the Fiscal Agent may require. Mutilated or defaced Bonds and Coupons must be surrendered before replacements will be issued. All expenses associated with procuring such indemnity and with the preparation and delivery of a new Bond or Coupon shall be borne by the owner of the mutilated, defaced, lost, stolen or destroyed Bond or Coupon.

10. Notices

All notices regarding the Bonds shall be published (i) in a leading daily newspaper printed in the English language and of general circulation in London and (ii) so long as the Bonds are listed on the Luxembourg Stock Exchange, in a leading daily newspaper of general circulation in Luxembourg. It is expected that such notices will normally be published in the *Financial Times* in London and the *Luxemburger Wort* in Luxembourg. Such notices shall be deemed to have been given on the date of such publication or, if published more than once or on different dates, on the first date on which publication shall have been made in the newspaper or newspapers in which publication is required.

11. Title to Bonds and Coupons

Title to Bonds and Coupons shall pass by delivery. The Bank and the Paying Agents shall be entitled to treat the holder of any Bond or Coupon as the absolute owner thereof (whether or not such Bond or Coupon shall be overdue and notwithstanding any writing thereon or any notice of ownership, trust or other interest therein or any notice of previous loss or theft thereof) for the purpose of making payments and for all other purposes.

12. Governing Law

The Bonds and the Coupons will be governed by, and construed in accordance with, Luxembourg law. Any action based on the Bonds may be instituted by the holder of any Bond in any competent court in Luxembourg, the United States District Court for the District of Columbia, United States of America or in any other jurisdiction where the Bank may hereafter have its principal office. The Bank hereby irrevocably appoints The Industrial Bank of Japan (Luxembourg) S.A. as its agent in Luxembourg for service of process in any action relating to the Bonds.

EK 2. Devam

PRINCIPAL INFORMATION REGARDING THE BANK

Except as otherwise indicated, all numerical data are as of June 30, 1987

The Bank is an international organization, the principal purpose of which is to promote the economic development of its member countries, primarily by providing loans and related technical assistance for specific projects and for programs of economic reform in developing member countries. The Bank was established and has been operating since 1946 under Articles of Agreement signed by the governments of its member countries. The Bank's capital stock is owned by its 151 member countries.

Assets

The Bank's principal asset is its portfolio of loans, made to support economic development in member countries, which is diversified by country and sector. All loans are either guaranteed by or made directly to a member country, with the exception of loans made to the International Finance Corporation (IFC), a legally separate institution affiliated with the Bank through largely common ownership. No loans are made which, in the Bank's opinion, cannot be justified on economic grounds or which would be for countries not deemed creditworthy. The creditworthiness of all borrowers is kept under continuous review. Since July of 1982, all loans (other than those to IFC) have been made at variable interest rates, the rate applicable from July 1 through December 31, 1987 being 7.76%. Loans negotiated prior to July of 1982 were made at fixed rates.

Under the Articles, the total amount outstanding of callable guarantees, participations in loans and direct loans made by the Bank may not be increased when such increase would cause such total to exceed 100% of the sum of the Bank's subscribed capital, reserves and surplus. At June 30, 1987, such percentage was 84.35%.

The Bank does not reschedule interest or principal payments on its loans or participate in debt rescheduling agreements. At June 30, 1987, loans made to or guaranteed by four member countries, with an aggregate principal balance outstanding of \$842.6 million, of which \$71.2 million was overdue, were in non-accrual status. In addition, at such date, the Bank's accumulated provisions for loan losses (relating to loans made to or guaranteed by Nicaragua) was \$85.3 million.

The Bank's other major asset is its liquid investments. The Bank has a policy of maintaining substantial levels of liquidity in order to assure flexibility in its borrowing decisions. The Bank's liquidity (\$18.9 billion) is equivalent to approximately 24% of its outstanding borrowing and approximately 50% of its next three years estimated net cash requirements. The Bank's liquid assets are authorized to be invested principally in obligations of governments and certain of their agencies and instrumentalities, in futures and options contracts pertaining to certain of such obligations, and in time deposits and other unconditional obligations of banks and financial institutions.

Liabilities, Capital and Reserves, and Profitability

The Bank's total borrowings (\$79.4 billion) are denominated in 22 currencies or currency units. The Bank has borrowed in all of the world's major capital markets and diversified its borrowings by currency, country, source and maturity to provide maximum flexibility in funding.

The authorized capital of the Bank consists of 786,500 shares, equal to \$94.9 billion. Of the Bank's subscribed capital (\$85.2 billion), approximately 8.5% (\$7.3 billion) has been paid in, of which \$5.4 billion is available for lending. Members are obligated on the uncalled portion of their capital subscriptions (\$78.0 billion), which may only be called to meet obligations of the Bank for money borrowed or on any guarantees; it may not be used for making loans. The callable capital of the 17 industrialized member countries which are also members of the Development Assistance Committee of the OECD was \$47.5 billion (60% of borrowings outstanding).

Total paid-in capital available for lending operations plus reserves and accumulated net income — unallocated (\$13.0 billion) results in a debt/equity ratio of 6.1 to 1. The ratio of the Bank's outstanding loans to such capital reserves and income is 5.8 to 1.

In compliance with its Articles, the Bank avoids exchange risks by matching its liabilities in various currencies with assets in those same currencies.

The Bank has earned profits in every year since 1947.

EK 2. Devam

Summary of Balance Sheets

June 30, 1987 and 1986

(\$000's)

	June 30, 1987	June 30, 1986*
Assets		
Due from banks	656,806	485,149
Investments	18,774,241	20,899,445
Cash collateral invested	3,299,783	995,512
Non-negotiable, non-interest-bearing demand obligations on account of subscribed capital	1,322,564	1,489,571
Amounts required to maintain value of currency holdings	1,151,694	1,130,730
Receivable from investment securities sold	3,467,589	457,649
Accrued income on loans	2,148,638	1,675,466
Accrued interest on investments	249,887	252,356
Loans outstanding	75,791,649	61,063,537
Other assets	1,362,050	1,615,257
Total	108,224,901	90,064,672
Liabilities, Capital and Reserves		
Liabilities		
Short-term borrowings	4,498,050	3,948,102
Medium- and long-term borrowings	74,921,815	65,846,654
Payable for cash collateral received	3,299,783	995,512
Amounts required to maintain value of currency holdings	527,256	272,465
Accrued charges on borrowings	2,423,269	2,165,860
Payable for investment securities purchased	3,660,462	1,350,068
Net payable from currency swaps	2,379,452	1,130,839
Due to International Development Association and Special Facility for Sub-Saharan Africa	870,108	674,920
Accounts payable and other liabilities	546,814	325,446
Accumulated provisions for loan losses (1)	85,331	37,200
Capital and Reserves		
Capital stock (2)		
Authorized capital (786,500 shares - 1987 and 1986)		
Subscribed capital (706,516 shares - 1987, 658,364 shares - 1986)	85,230,558	79,421,741
Less - Uncalled portions of subscriptions	77,958,175	72,571,463
	7,272,383	6,850,278
Payments on account of pending subscriptions	50,532	34,954
Special reserve	292,538	292,538
General reserve		
Accumulated net income	6,683,171	5,720,414
Cumulative translation adjustments	(398,993)	(824,035)
	6,284,178	4,896,379
Accumulated net income - unallocated	1,112,930	1,243,457
Total	108,224,901	90,064,672

* Reclassified for comparative purposes

(1) Loans made to or guaranteed by Nicaragua

(2) Pursuant to a formal interpretation of the Articles of Agreement of the Bank by the Executive Directors of the Bank, the figures with regard to capital stock in the above are based on the Special Drawing Right (SDR) of the International Monetary Fund as the SDR was valued in terms of U.S. dollars immediately prior to July 1, 1974, such value being equal to \$1,206.35 for one SDR (the 1974 SDR).

EK 2. Devam

Summary Statement of Income for the Fiscal Years ended June 30, 1987 and 1986
(\$000's)

	June 30, 1987	June 30, 1986*
Total income	7,689,308	6,813,495
Expenses		
Interest on borrowings, amortization of issuance costs and other borrowing costs	6,047,023	5,102,223
Administrative expenses	434,805	384,555
Provision for loan losses ¹	41,000	37,200
Other expenses	4,894	3,335
Total Expenses	6,527,722	5,527,313
Operating income	1,161,586	1,286,182
Contributions to special programs	48,656	42,725
Net Income	1,112,930	1,243,457

* Reclassified for comparative purposes.
(1) Loans made to or guaranteed by Nicaragua.

USE OF PROCEEDS

The net proceeds to the Bank from the sale of the Bonds will be used in the general operations of the Bank.

SUBSCRIPTION AND SALE

The Bank entered into an agreement (the "Subscription Agreement") on September 14, 1987 whereby, subject to the satisfaction of certain conditions, Nomura International Limited and the other managers named on the cover page of this Information Memorandum (together the "Managers") have severally and jointly agreed with the Bank to subscribe and pay for, or, on behalf of the Bank, procure the subscription and payment for, the Bonds at 101% of their principal amount less a selling concession of 1% of their principal amount. The Bank will pay to the Managers a combined management and underwriting commission of 1/2% of the principal amount of the Bonds. In addition, the Bank has agreed to reimburse the Managers for certain of their expenses in connection with the issue of the Bonds. In certain circumstances the Managers or the Bank will be entitled to terminate the Subscription Agreement prior to payment to the Bank.

The Managers have agreed in connection with the offer, sale and distribution of the Bonds that it will subscribe or purchase Bonds on terms that within 90 days after the closing date it will not directly or indirectly offer or sell any of the Bonds (1) in Japan or to any resident of Japan or (2) to others for re-offering or resale directly or indirectly in Japan or to any resident of Japan.

The Managers have agreed that it will not directly or indirectly offer or sell any Bonds or distribute this Information Memorandum in any jurisdiction, except in accordance with the legal requirements applicable in such jurisdiction.

EK 2. Devam**GENERAL INFORMATION****Delivery**

Until delivery of the definitive Bonds, the whole issue will be represented by a temporary bond without coupons which will be deposited with a common depository for the respective accounts of the Euro-clear System ("Euro-clear") and Cedel S.A. ("Cedel") on or about October 7, 1987. Upon receipt of the temporary bond by the common depository, Euro-clear and Cedel will credit each subscriber with a principal amount of Bonds equal to the principal amount thereof for which it has subscribed and paid. The temporary bond will be exchangeable for definitive Bonds not later than December 7, 1987.

Listing

Application is being made to list the Bonds on the Luxembourg Stock Exchange. Copies of the Articles and the decisions made by the Executive Directors on questions of interpretation of the Articles will be available for inspection by holders of the Bonds at the office of The Industrial Bank of Japan (Luxembourg) S.A. in Luxembourg until maturity of the Bonds. In addition, copies of the then current annual report of the Bank may be obtained by holders of the Bonds at such office during such period.

Tax Status

The Bonds and the interest thereon will not be exempt from taxation generally.

Under the Articles, the Bonds and the interest thereon are not subject to any tax by a member (1) which tax discriminates against the Bonds solely because they are issued by the Bank or (2) if the sole jurisdiction basis for the tax is the place or currency in which the Bonds are issued, made payable or paid, or the location of any office or place of business maintained by the Bank. Also, under the Articles, the Bank is not under any obligation to withhold or pay any tax imposed by any member country on the interest on the Bonds. Accordingly interest due on the Bonds will be paid to the Fiscal Agent without deduction in respect of any such tax.

Japanese Foreign Exchange Controls

The Bank obtained a license with respect to the issue and offering of the Bonds outside Japan from the Minister of Finance of Japan pursuant to the Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law of Japan on September 14, 1987.

Purchase

The Bank may at any time purchase Bonds in the market or otherwise at any price. The Bank will be entitled to hold and deal with Bonds so purchased, which may be cancelled at the Bank's discretion.

EK 2. Devam

FISCAL AGENT AND PRINCIPAL PAYING AGENT

The Bank of Tokyo, Ltd.
 Head Office
 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome
 Chuo-ku, Tokyo
 Paris Office
 4-8 Rue Sainte-Anne
 75001 Paris
 Singapore Office
 16 Raffles Quay #01-06
 Hong Leong Building
 Singapore 0104

ADDITIONAL PAYING AGENTS

The Industrial Bank of Japan, Limited Head Office 3-3, Marunouchi 1-chome Chiyoda-ku, Tokyo Paris Branch Centre d'Affaires "Le Louvre" 2, Place du Palais Royal 75044 Paris Singapore Branch Tower 1301, DBS Building 6 Shenton Way, Singapore 0106	The Industrial Bank of Japan (Luxembourg) S.A. 25 Boulevard Royal Luxembourg The Bank of Tokyo (Luxembourg) S.A. 22-24 Boulevard Royal Luxembourg The Bank of Tokyo (Holland) N.V. Keizersgracht 603 Amsterdam
The Industrial Bank of Japan (Switzerland) Limited Schutzensgasse 4 CH-8023 Zurich The Long-Term Credit Bank of Japan (Schweiz) AG Dreikönigstrasse 21 8002 Zurich	Bank of Tokyo (Switzerland) Ltd. Bahnhofplatz 1 CH-8023 Zurich The Long-Term Credit Bank of Japan, Limited Singapore Branch HEX 32-01, OCBC Centre 65 Chulia Street, Singapore 0104

Morgan Guaranty Trust Company of New York
 Frankfurt Office
 Mainzer Landstrasse 46
 6000 Frankfurt am Main

LEGAL ADVISERS TO THE MANAGERS

As to Japanese law
Hamada & Matsumoto
 Sankyu Building
 6-14, Kasumigaseki 3-chome
 Chiyoda-ku
 Tokyo

As to Luxembourg law
Elvinger, Hoss & Prussen
 15, Côte d'Eich
 Luxembourg

Euro-clear No. 54272

Cedel No. 206113

EK 3. Örnek Basın İlanı (Tombstone)

May 1994
This announcement appears as
a matter of record only



HFC

BANK

guaranteed by

Household International, Inc

£236,000,000

Revolving Credit Facility

arranged by

The First National Bank of Chicago

Lloyds Bank Capital Markets Group

Lead Managers

Commerzbank Aktiengesellschaft
London Branch

The First National Bank of Chicago

Lloyds Bank Plc

Royal Bank of Canada

The Royal Bank of Scotland plc

Managers

ABN AMRO Bank N.V.

The Bank of Nova Scotia

Banque Nationale de Paris p.l.c.

Bayerische Landesbank Girozentrale
London Branch

The Fuji Bank, Limited

The Mitsubishi Trust and Banking Corporation

N M Rothschild & Sons Limited

The Sakura Bank Limited

The Tokai Bank, Limited

Union Bank of Switzerland

Co Managers

Bank of Ireland International Finance Ltd

Brown, Shipley & Co Limited

The Chuo Trust and Banking Company, Limited

Dresdner Bank AG
London Branch

Mellon Bank, N.A.

The Sumitomo Bank, Limited

Yamaichi Bank (U.K.) Plc

Facility Agent

Royal Bank of Canada Europe Limited



FIRST CHICAGO

The First National Bank of Chicago



**Lloyds Bank
Capital Markets
Group**

EK 4. Ülke veya Kuruluşlara Göre Uluslararası Piyasalardan Kullanılan Fonlar

Table F.T-1.a. FUNDS RAISED ON THE INTERNATIONAL MARKETS
(Breakdown by borrowing country/institution)
Tableau F.T-1.a. CAPITAUX LEVÉS SUR LES MARCHÉS INTERNATIONAUX
(Ventilation par pays/organisme emprunteur)

In million US dollars		En millions de dollars des Etats-Unis												
BORROWERS	1995	1996	1996				1997	1997			EMPRUNTEURS			
			Q.1	Q.2	Q.3	Q.4	Q.1	February	March	April				
OECD AREA													ZONE DE L'OCDE	
Australia	11688.9	23185.4	5380.7	6289.2	6326.7	5188.8	6402.3	2223.5	3038.3	768.3			Australie	
Austria	10981.2	10689.5	5590.2	1244.2	1967.8	1887.3	4150.9	1873.4	754.5	449.6			Autriche	
Belgium	10672.1	8480.8	2767.9	2701.9	1842.7	1168.3	2063.2	537.8	928.8	285.4			Belgique	
Canada	22957.3	28078.8	10024.7	6033.4	4947.3	7073.3	10040.2	1747.4	4998.7	1169.7			Canada	
Czech Republic	740.0	1579.4	135.6	659.0	319.7	465.1	150.0	150.0	-	-			République Tchèque	
Denmark	5902.2	6060.3	1124.4	1520.3	1678.5	2537.1	2687.0	725.9	762.9	-			Danemark	
Finland	5649.6	10716.7	4335.9	3449.4	986.4	1995.0	3407.0	735.8	1587.5	222.3			Finlande	
France	36658.6	51684.4	6367.3	23930.9	15154.5	6231.6	10795.9	4584.8	2041.6	3557.1			France	
Germany	88594.0	119369.3	38287.9	24887.3	26555.9	29638.1	53634.5	17064.6	14222.9	13145.5			Allemagne	
Greece	3706.1	6427.5	2706.6	410.0	2188.7	1122.3	558.6	196.6	342.0	191.8			Grèce	
Hungary	3771.2	2076.5	145.0	501.0	805.0	625.5	1212.5	308.5	904.0	200.0			Hongrie	
Iceland	729.5	348.7	209.8	-	67.9	71.0	88.8	88.8	-	60.0			Islande	
Ireland	4893.6	7301.1	5777.6	838.1	100.0	585.3	875.5	-	475.0	-			Irlande	
Italy	26859.1	18880.4	3009.3	7061.7	3029.7	4879.7	4175.3	499.8	3418.9	2062.4			Italie	
Japan	39401.9	44100.0	9939.6	11266.0	12170.1	10724.4	9005.3	3116.2	1149.0	2607.6			Japon	
Korea	14768.0	20410.7	4188.2	5374.5	4508.3	6339.7	4652.7	1613.5	1635.6	2351.6			Corée	
Luxembourg	440.2	1872.4	-	1443.3	363.0	66.1	736.1	-	234.9	-			Luxembourg	
Mexico	6956.6	20831.8	3889.9	4832.9	9808.1	2301.0	4173.3	1493.9	744.1	2043.0			Mexique	
Netherlands	22147.9	38920.1	9828.7	10624.5	7571.0	10895.9	10531.4	2433.1	4895.9	2124.5			Pays-Bas	
New Zealand	1631.0	1064.6	284.3	530.3	150.0	100.0	628.0	114.1	514.0	551.8			Nouvelle-Zélande	
Norway	5649.6	10219.0	2141.0	3237.3	1835.7	3005.0	2089.4	742.1	829.1	588.6			Norvège	
Poland	548.5	525.5	-	150.0	195.5	180.0	195.0	145.0	50.0	150.0			Pologne	
Portugal	4961.6	4250.2	1016.0	1748.4	136.0	1349.9	779.0	-	531.9	182.3			Portugal	
Spain	17751.9	10819.8	1845.2	1874.6	3436.2	3663.8	1390.0	-	929.3	268.0			Espagne	
Sweden	36951.2	40816.8	11180.7	9741.7	9934.7	10025.7	7441.2	2407.7	1561.4	596.9			Suède	
Switzerland	6695.3	7916.1	2164.4	798.2	2150.7	2002.7	2429.2	893.5	820.1	4504.3			Suisse	
Turkey	3928.7	3918.6	589.6	1783.2	493.4	1052.1	1359.0	325.1	665.1	225.0			Turquie	
United Kingdom	66558.5	93447.1	20377.9	22152.7	28644.0	22272.5	35072.0	8557.8	15807.0	6988.3			Royaume-Uni	
United States	265572.3	298702.2	66109.7	85599.1	64170.3	82623.2	81569.0	36467.9	22669.8	27111.9			Etats-Unis	
Council of Europe	1400.5	2371.8	560.5	864.9	294.2	652.1	1032.8	597.0	49.6	58.4			Conseil de l'Europe	

In million US dollars

[illegible]

EK 4. Devam

Table ET-1.a. FUNDS RAISED ON THE INTERNATIONAL MARKETS
 (Breakdown by borrowing country/institution)
 Tableau ET-1.a. CAPITAUX LEVÉS SUR LES MARCHÉS INTERNATIONAUX
 (Ventilation par pays/organisme emprunteur)

In million US dollars										En millions de dollars des États-Unis			
BORROWERS	1995	1996	1996				1997	1997					EMPRUNTEURS
			Q 1	Q 2	Q 3	Q 4		Q 1	February	March	April		
Lebanon	350.0	460.0	-	160.0	100.0	200.0	50.0	-	50.0	125.0	-	-	Liban
Lithuania	60.0	125.0	-	-	125.0	-	75.0	-	75.0	-	-	-	Lituanie
Malaysia	3205.2	3346.3	300.0	666.3	-	2380.0	1143.3	516.3	97.0	1011.0	-	-	Malaisie
Malta	40.0	195.4	50.0	15.0	130.4	-	-	-	-	-	-	-	Malte
Mauritius	150.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Ile Maurice
Morocco	25.0	431.6	-	-	398.6	33.0	45.8	-	-	-	-	-	Maroc
Oman	-	400.0	-	-	-	400.0	225.0	-	225.0	-	-	-	Oman
Pakistan	691.8	554.8	-	431.8	23.0	100.0	205.5	265.5	-	-	-	-	Pakistan
Panama	150.0	28.0	-	-	-	28.0	500.0	500.0	-	-	-	-	Panama
Papua New Guinea	300.0	-	-	-	-	-	100.0	-	100.0	-	-	-	Papouasie-Nouv.-Gu.
Peru	50.0	75.0	-	-	-	75.0	70.0	70.0	-	600.0	-	-	Pérou
Philippines	1272.1	3779.2	147.0	944.7	1589.4	1098.0	1014.3	563.0	355.3	210.0	-	-	Philippines
Qatar	300.0	2020.0	-	-	250.0	1770.0	250.0	250.0	-	-	-	-	Qatar
Romania	158.2	1265.4	-	796.0	204.4	175.0	221.2	221.2	-	-	-	-	Roumanie
Russian Federation	884.7	1160.0	75.0	-	-	1085.0	1274.0	80.0	1194.0	2700.0	-	-	Fédération de Russie
Saudi Arabia	825.0	-	-	-	-	-	1155.0	-	1155.0	375.0	-	-	Arabie Saoudite
Singapore	1037.5	773.0	248.0	350.0	25.0	150.0	-	-	-	250.0	-	-	Singapour
Slovak Republic	427.4	980.4	125.0	-	200.6	654.8	483.5	100.0	163.5	-	-	-	République Slovaque
Slovenia	226.1	596.6	94.0	48.9	325.0	128.6	54.9	-	-	-	-	-	Slovenie
South Africa	3154.9	3787.9	251.1	1992.2	851.4	673.2	975.0	510.0	415.0	33.7	-	-	Afrique du Sud
Sri Lanka	-	-	-	-	-	-	50.0	-	50.0	-	-	-	Sri Lanka
Thailand	6633.8	7417.5	1925.3	1696.0	2349.9	1446.3	1029.0	80.8	331.2	1005.0	-	-	Thaïlande
Trinidad & Tobago	71.0	150.0	-	-	-	150.0	-	-	-	-	-	-	Trinité-et-Tobago
Tunisia	553.4	284.7	-	-	284.7	-	-	-	-	-	-	-	Tunisie
United Arab Emirates	250.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Émirats arabes unis
Uruguay	206.4	100.0	-	-	100.0	-	100.0	-	-	78.7	-	-	Uruguay
Venezuela	345.9	616.2	20.0	90.0	431.2	75.0	200.0	-	-	-	-	-	Venezuela
Viet Nam Dem. Rep.	194.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Rép. Dém. du Viêt-Nam
Zambia	50.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Zambie
Unallocated	4153.8	4578.4	232.8	844.4	1365.4	2135.7	1019.8	575.0	444.8	11.6	-	-	Non-spécifiées
Sub-total	65762.0	99431.6	17813.4	24188.2	24749.8	32680.2	34178.9	10726.2	13423.6	11572.7	-	-	Sous-total

EK 4. Devam

Table E.T-I.a. FUNDS RAISED ON THE INTERNATIONAL MARKETS
(Breakdown by borrowing country/institution)
 Tableau E.T-I.a. CAPITAUX LEVES SUR LES MARCHES INTERNATIONAUX
(Ventilation par pays/organisme emprunteur)

In million US dollars						En millions de dollars des Etats-Unis					
BORROWERS	1995	1996	1996				1997	1997			EMPRUNTEURS
			Q.1	Q.2	Q.3	Q.4	Q.1	February	March	April	
INTERNATIONAL DEVELOP.						INSTITUTIONS INTERN.					
INSTITUTIONS						DE DEVELOPPEMENT					
AIDB	613.0	387.4	-	-	387.4	-	111.0	22.3	88.7	196.7	BAID
AsDB	1380.2	243.1	243.1	-	-	-	-	-	-	-	BAiSD
EBRD	1121.1	3027.3	1916.6	54.5	603.6	452.6	1596.7	360.9	573.1	106.3	BERD
IBRD	8595.2	14568.2	1731.9	4165.2	3680.1	4991.0	2648.7	825.3	1337.9	1338.6	BiRD
IDB	2626.3	4201.5	1517.9	426.4	1752.3	504.9	1610.2	241.6	1000.0	-	BiD
IFC	3338.5	2437.4	392.2	1096.8	567.2	381.1	1645.7	162.6	464.4	158.3	SFI
Sub-total	17674.3	24864.8	5801.6	5742.9	6990.6	6329.7	7612.3	1612.7	3464.1	1799.8	Sous-total
TOTAL	841262.6	1058507.4	253954.6	280421.3	251635.9	272495.6	319860.2	105425.0	106686.7	90039.5	TOTAL

EK 5. Ülke veya Kuruluşlara Göre Euro ve Yabancı Sendikasyon Kredileri

Table L.E-I.a. SYNDICATED EURO-LOANS
(Breakdown by borrowing country/institution)
Tableau L.E-I.a. EURO-CREDITS CONSORTIAUX
(Ventilation par pays/organisme emprunteur)

In million US dollars		En millions de dollars des Etats-Unis									
BORROWERS	1995	1996	1996				1997	1997			EMPRUNTEURS
			Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	Q 1	February	March	April	
OECD AREA											ZONE DE L'OCDE
Australia	1169.2	3180.0	17.0	941.9	1623.9	597.2	-	-	-	-	Australie
Austria	42.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Autriche
Belgium	955.7	960.8	100.0	205.0	655.7	-	-	-	-	-	Belgique
Canada	7656.3	6000.0	3000.0	1500.0	600.0	900.0	3065.5	60.0	3005.5	-	Canada
Czech Republic	740.0	1036.9	135.6	409.0	75.4	416.9	150.0	150.0	-	-	Republique Tchèque
Denmark	1967.4	1668.8	100.0	-	-	1568.8	797.1	600.0	-	-	Danemark
Finland	2024.1	4305.5	1325.2	2088.2	392.3	499.7	1359.9	-	1359.9	-	Finlande
France	11772.0	16821.4	695.1	13718.5	2249.7	158.0	1412.8	-	212.8	282.8	France
Germany	15148.5	7892.4	3197.9	1582.0	2005.6	1027.3	1631.8	-	716.4	-	Allemagne
Greece	901.0	2098.8	389.3	410.0	914.5	305.0	438.6	76.6	342.0	191.8	Grèce
Hungary	451.3	1750.5	145.0	175.0	805.0	625.5	672.0	172.0	500.0	200.0	Hongrie
Iceland	527.7	71.0	-	-	-	71.0	-	-	-	60.0	Islande
Ireland	2567.0	1176.6	1176.6	-	-	-	-	-	-	-	Irlande
Italy	13245.7	4788.5	575.8	605.5	1538.9	1870.3	950.0	352.4	597.6	233.8	Italie
Japan	612.5	1766.6	-	-	-	1766.6	-	-	-	-	Japon
Korea	5480.0	6007.4	1348.1	2073.1	770.3	1815.9	1098.3	487.8	451.5	1032.2	Corée
Luxembourg	-	1459.8	-	1309.8	150.0	-	-	-	-	-	Luxembourg
Mexico	758.0	595.0	-	-	75.0	520.0	140.0	140.0	-	330.0	Mexique
Netherlands	2326.9	12721.4	2300.0	3376.3	2905.9	4139.2	2600.0	-	2600.0	250.0	Pays-Bas
New Zealand	1072.0	100.0	100.0	-	-	-	-	-	-	-	Nouvelle Zélande
Norway	3873.1	5661.6	843.3	2610.0	569.8	1638.5	598.7	298.7	300.0	98.3	Norvège
Poland	48.5	25.8	-	-	25.8	-	145.0	145.0	-	-	Pologne
Portugal	2621.2	904.7	-	222.0	32.8	649.9	-	-	-	-	Portugal
Spain	8622.8	1623.9	125.5	412.4	210.0	876.0	170.0	-	70.0	-	Espagne
Sweden	15399.3	18051.0	3452.0	4145.6	4000.0	6453.4	583.5	133.4	450.1	-	Suède
Switzerland	243.7	1526.6	225.0	-	322.9	978.7	785.1	406.5	358.5	2918.4	Suisse
Turkey	1091.0	1047.5	160.0	289.7	32.8	165.0	728.8	-	665.1	225.0	Turquie
United Kingdom	39781.3	39314.7	5646.9	12518.0	14701.6	6448.3	18401.8	4368.5	10465.8	3028.6	Royaume-Uni
United States	191124.4	167319.3	38251.1	40942.5	34393.3	47732.5	40075.0	25000.0	8300.0	15200.0	Etats-Unis
OECD unallocated	1492.2	1541.2	329.0	375.0	837.2	-	-	-	-	-	OCDE non-spécifiées
Sub-total	334514.8	311418.2	63638.6	96109.5	69966.3	81703.7	75783.8	32390.9	30395.3	24051.0	Sous-total

EK 5. Devam

Table L.F.1.a. SYNDICATED EURO-LOANS
(Breakdown by borrowing country/institution)
Tableau L.F.1.a. EURO-CREDITS CONSORTIAUX
(Ventilation par pays/organisme emprunteur)

In million US dollars		(Ventilation par pays/organisme emprunteur)										En millions de dollars des Etats-Unis	
BORROWERS	1995	1996	1996				1997	1997			EMPRUNTEURS		
			Q 1	Q 2	Q 3	Q 4		Q 1	February	March		April	
NON OECD												HORS-OCDE	
Angola	124.0	310.0	310.0	-	-	-	-	-	-	-	-	Angola	-
Argentina	1513.0	730.0	150.0	230.0	150.0	200.0	380.0	180.0	50.0	-	-	Argentine	-
Bahrain	948.0	670.0	245.0	425.0	-	-	38.0	38.0	-	-	-	Bahrein	-
Bermuda	-	229.0	229.0	-	-	-	-	-	-	-	184.0	Bermudes	-
Brazil	351.0	170.0	-	95.0	-	75.0	171.0	171.0	-	-	143.0	Brésil	-
Chile	709.0	1758.0	682.0	124.0	762.0	190.0	815.0	-	500.0	-	-	Chili	-
China	4266.1	3626.8	395.1	588.0	1652.6	991.1	1096.0	263.0	613.0	209.1	-	Chine	-
Chinese Taipei	1300.1	609.5	280.0	133.5	61.0	135.0	132.5	50.0	22.5	-	-	Taipei chinois	-
Colombia	802.0	957.0	60.0	-	-	897.0	490.0	100.0	390.0	-	-	Colombie	-
Croatia	-	241.4	109.2	-	-	132.2	-	-	-	-	-	Croatie	-
Cyprus	-	50.0	-	-	50.0	-	-	-	-	-	-	Chypre	-
Egypt	58.0	-	-	-	-	-	-	-	-	200.0	-	Egypte	-
Estonia	-	25.0	-	25.0	-	-	59.7	-	59.7	-	-	Estonie	-
Ghana	195.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Ghana	-
Hong Kong	1000.4	2636.1	365.3	415.0	1191.1	664.7	1708.0	250.0	1423.0	30.0	-	Hong-Kong	-
India	1312.6	2076.3	213.0	692.0	599.1	572.2	734.6	567.6	90.0	-	-	Inde	-
Indonesia	6386.4	7124.3	1599.0	1908.0	2684.8	972.5	2934.1	1042.0	1353.5	590.0	-	Indonésie	-
Israel	150.0	500.0	100.0	170.0	-	230.0	300.0	-	300.0	-	-	Israël	-
Kazakhstan	-	-	-	-	-	-	50.0	50.0	-	-	-	Kazakhstan	-
Kyrgyz Republic	140.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	République Kirghize	-
Lithuania	-	75.0	-	-	75.0	-	-	-	-	-	-	Lituanie	-
Malaysia	1072.9	760.0	150.0	230.0	-	380.0	627.0	-	97.0	15.0	-	Malaisie	-
Malta	40.0	195.4	50.0	15.0	130.4	-	-	-	-	-	-	Malte	-
Morocco	25.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Maroc	-
Oman	-	400.0	-	-	-	400.0	-	-	-	-	-	Oman	-
Pakistan	691.8	404.8	-	281.8	23.0	100.0	115.5	115.5	-	-	-	Pakistan	-
Panama	150.0	28.0	-	-	-	28.0	-	-	-	-	-	Panama	-
Papua New Guinea	300.0	-	-	-	-	-	100.0	-	100.0	-	-	Papouasie-Nouv.-Gui.	-
Peru	-	75.0	-	-	-	75.0	70.0	70.0	-	600.0	-	Pérou	-
Philippines	100.0	369.7	62.0	69.7	-	238.0	67.0	-	67.0	110.0	-	Philippines	-
Qatar	300.0	820.0	-	-	250.0	570.0	250.0	250.0	-	-	-	Qatar	-
Romania	158.2	290.0	-	90.0	25.0	175.0	-	-	-	-	-	Roumanie	-
Russian Federation	884.7	85.0	-	-	-	85.0	80.0	80.0	-	2500.0	-	Fédération de Russie	-

EK 5. Devam

Table L.E-I.a. SYNDICATED EURO-LOANS
(Breakdown by borrowing country/institution)
Tableau L.E-I.a. EURO-CREDITS CONSORTIAUX
(Ventilation par pays/organisme emprunteur)

In million US dollars											En millions de dollars des Etats-Unis			
BORROWERS	1995	1996	1996				1997	1997			EMPRUNTEURS			
			Q. 1	Q. 2	Q. 3	Q. 4		Q. 1	February	March		April		
Saudi Arabia	825.0	-	-	-	-	-	1155.0	-	1155.0	375.0	Arabie Saoudite			
Singapore	1037.5	383.0	248.0	110.0	25.0	-	-	-	-	250.0	Singapour			
Slovak Republic	363.3	706.4	125.0	-	200.6	374.8	483.5	100.9	163.5	-	Republique Slovaque			
Slovenia	226.1	271.6	94.0	48.9	-	128.6	54.9	-	-	-	Slovenie			
South Africa	1796.8	2797.7	100.0	1849.0	475.5	373.2	975.0	510.0	415.0	-	Afrique du Sud			
Thailand	5196.8	2452.6	490.9	1014.7	734.9	208.0	332.5	80.8	234.7	405.0	Thailande			
Tunisia	-	150.0	-	-	150.0	-	-	-	-	-	Tunisie			
United Arab Emirates	250.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Emirats arabes unis			
Viet Nam Dem. Rep.	194.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Rep. Dem. du Viet-Nam			
Zambia	50.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Zambie			
Unallocated	2154.8	1150.0	-	400.0	650.0	100.0	-	-	-	-	Non-spécifiées			
Sub-total	35072.4	33121.5	6057.6	8878.6	9089.9	8295.4	13219.3	3918.0	7030.9	5611.1	Sous-total			
TOTAL	369587.2	344539.6	69696.2	104998.2	79856.2	89999.1	89003.1	36308.9	37429.1	29662.1	TOTAL			

Table L.E-I.a. SYNDICATED FOREIGN LOANS
(Breakdown by borrowing country/institution)
Tableau L.E-I.a. CREDITS ETRANGERS SYNDIQUES
(Ventilation par pays/organisme emprunteur)

Financement par pays (organisme emprunteur)

En millions de dollars des États-Unis

1995	1996	1996				1997	1997			EMPRUNTEURS
		Q 1	Q 2	Q 3	Q 4	Q 1	February	March	April	
ZONE DE L'OCDE										
255.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Canada
-	39.9	-	-	39.9	-	-	-	-	-	Danemark
25.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Finlande
-	17.6	-	-	-	17.6	-	-	-	-	Grèce
30.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Luxembourg
-	38.2	-	-	38.2	-	-	-	-	-	Portugal
-	232.0	-	62.4	229.6	-	-	-	-	-	Espagne
63.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Royaume-Uni
375.4	387.6	-	62.4	307.7	17.6	-	-	-	-	Sous-total
HCRS-OCDE										
-	9.9	-	9.9	-	-	-	-	-	-	Chine
135.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Taipei chinois
-	33.3	33.3	-	-	-	-	-	-	-	Croatie
24.7	-	-	-	-	-	50.0	50.0	-	-	Inde
-	152.7	-	152.7	-	-	-	-	-	-	Malaisie
-	35.3	28.1	57.3	-	-	-	-	-	-	Thaïlande
220.2	231.3	61.9	212.9	-	-	50.0	50.0	-	-	Sous-total
595.6	669.4	61.9	282.3	307.7	17.6	50.0	50.0	-	-	TOTAL

ÖZGEÇMİŞ

Adı ve Soyadı : İsmail KINALI

Doğum tarihi : 26.06.1973

Doğum yeri : İstanbul

Eğitim

Lise	1984-1990	Yalova Lisesi
Lisans	1990-1994	Y.T.Ü. Makina Fakültesi Gemi İnş. Mühendisliği Bölümü
Hazırlık Sınıfı	1994-1995	Y.T.Ü. Yüksek Lisans Öncesi İngilizce Hazırlık Programı
Yüksek Lisans	1995-1998	Y.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü Gemi İnşaatı Anabilim Dalı (Devam ediyor.)

Çalıştığı kurum

Tuzla Tersanesi içindeki projelerde aralıklı olarak toplam 1 yıl

TC YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ