



Özlem KILDİR

Sabancı Üniversitesi Enerji Teknolojileri ve Yönetimi "Enerji Finansmanı" Eğitmeni
Profinstance© Proje Finansmanı Danışmanlık & Eğitim

Yapilandırmada Yeni Bir Dönem!

**"Proje finansmanı kredilerindeki
yeniden yapılandırma sürecine
yol açan ana etkiler;**

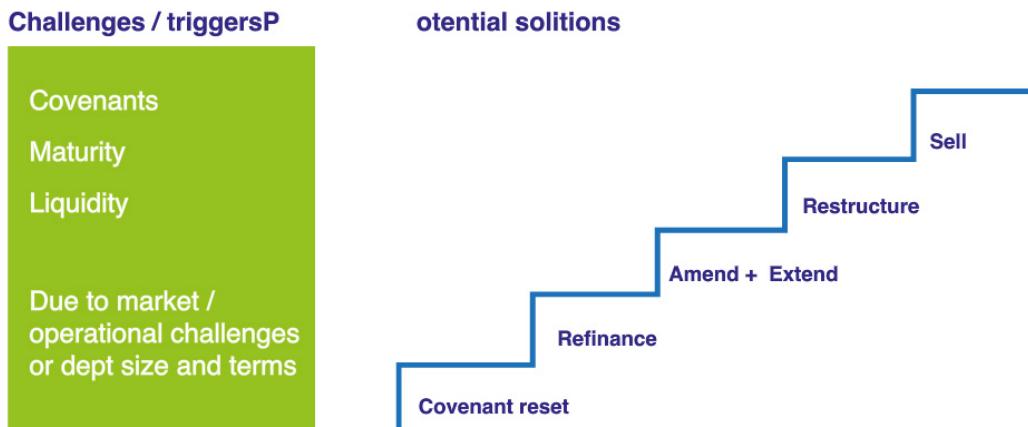
**Kur, faiz ve enflasyon
kaynaklı finansal riskler,
nakit akış kaynaklı likidite
riskleri, satış ve fiyat riskleri
ve söz konusu alanlardaki
risk primi değişimleridir."**

Proje finansmanı işlemlerinde, finansman yapılarının uzun vadeli, proje gelirlerinin tahminine ve teknik analizlerin çalışma öngörülerine bağlı olmaları nedeniyle, sektörel ve makroekonomik gelişmelerin etkisi ile yeniden yapılandırma ihtiyacı oluşmaktadır. Proje finansmanı kredilerinde yeniden yapılandırma ihtiyacı karşılaşılan finansal

sıkıntı paralelinde proje dönemlerinin tümünde ortaya çıkabilir. Bununla birlikte, 2018 yılı TÜREK Yuvarlak Masa toplantılarında da ele aldığımız çerçevede işletme dönemi nakit sıkışıklığından kaynaklı yeniden yapılandırma esasları yazımız kapsamında ele alınmıştır.

Dünya genelinde, proje finansmanı kredilerinde, 2008 Lehman krizi sonrasında en önemli yeniden yapılandırma sistemi işletilmiştir. Türkiye'ye baktığımızda da son dönemde proje finansmanı kredi tutarlarını oluşturan EUR ve USD kurlarının Türk Lirası karşısında değeri, kredi risk primlerindeki ve volatilitedeki artış, satış gelirlerinin ana faktörü olan enerji satış fiyatlarındaki seviye, enerji üretim tesislerinin arz ve talebe duyarlı oluşan kapasite oranları neticesinde Türkiye enerji sektörü genelindeki yeniden yapılandırma çalışmaları giderek artmaktadır. 2018 yılının ilk yarısı itibarıyle bankacılık sektöründeki Sorunlu Krediler (Non-Performing Loans - NPL) içerisinde enerji sektörü kredi payı da %2.32 düzeyine çıkmıştır. YEKDEM mekanizmasına, tabii yenilenebilir enerji üretim santrallerine tahsis edilen proje finansmanı kredilerinin YEKDEM fiyatının kur cinsi ve seviyesinin ilgili kredilere geri ödeme stabilitesi yaratmış olmasından hareketle, hali hazırda yeniden yapılandırma ihtiyacı oluşmamaktadır. 2018 yılı TÜREK toplantıları kapsamındaki "Enerji Finansmanı" oturumunda da özellikle YEKDEM'e bağlı rüzgar santrallerinin bu anlamda yapılandırma ihtiyacı taşımadığı banka yetkililerince vurgulanmış olup, ayrı oturum tartışmalarında yeniden yapılandırma konusuna daha çok santrallere sağlanacak verimlilik artıları, operasyonel etkinlik, YEKDEM mekanizmasının devam stratejisi çerçevesinde yaklaşılmıştır. Diğer taraftan sektör genelindeki yeniden yapılandırma çalışmaları, Türkiye piyasasındaki geçici makroekonomik ve sektörel dinamik değişimlerinin sonucunda oluşan dönemi aşmak için yürütülmektedir. Bu etkilerden hareketle 1998 ve 2002 arasında İngiltere elektrik piyasasında yaşanan, elektrik fiyatı değişimi kaynaklı, üst seviye yeniden yapılandırma çalışmaları 2017'den itibaren Türkiye piyasasında oluşan durum ile de paralellikler taşımaktadır.

Proje finansmanı kredilerindeki yeniden yapılandırma sürecine yol açan ana etkiler; kur, faiz ve enflasyon kaynaklı finansal riskler, nakit



Sekil 1: Kredi Yeniden Yapılandırmasının Nedenleri ve Sonuçları

akış kaynaklı likidite riskleri, satış ve fiyat riskleri ve söz konusu alanlardaki risk primi değişimleridir. Sermaye birikiminin oluşturulmamış olması, finansal borçluğun yüksek olması ve finansal yönetim konusunda zaafların yaşanması durumu da; şirket tarafında finansal darboğazın yönetilememesine yol açmaktadır. Yeniden yapılandırma proje finansmanı işlemleri, finansal darboğaz (financial distress) ile karşılaşlığında bir çözüm olarak oluşmakta ve yapılandırmada esas amacın projenin finansal yükümlülükleri ile gerçek performansını eşleştirmek olduğu unutulmamalıdır. Finansal darboğaz, bir şirketin kreditörlerle karşı olan finansal yükümlülüklerini gerçekleştirilememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Finansal darboğaz bu anlamda; bir projenin yüksek sabit maliyetleri, likit olmayan varlıklar, ekonomik değişimlere oldukça duyarlı giderlerinin artması noktasında projenin nakit akışının negatif dönmesi, net bugünkü değerinin sıfırın altına düşmesi sonucu oluşmaktadır. Diğer taraftan yeniden yapılandırma sadece finansal bir boyuttan düşünülmemeli, proje varlıkları, işletme yöntemleri ve yönetim iyileştirmeleri de yeniden yapılandımanın sağlanabileceği diğer boyutlardır.

Yeniden yapılandımanın, proje ve proje kredisinin sürdürülebilirliği açısından, tüm taraflar için projenin tasfiyesi, iflas prosedürü vb. çözümlere göre daha sağlıklı olduğu sürecin yönetiminde göz ardı edilmemelidir. Yeniden yapılandırma aşamasında, dışardan kaynak kullanımı, birleşme süreci, sermaye yapılandırma çözümleri ve içerdiken sermaye güçlendirmesi, çözümler şirket içerisinde yönetilebileceği gibi dışardan

danişmanlık desteği ile ilerletilmesi de mümkündür. Bu noktada önemli olan, yeniden yapılandırma çözümü konusunda, şirketin net bir yapılandırma stratejisi sunması ve bankanın şirket ihtiyaçlarına gereken esnekliği sağlayabilmesidir. Kreditörlerin bu aşamada sunulan yeniden yapılandırma stratejisinin finansal olarak işlerliği, yapılabılırlığı ve belirli zayıflıklara çözüm göstermesi açısından da olumlu değerlendirmesinin bulunması gerekmektedir. Proje finansmanı kredilerinde yeniden yapılandırma sonrası temerrüde düşen projelerde toparlanma oranı (recovery rate), kurumsal krediler veya diğer yapılandırılmış finansmanlara göre daha yüksektir.

Bu durum da proje finansmanı kredilerinde yeniden yapılandırma sürecinin önemini başarıya yönelik olarak artırmaktadır.

Finansman sözleşmeleri içerisinde yer alan temerrüt hali "Event of default" veya olası temerrüt hali "Potential event of default" ile ilgili maddelerin, banka grubu tarafından değerlendirilmesi neticesinde, firmaya "Temerrüt" bildirimi yapılması yeniden yapılandırma sürecinin ilettilmesi için ana işaret olmaktadır. Finansal sözleşmeler içerisinde projenin esaslı derecede olumsuz etkilenmesi durumunda kreditörlerce karara bağlanarak proje şirketine bildirilmesi de, benzer şekilde, yeniden yapılandırma sürecini başlatabilmektedir. Projenin finansal darboğaz içerisinde olma halinin zaman zaman özel değerlendirmeler taşımasından hareketle, borçlu ve kredi verenler arasında gerçekleştirilen durum analizinin net yapılması önem taşımaktadır. ►

TÜREB | Finans

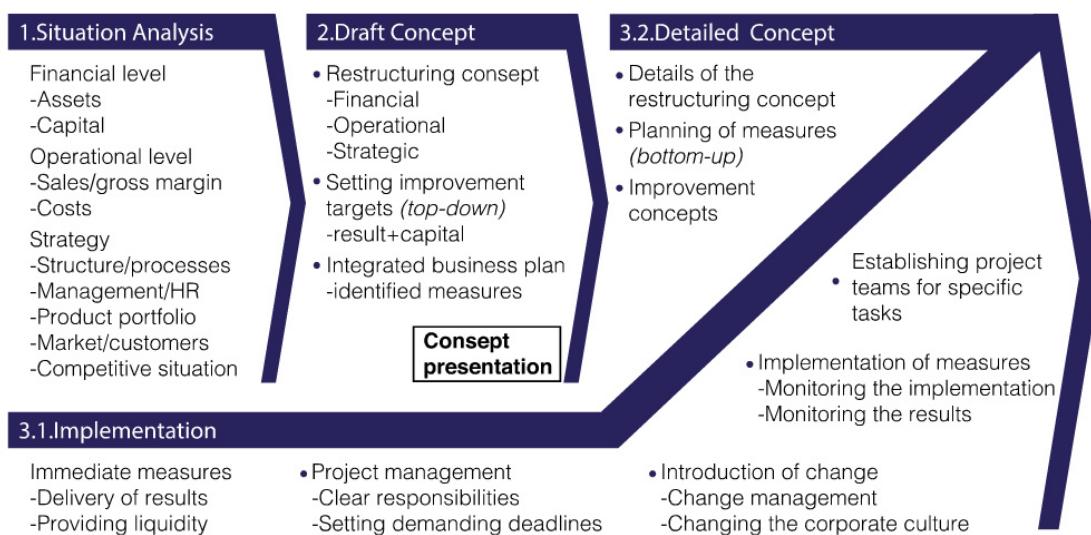
İletişim kanallarının açık olması ve tüm tarafların çözümler konusunda çaba sarf etmesi, başarılı bir yeniden yapılandırma (restructuring) sağlanmasıının önkoşuludur. Projede finansal zorlukların ortaya çıkması, akabinde kreditörler ile bilgi alışverisinin azaltılması, süreci sektöre uğratan bir süreçtir. Kreditörlerin finansal darboğaz oluştugunun anlaşılması için proje finansmanı yapısına yerleştirdiği en önemli kriter, finansal kısıtlardır. Finansal kısıtların öngörülen proje baz modelinden daha ihtiyatlı belirlenmesi, finansal zorlukların önden anlaşılması için kritik öneme sahiptir. Finansal kısıtlar sayesinde; projenin nakit akışının takibi, gerekli aksiyonların alınması sağlanabilmekte ve finansal darboğaza ilişkin ön gösterge olmaktadır. Bu nedenle proje finansmanı kredilerinin ilk tahsis aşamasında ve sözleşme oluşturma aşamasında, finansal kısıtların erken uyarı sinyali görevi görüdüğü gözden çıkarılmamalıdır.

Proje kredileri yapılarının ilk aşamada başarılı kurgulanması ve devam eden süreçte de düzenli izleme çalışmalarının yürütülmesi, yeniden yapılandırma ihtiyacının anlaşılması, yapıya entegre edilen hem finansal hem de finansal olmayan indikatörler sayesinde sağlanmaktadır. Finansal darboğaz için erken uyarıların anlaşılması da hem kurumsal şirketler hem de projeler için kurtuluş noktası olmaktadır. Finansal darboğaz için proje finansmanı yapısındaki finansal indikatörler,

finansal rasyolar ve kısıtlar, borç servisi karşılama oranları, likidite rasyoları, kaldıraç oranları, nakit akış karşılama oranlarının gerçekleştirilememesi iken; finansal olmayan indikatörler ise diğer proje sözleşmelerinden kaynaklı ödeme talepleri, davalar vb. unsurlar olabilmektedir.

Proje Finansmanı Kredilerinin Yeniden Yapılandırma Sürecinde Ana Kreditör Banka/Bankalar tarafından öncelikle;

- Şirketin / Projenin güncel finansal durumunun belirlenmesi,
- Şirketin / Projenin öncelikli nakit ihtiyacının belirlenmesi,
- Şirketin / Projenin toplam kredi yükünün belirlenmesi (proje finansmanı, türev işlem limitleri, kurumsal nitelikli işletme ve gayrinakdi kredi limitiler dahil),
- Proje finansmanı finansal sözleşmelerinin ve yeniden yapılandırma sürecinin hukuki gözden geçirilmesi,
- Proje finansmanı finansal sözleşmelerdeki bankalar grubunun interkreditör sözleşmeleri nezdinde belirlenen oy haklarının incelenmesi ve bankalar karar komitesinin oluşturulması,
- Proje finansmanı finansal sözleşmelerdeki temerrüt durumu olup olmadığı belirlenmesi ve akabinde temerrüt durumunun kaldırılması



Şekil 2: Kredi Yeniden Yapılandırma Sürecinin Aşamaları

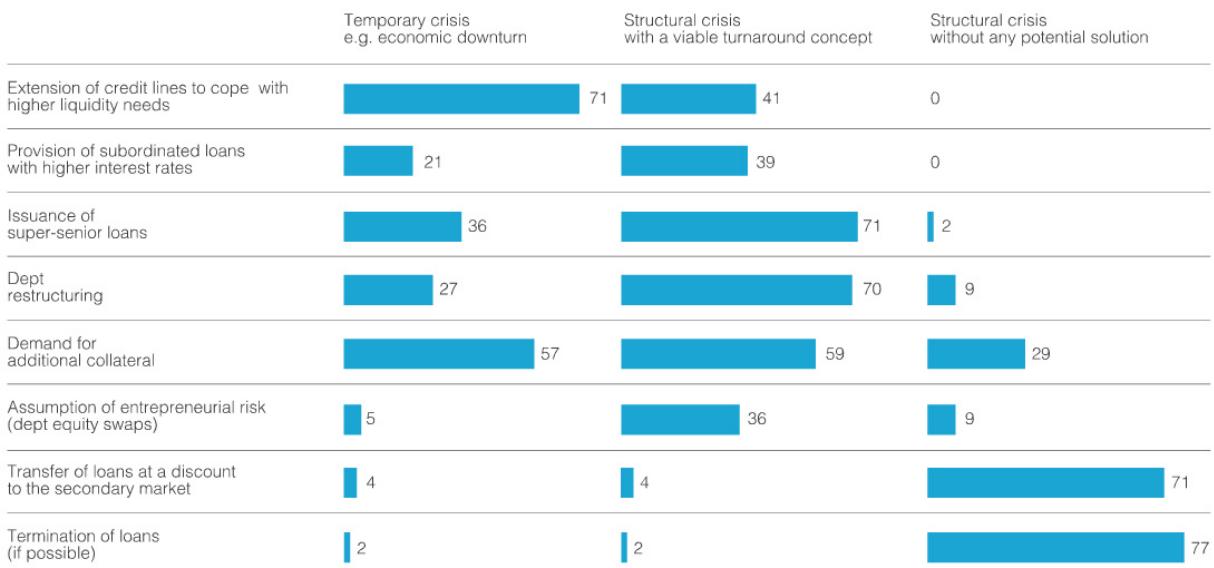
çalışmaları yürütülerek proje finansmanı sistemiği içerisinde aşağıda yer alan basamaklar adım adım tamamlanmalıdır.

- Finansal modelin güncellenmesi (gerekli aşamalarda teknik analizlere esas danışmanlık süreçlerinin yeniden yürütülmesi),
- Güncellenen finansal model uyarınca yeni geri ödeme planı ve finansal kısıtların sürdürilebilir bir finansman modeli için belirlenmesi,
- Kredi Sözleşmesi tahtındaki bildirim yükümlülüklerinin gerçekleştirilmesi, özellikle finansal durum ve proje ilerlemesi hakkındaki raporlamaların alınması veya bildirim sürecinin hızlandırılması,
- İlave kredi kullandırım haklarının ve sermaye yükümlülüklerinin gözden geçirilmesi,
- Proje finansmanı tahtındaki ilave kullandırımlara ara verilmesi, temettü çıkış koşullarının gözden geçirilmesi, sermaye girişlerinin sağlanması, borç servisi rezerv hesabına işlerlik kazandırılması.
- Yeniden yapılandırma aşamasında firmalara sunulabilecek çözümlere baktığımızda ise;
- Geri ödeme vadelerinin uzatılması,
- Faiz oranı ve geri ödeme planının revize edilmesi,
- Yeniden oluşturulan finansal modele göre finansal kısıtların revize edilmesi,

- Nakit giriş ve kullanım akışının yeniden düzenlenmesi özellikle OPEX harcamalarının banka ile birlikte karar verilerek ötelenmesi,
- Bankalar tarafından şirket sermayedarlarından çoğunluk veya azınlık hisse alımı (buy-out) gerçekleştirilmesi ,
- Kredinin belirli bir oranda sermayeye dönüştürülmesi,
- Private Equity fonlarının veya kurumsal şirketlerin kredi ile birlikte satın alımlarının sağlanması vb. makul - agresif çözümler sunulabilmektedir.

Özellikle finansal darboğazın niteliğine bağlı olarak çözüm önerileri de aşağıda yer verildiği üzere şekillenmektedir.

Sonuç olarak proje finansmanı kredilerinin aranje edilmesi ve tahsis aşamasında herhangi bir aşamada yeniden yapılandırma ihtiyacı oluşmaması öngörmekle birlikte, yazımızda da dejindigimiz üzere, farklı ekonomik, sektörel ve hukuki finansal değişimler sonucunda hem proje şirketleri tarafından hem de finansal kuruluşlar tarafından yeniden yapılandırma ihtiyaçları oluşabilmekte, diğer taraftan sürecin etkin yönetimi sayesinde de kredi dönemi sonuna kadar sorunsuz ilerleyen yeni yapılar oluşturulabilmektedir. ■



Şekil 3: Kredi Yeniden Yapılandırma Çözümleri