

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
DENİZ BİLİMLERİ VE İŞLETMECİLİĞİ ENSTİTÜSÜ

GEMİ FİNANSMAN MODELİ OLARAK
ALMANYA'DAKİ DENİZCİLİK YATIRIM ORTAKLIĞI
(KG) SİSTEMİNİN İNCELENMESİ VE TÜRKİYEDEKİ
UYGULAMALARI

**DOKTORA TEZİ
(DÜZELTİLMİŞ)**

M.A. Taylan KALKAVAN
Deniz İşletmeciliği Ana Bilim Dalı

Danışman
Doç. Dr. Murat ERDAL

Mayıs, 2008

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
DENİZ BİLİMLERİ VE İŞLETMECİLİĞİ ENSTİTÜSÜ

TAYLAN KALKAVAN tarafından hazırlanmış ve sunulmuş “GEMİ FİNANSMAN MODELİ OLARAK ALMANYA’DAKİ DENİZCİLİK YATIRIM ORTAKLIĞI (KG) SİSTEMİNİN İNCELENMESİ VE TÜRKİYE’DEKİ UYGULAMALARI” başlıklı tez DENİZ EKONOMİSİ Bilim Dalında DOKTORA Tezi oy çokluğu ile kabul edilmiştir.

Tez Danışmanı
Doç Dr. Murat ERDAL

Jüri Üyesi
Doç.Dr. Emrah CENGİZ

Jüri Üyesi
Doç. Dr. Seyhun DOĞAN (Red)

Jüri Üyesi
Yrd. Doç. Dr. Osman Zeki ÇETİNKAYA (Red)

Jüri Üyesi
Yrd. Doç. Dr. Atıf Ahmet EVREN

Tez Savunma Tarihi: 21.05.2008

ÖNSÖZ

Ülke ekonomileri açısından önemli bir yere sahip olan denizcilik konusunda, birçok ülke farklı finansman ve teşvik yöntemleri geliştirmiştir. Söz konusu teşvikler vergiler yoluyla hem gemi inşa hem de gemi işletmeciliği ve finansmanına kolaylıklar sağlamışlardır. Bunun en başarılı uygulamalarından biri Almanya'da gerçekleşmektedir. *Almanya'da bulunan KG(Kommanditgesellschaft) sistemi*, bu ülkede kayıtlı ilgili yasal mevzuata uygun olarak kurulmuş bir şirketin hisselerinin, sahip olduğu gemi ya da gemilerden elde edecekleri karın dağıtılması -genelde uzun vadeli kontratlar ile bu karlar baştan ilan edilmektedir- esasına bağlı olarak, Limited Partnership- Kapalı Devre olarak Yatırımcı Grupları'na uzun vadeli olarak satılması, bu hisseler aracılığıyla karı elde eden yatırımcılardan da devletin vergi almaması veya çok az vergi alması esasına dayanmaktadır.

Bu çalışmanın akışında öncelikli olarak gemi finansman yöntemleri üzerinde durulmuş, ardından detaylı olarak KG sistemi tanıtılmış,daha sonra ise bu sistemde başarılı olmak için izlenecek yollar ve tavsiyeler belirtilmiştir.

Tezin yazımı sırasında kullandığım bireysel deneyimlerimin yanısıra, Almanya'daki KG şirketinin yetkililerine de gerekli bilgileri sağlayarak desteklerini esirgemedikleri için teşekkür ederim. Ayrıca danışmanım olan Sayın Doç Dr. Murat ERDAL'a çalışmalarımı düzenleme aşamasında göstermiş olduğu desteklerinden ve önerilerinden dolayı teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖNSÖZ	i
ÖZET	ii
ABSTRACT	iii
TABLO LİSTESİ	iv
ŞEKİL LİSTESİ	v
KISALTMALAR LİSTESİ	vi
EK LİSTESİ	vii
I. GİRİŞ	1
II. DENİZCİLİK SEKTÖRÜ FİNANS PIYASALARININ GELİŞİMİ	3
III. GEMİ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ	11
3.1. Gemi Yatırımının Finansmanı	11
3.2. Denizcilik Şirketlerinin Finansman Kaynakları	15
3.2.1. Fon Kaynakları	16
3.2.2. Finansal Piyasalar	16
3.2.3. Finansal Aracılar	17
3.3. Denizcilik Şirketlerinin Finansman Yöntemleri	18
3.3.1. Özkaynak İle Finansman	19
3.3.1.1. Öz Sermaye İle Finansman	19
3.3.1.2. Halka Arz Yoluyla Finansman	21
3.3.2. Yabancı Kaynak İle Finansman	24
3.3.2.1. Krediler	25
3.3.2.2. Tahvil Çıkarımı	43
3.3.2.3. Kiralama (Leasing)	43
IV. KG SİSTEMİ İLE İLGİLİ TEMEL TANIM VE KAVRAMLAR, KATILIMCI TARAFLARIN TANITIMI VE ÖNEMLİ GEMİ SINIFLARININ İNCELENMESİ	49
4.1. Gemi Hisse Konseptinde Tarihi Gelişme ve Takdim Nedenleri	50
4.2. Önemli Katılımcı Tarafların Tanıtımı	52
4.2.1. Gemi Yolu Şirketi	53
4.2.2. Fon Kullanıcısı	54
4.2.3. Tersane	55
4.2.4. Sözleşme Armatörü	55
4.2.5. Kiracı (Charterer)	55
4.2.6. Danışma Kurulu	57
4.2.7. Banka	57
4.2.8. Emisyon Meclisi	58
4.2.9. Pazarlama Ortağı	58
4.2.10. Prospektüs Denetleyicisi	59
4.2.11. Güvenilir Kişi	59
4.2.12. Sermayedar	60

4.3. Önemli Gemi Sınıflarının Kategorize Edilmesi	61
4.3.1. Konteyner Gemiler	61
4.3.2. Tanker	63
4.3.3. Yük Boşaltıcı Konteyner (Kitle Mal Gemileri)	64
4.3.4. Diğer Gemiler	65
V. GÜNCEL VERGİ MEVZUATINAGÖRE GEMİ HİSSELERİNİN VERGİSEL İNCELEMESİ	66
5.1. Üç Modelin İncelenmesi	66
5.1.1. Gelir Vergisi Yasasına Göre Net Tonaj Vergi Modeli	66
5.1.2. Bileşke Model	67
5.1.3. Vergiye Tabi Model	68
5.2. Katılım Türleri	69
5.2.1. Direkt Hisse	69
5.2.2. Dolaylı Hisse	69
5.2.3. Sabit Hisse	70
5.3. Genel Vergi Esasları	71
5.3.1. Ticari İşletmeden Elde Edilen İratlar	71
5.3.2. Sınırlı Sorumluluklardaki Kayıplar	72
5.3.3. Tonaja Göre Vergi	72
5.3.4. Kayıp Mahsubu	73
5.3.5. Kayıpların Yansıtılması veya Kayıpların Rapor Edilmesi	73
5.3.6. Komandit Mevduatlarda Borç Faizlerinde İndirime Gidilememesi	74
5.3.7. Kayıpları Tahsis Edildiği Şirket	74
5.3.8. Temlik veya Amaçlanan Kazançların Vergilendirilmesi	77
5.3.9. Şirket düzeyinde Vergilendirme	77
5.4. Gemi Fonlarının Diğer Vergi Avantajları	78
5.4.1. Veraset Vergisi ve İntikal Vergisi	78
5.4.2. İvaz Plasmanı	79
5.4.3. Gemi Hisseleriyle Birlikte İşletme Emekliliği	80
5.5. Şirketlerin Alternatif Yapıları	82
5.5.1. Birinci Model Çeşidi	82
5.5.2. İkinci Model Çeşidi	84
5.5.3. Üçüncü Model Çeşidi	84
5.5.4. Dördüncü Model Çeşidi	84
5.5.5. Beşinci Model Çeşidi	85
5.5.6. Altıncı Model Çeşidi	85
VI. GEMİ HİSSELERİ RİSKİ VE ŞANSI	86
6.1. Gemi Hisseleri Riski	86
6.1.2. Üretim Riski	86
6.1.3. Teslimat ve Sevkiyat Riskleri	86
6.1.4. İfa Riskleri	87
6.1.5. Döviz Kurlarında ve Faizlerde Meydan Gelen Dalgalanma Riskleri	87

6.1.6. Çartır Süresinin Riski	88
6.1.7. Servis ve Bakım Riskleri	88
6.1.8. Hukuki Riskler	88
6.1.9. Sorumluluk Riskleri	89
6.1.10. Misilleme Riskleri	89
6.1.11. Ek Olarak Sermaye Koyma Riski	90
6.1.12. Alış-Veriş Riski	90
6.2. Gemi Hisseleri Şansı	90
6.2.1. Hasılat Şansları	91
6.2.2. Piyasa Şansı	91
6.2.3. Alış-Veriş Şansı	91
6.2.4. Tekrardan Satma Şansı	91
6.2.5. Döviz Kurlarında ve Faizdeki Dalgalanma Şansı	91
6.2.6. Hukuki Şanslar	92
6.2.7. Servis ve Bakım Şansları	92
6.3. Gemi Hisselerinin Eleştirilmesi	93
6.4. Gemi Hisseleri Katmanında Gelecekteki Gelişmeler	95
VII. GEMİ HİSSELERİNDE FİNANSAL İNCELEMELER	98
7.1. Finansman ve Yatırım	98
7.1.1. Genel Finansman	98
7.1.2. Bağlı Finansman	99
7.1.3. Genel Yatırım	100
7.1.4. Bağlı Yatırım	100
7.1.5. Fon Kaynağı ve Kullanımı	101
7.2. Finansal İncelemeler	103
7.2.1. Hasılat	103
7.2.2. Finansal Kaldıraç Etkisi	105
7.2.3. Tahsilat ve Gider	106
7.2.4. Nakit Akışı	107
7.2.5. Komanditerin Kapital Hesabı	109
7.3. Hizmet Bilançosu	109
VIII. TERCİH EDİLEN PLASMAN ŞEKİLLERİ İLE GEMİ HİSSELERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI	113
8.1. Taşınmaz Mallar Kapalı Fonları	114
8.2. İletişim Araçları Fonu	116
8.3. Yenilenebilir Enerji Fonları	118
8.4. Özel Öz Kaynak/Girişim Kapital Fonları	119
8.5. Plasmın Şeklinin Direkt Mukayesesi	120
8.5.1. Gemi Hisseleri	122
8.5.1.1. Geçerlilik Süresi ve Asgari Mevduat	122
8.5.1.2. Getiri	122
8.5.1.3. Vergi Etkisi	123
8.5.1.4. Riskler ve Şanslar	123

8.5.2. Taşınmaz Malların Kapalı Fonları	124
8.5.2.1. Geçerlilik Süresi ve Asgari Mevduat	124
8.5.2.2. Getiri	124
8.5.2.3. Vergi Etkisi	124
8.5.2.4. Riskler ve Şanslar	125
8.5.3. İletişim Araçları Fonu	125
8.5.3.1. Geçerlilik Süresi ve Asgari Mevduat	125
8.5.3.2. Getiri	126
8.5.3.3. Vergi Etkisi	126
8.5.3.4. Riskler ve Şanslar	126
8.5.4. Yenilenebilir Enerji Fonları	127
8.5.4.1. Geçerlilik Süresi ve Asgari Mevduat	127
8.5.4.2. Getiri	127
8.5.4.3. Vergi Etkisi	127
8.5.4.4. Riskler ve Şanslar	127
8.5.5. Özel Öz Kaynak/Girişim Kapital Fonları	128
8.5.5.1. Geçerlilik Süresi ve Asgari Mevduat	128
8.5.5.2. Getiri	128
8.5.5.3. Vergi Etkisi	128
8.5.5.4. Riskler ve Şanslar	129
8.6. Farklı Plasman Şekillerinin Kıyaslanmasından Çıkan Netice	129
8.7. Tasarruf Planı veya Tasarruf Fonu Olarak Gemi Hisselerinin Uzlaşması	131
IX. EMİSYON MECLİSİ VE İŞLETMESİ ARACILIĞI İLE YATIRIMCILARIN KAMPANYALARI İÇİN STRATEJİLER	134
9.1. Yatırımcılar	134
9.2. Emisyon Meclisi ve İşletmesinin Yaklaşım Şekli	137
9.3. Prospektüs Sorumluluğu ve Yeni Sermayedarı Koruma ve Düzeltilme Yasası	142
9.3.1. Prospektüs Sorumluluğu	142
9.3.2. Prospektüs Yükümlülüğü ve Sermayedar Koruma ve Düzeltilme Yasası	144
X. TÜRK ŞİRKETLERİ İÇİN BİR UYGULAMA ÖRNEĞİ	147
10.1. Araştırmanın Amacı	147
10.2. Araştırmanın Konusu ve Kapsamı	148
10.3. Araştırmanın Kısıtları	148
10.4. Araştırmada Veri Toplama Yöntemi	148
10.5. Araştırma Bulguları ve Analizi	149
10.5.1. Kurulacak veya İştirak Edilecek Şirketlerin Yapıları	149
10.5.1.1. Gemi İşletme Şirketi	149
10.5.1.2. Emisyon Meclisi	151
10.5.2. Bayrak Değiştirme Prosedürü	152
10.5.3. Örnek Projeksiyon	158

	Sayfa
XI. TARTIŞMA VE SONUÇ	167
KAYNAKLAR	176
EKLER	185
ÖZGEÇMİŞ	199

ÖZET

GEMİ FİNANSMAN MODELİ OLARAK ALMANYA'DAKİ DENİZCİLİK YATIRIM ORTAKLIĞI (KG) SİSTEMİNİN İNCELENMESİ VE TÜRKİYEDEKİ UYGULAMALARI

TAYLAN KALKAVAN

Dünyada kullanılan gemi finansman kaynaklarından yararı makro düzeyde olan bir sistem Almanya'da uygulanan denizcilik yatırım ortaklığı – Limited Partnership dir. Bu konuda oldukça yol kat etmiş olan Alman sisteminde vergi kolaylığı uygulaması ile bu sistem yabancı sermayeyi ülke ekonomisine çektiği gibi, istihdam sağlamada ve Alman deniz ticaret filosunu güçlendirmede sayısız yararlar sağlamaktadır.

İlk bölümde detaylı olarak sistemin tanımı ve özellikleri belirtilmiştir. İkinci bölümde ise Almanya da ki bu sisteme kendi filosu ile dahil olan ilk Türk şirketi Turkon Holding'in izlediği yol ve yapısı göz önüne alınarak sisteme girecek Türk şirketlerinin izleyeceği yol , kurulacak şirket yapıları belirtilmiştir. Son olarak ise anılan sistemin ülkemizde uygulanabilirliği irdelenmiştir.

ABSTRACT

REVIEWING INVESTMENT PARTNERSHIP SYSTEM (KG) IN MARINE IN GERMANY AS SHIP FINANCE MODEL AND APPLICATIONS IN TURKEY

TAYLAN KALKAVAN

KG- Limited Partnership which applied in Germany is the ship financing system which benefits are in macro level in the economy. The German economy whom has a long experience gains many benefits such as motivating foreign capital to the country, maintaining employment and strengthening German merchant navy with KG system by applying tonnage tax.

The system has been explained in the first chapter in details. At the second chapter by considering the way approached and the company systems of the Turkon Holding which is the first Turkish company which joined to the KG system with his own fleet, the system of the companies explained and also steps should be taken in order to modify the same finance way to the Turkish economy mentioned as lastly.

TABLO LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1.	Tonaj vergisine yönelik derece tarifesi 73
Tablo 2.	Fon kaynakları ve kaynak kullanımları tablosu..... 102
Tablo 3.	İç faiz oranı tespiti tablosu..... 103
Tablo 3a.	İç faiz oranı tespiti tablosu..... 104
Tablo 3b.	İç faiz oranı tespiti tablosu..... 104
Tablo 4.	MS Hansa tüzük tam konteyner gemisi hizmet bilançosu..... 111

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1.	Gemi hissesine katılan taraflar 53
Şekil 2.	TEU sınıfına göre konteyner gemiler için 2003 tarihli sipariş defteri 62
Şekil 3.	Gelir vergi yasası paragraf 2 b uygulamasına yönelik kontrol şeması 76
Şekil 4.	Birinci model çeşidinin grafiksel tasarımı 83
Şekil 5.	Toplam hisse katmanı 2003 münferit fonların payı 113
Şekil 6.	Toplam hisse katmanı 2003 tercih edilen fonların payı 114
Şekil 7.	Kapital plasmanın fiyat istikrarı 121
Şekil 8.	2002 yılına ait fon takdim edenlerin meslekleri 136
Şekil 9.	2002 yılına ait fon takdim edenlerin yaşları 136
Şekil 10.	2002 yılına ait fon takdim edenlerin cinsiyetleri 137
Şekil 11.	Gemi işletme şirketi organizasyon şeması..... 149
Şekil 12.	Emisyon meclisi organizasyon şeması 151

KISALTMA LİSTESİ

ABS	:American Bureau of Safety
Afa	:Yıpranma Nedeniyle Çıkarma
AG	:Anonim Şirket
AnSVG	:Yatırımcı Koruma ve İyileştirme Yasası
Bafin	:Mali Hizmetler Denetleme Kurumu
BöAG	:Borsa AG
B/S	:Gemi Satış Senedi
CSR	:Company Safety Regulation
DAB	:Döviz Alım Belgesi
DzKK	:Deniz Kuvvetleri Komutanlığı
EEG	:Enerji Yasası
ErbStG	:Miras Vergi Yasası
EstG	:Gelir Vergisi Yasası
GewStg	:Alman Kurumlar Vergi Düzenlemesi
GMDSS	:Global Marine Distress Safety Signal
GmbH	:Limited Şirket
HGB	:Ticaret Yasası
IDW	:Ekonomi Denetleme Kurulu
ISM	:International Safety Management
ISPS	:International Ship and Port Facility Security Code
KG	:Komandit Şirket
LIBOR	:London Inter Banks Offered Rate
MOA	:Memorandum of Agreement
MI	:Marshall Islands
MMSI	:Maritime Mobile Service Identity
OECD	:Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
SHL	:Lübeck AG ye Ait Gemi İpotek Bankası
TUGS	:Türkiye Uluslararası Gemi Sicili
UstG	:İşlem Vergisi Yasası
VGI	:Kapalı Emlak Fon Federasyonu

EK LİSTESİ

- EK 1** : Gemi İşletme Şirketi Genel Müdür Görev Tanımı
EK 2 : Gemi İşletme Şirketi Operasyon Müdürü Görev Tanımı
EK 3 : Gemi İşletme Şirketi Teknik Müdür Görev Tanımı
EK 4 : Emisyon Meclisi Genel Müdür Görev Tanımı
EK 5 : Emisyon Meclisi Satış Müdürü Görev Tanımı
EK 6 : Emisyon Meclisi Proje ve Operasyon Müdürü Görev Tanımı
EK 7 : Örnek Projeksiyon Tablosu – Bölüm 1
EK 8 : Örnek Projeksiyon Tablosu – Bölüm 2
EK 9 : Örnek Projeksiyon Tablosu – Bölüm 3
EK 10 : Örnek Projeksiyon Tablosu – Bölüm 4
EK 11 : Örnek Projeksiyon Tablosu – Bölüm 5
EK 12 : Örnek Projeksiyon Tablosu – Bölüm 6
EK 13 : Örnek Projeksiyon Tablosu – Bölüm 7
EK 14 : Örnek Projeksiyon Tablosu – Bölüm 8

I. GİRİŞ

Milattan önceki çağlardan bu yana deniz taşımacılığı insanoğlunun en önemli ulaşım yollarından olmuştur. Bugün dünyadaki mal hareketlerinin çok önemli bir bölümü deniz yoluyla gemiler tarafından gerçekleştirilmektedir. Dünyadaki insanların tamamı karalar üzerinde yaşamasına ve ekonomiye esas olan fiziki altyapının karalar üzerinde kurulmasına rağmen, dünyanın 3/4'ünün denizlerle kaplı olması nedeniyle, ekonomik ilişkilerin temeli olan mal değişimi, % 80 - 90 oranında deniz yoluyla yapılmaktadır. Yüzyıllar süren uygulamalar ile ihtiyaçlar, beraberinde kendine özgü kurallar ve çözümleri de oluşturmuş, gelişen teknolojinin de katkısıyla, günümüzün modern deniz taşımacılığını ve gemi işletmeciliğini yaratmıştır. Böylece denizcilik günümüzdeki gibi büyük sermaye gerektiren bir endüstri dalı olmuş, yeni gemi yatırımlarının finansmanının gelecekteki nakit akışına dayanılarak yapılması çok güçleşmiş ve finans temini çok büyük bir önem kazanmıştır.

Dünya ticaretinde kilit bir role sahip olan gemilerin finansman yöntemleri de yıllar boyu değişime uğramıştır. Günümüzün pazar koşulları ve gelişen finansal piyasalar farklı finansman tekniklerini ortaya koymuşlardır. Dış kaynak talebi hızla artmaya başlamıştır. Bu yüksek maliyetlerden ötürü gemi yatırımının finansman yöntemleri ve analizi ile birlikte, planlı bir büyümenin sağlanabilmesi için gerekli olan pazar analizleri de büyük bir önem kazanmıştır.

Öte yandan geçmiş dönemlerde, dünya üzerindeki bazı önemli ekonomik ve politik gelişmelerin denizcilik finans piyasaları üzerindeki etkilerinin incelenmesi gelecek için daha sağlıklı kararlar verilebilmesi açısından gereklidir. Uluslararası finans piyasalarının gelişmesi yeni finansman yöntemlerini ortaya çıkarmıştır. Bu yeni finans kaynaklarının ve ilgili teşvik tedbirlerinin dikkatli bir şekilde analizi, en uygun şartlarda kaynak temini açısından büyük bir önem taşımaktadır.

Ülke ekonomileri açısından da önemli bir yere sahip olan denizcilik konusunda, farklı ülkeler farklı teşvik yöntemleri geliştirmiştir. Söz konusu teşvikler vergiler yoluyla hem gemi inşasına hem de gemi işletmeciliği ve finansmanına kolaylıklar sağlamışlardır. Bunun en başarılı uygulamalarından biri Almanya'da gerçekleşmektedir. *Almanya'da bulunan KG (Kommanditgesellschaft) Sistemi*, bu ülkede kayıtlı ilgili yasal mevzuata uygun olarak kurulmuş bir şirketin hisselerinin, sahip olduğu gemi ya da gemilerden elde edilecekleri kârın dağıtılması -genelde uzun vadeli kontratlar ile bu karlar baştan ilan edilmektedir- esasına bağlı olarak, Kapalı Devre - Limited Partnership- olarak yatırımcı gruplarına uzun vadeli olarak satılması, bu hisseler aracılığıyla karı elde eden yatırımcılardan da devletin vergi almaması veya çok az vergi alması esasına dayanmaktadır.

Denizcilik sektörünün yukarıda vurgulanan uluslararası ve global özelliği nedeniyle bu çalışmada;

- Tarihin ve geçmişte yaşananların geleceğe ışık tutması açısından denizcilik sektöründeki finans piyasalarının gelişimi
- Denizcilikteki diğer finansman yöntemleri
- Ve alternatif finansman yöntemlerinden KG sistemi detaylı olarak incelenmiştir.

II. DENİZCİLİK SEKTÖRÜNDE FİNANS PİYASALARININ GELİŞİMİ

Denizcilik sektörünün tarihsel süreci incelendiğinde yedi ana dönem halinde sınıflandırmak mümkündür. Bunlar; 1- 1967 öncesi dönem, 2-1967-1973 arası, 3- 1974-1978 arası, 4- 1979-1985 arası, 5- 1986-1991 arası, 6- 1991-1995 arası dönem ve 7- 1995 sonrası dönemdir. Bu dönemsel ayrımlar analiz edildiğinde, aslında denizcilik sektörünün ekonomik etkileşimlerin yanı sıra, önemli sosyo-politik olaylardan da fazlaca etkilendiği görülmektedir.

Denizcilikte tarihsel olarak yaşanan dönemleri şekillendiren ana faktörler arasında şunlar sıralanabilir (Volk, 1984):

1. Kanal (Süveyş) kapatmalar (1956, 1967),
2. Savaşlar (1950, 1973, 1980, 1990),
3. Politik ve ekonomik krizler (1973, 1978, 1979, 1982, 1996),
4. Diğer (kiralama tarzı değişiklikleri - 1970, 1973, 1997 - atıl gemi sayısı, akaryakıt fiyatları, ticaretin millileştirilmesi gibi) nedenler.

1967 Yılı Öncesi Dönem

1960'ların ortalarına kadar denizcilik sektöründe dış finansal destek noktasında oldukça ılımlı bir hava egemen olmuştur. Genel olarak, uzun dönem için kiralanan gemilerin finansmanı gerektiğinde, talep gerekli nakit akışına göre finanse edilmekteydi. Tüm bunlar, gemi finansmanı sağlayan kuruluşlar için, kiralama değerinin iskonto edilmiş değerleri üzerinden bir hesaplama tekniği kullandıklarını göstermektedir. Bu dönemde, New York ve Londra merkezli denizcilik sektöründe uzman olarak tanımlanabilecek az sayıda finansal kuruluş mevcuttu (Citibank, Chase Manhattan ve Hambros) ve esas olarak muhafazakâr bir finansman yaklaşımına sahiptiler. Borç verme modeli 5 yaşından büyük olmayan gemiler için ve gemi değerinin % 50'sinin birinci dereceden ipoteği şeklinde düzenleniyordu (Volk, 1984).

Bu raporda görüldüğü gibi, 1965-1966 yıllarında denizcilik sektöründeki temel yapısal değişiklikler sebebi ile gemi sahipleri ve kiracılar verimliliğin artırılıp, birim işletme masraflarının düşürülmesi amacı ile daha büyük ve etkin gemi dizaynlarına ihtiyaç duymuşlardır. Bu yüzden yeni gemi fiyatları önemli bir şekilde yükselmiş ve gemi inşaat sektörü bu yeni talebi karşılamak için kapasitesini artırmak zorunda kalmıştır. Böylece denizcilik günümüzdeki gibi büyük sermaye gerektiren bir endüstri dalı olmuştur. Yeni yatırımların finansmanının gelecekteki nakit akışına dayanarak yapılması çok güçleşmiş ve dış kaynak talebi hızla artmaya başlamıştır.

Gemi inşacılar kendileri kredi sunmaya başlamakla birlikte 1970'lerde regüle edilmiş hale gelecek olan böyle bir finansman için, başlangıçta kurumsallaşmış ve yaygın bir devlet desteği söz konusu olmamıştır. Bununla birlikte, Japonya 1960'lardan beri yerel deniz taşımacılığı ve gemi inşa endüstrisine güçlü bir finansal destek sağlıyordu. 1964'te Japon deniz taşımacılığı sektörü devlet tarafından, 1960 başlarından beri yaşanan durgunluğun iyileşmesine yardımcı olması için yeniden düzenlendi.

Devletler tarafından oldukça esnek şartlarla sağlanan sübvansiyonlar sayesinde, bu şirketler uygun şartlarla büyük ve modern filolar inşa edebilecek duruma ulaştılar. 1969'a kadar, bu armatörlerin başvurduğu dış finansman, esas olarak piyasada şimdiye kadar görülmemiş oranda düşük faizli finansal fonlar niteliğindedi (Drewry Consultants Ltd., 1996).

1956'dan Süveyş Kanalı'nın kapanmasına kadar süren dönem, piyasanın canlanması için çok verimli bir dönem değildi. Dönemin ilk yarısında ciddi zararlar edildi ve ikinci yarıda kısmi bir iyileşme yaşansa da, talep makul bir düzeye hiçbir zaman ulaşmadı (Stopford, 1995).

1967-1973 : Süveyş Kanalı'nın Kapatılması

Ekim 1967'de Süveyş kanalının kapatılması ton-mil olarak talebin artmasına, navlun oranlarının yükselmesine ve birim işletme masraflarının düşürülmesi için daha büyük gemiler inşa edilmesine sebep oldu. Denizcilik sektörünün genelde sağladığı istikrarlı kazanç sebebi ile

1967-73 yılları arasında gemi yatırımı için kredi veren bankaların sayısında önemli bir artış görüldü (Drewry Consultants Ltd., 1996). Fakat 1971/72 yıllarındaki navlun oranlarındaki düşüş sebebi ile, gemi finansmanında elde edilen olumlu gelişmelere rağmen bazı şirketlerin iflas etmesine engel olunamamıştır. 1973 yılında navlun piyasalarının düzelmesi ile sektör yeniden canlanmaya başladı.

Süveyş Kanalı'ndan geçen yükün ağırlıklı petrol ürünleri olması nedeniyle, ana etki tanker piyasasında görülmüştür. Kuru yük piyasası, petrol ürünleri de taşımaya elverişli kombine gemileri petrol taşımaya alanına kaydırarak, dolaylı yoldan bu etkiden yaralanabilmiştir (Stopford, 1995).

1973 yılında tanker gemilerine olan talep %19 oranında artmıştır. Bu dönemde dökme yük taşımacılığı da önemli bir gelişme göstermiştir. 1973 yılında ton-mil olarak deniz taşımacılığında, demir cevheri %21, kömür %5, tahıl %39, boksit %22 ve fosfat kayasında %11 oranında bir artış görülmüştür (Drewry Consultants Ltd., 1996).

Talebin sürekli bir artış gösterdiği, kazançların hızla arttığı ve düşük maliyetli kaynak bulmanın mümkün olduğu bir piyasada 1970'li yılların başlarında tanker ve dökme yük gemilerinde olduğu gibi, gemi inşa talebinde de bir canlılık görülür.

1973-1978: İlk Petrol Krizi

OPEC, Kasım 1973' de Mısır ve İsrail arasında çıkan savaş sonrası, İsrail' i destekleyen Amerika ve Hollanda' ya petrol ambargosu uyguladı ve fiyatların aşırı yükselmesine sebep oldu. Eylül 1973 ve Ocak 1974 tarihleri arasında petrol fiyatları varil başına \$3 iken yaklaşık 4'e katlanarak \$11.5 düzeyine kadar çıktı ve navlunlar inanılmaz bir şekilde düştü. Bu artışın tanker piyasasında etkisi çok fazlaydı. Denizden çıkartılmış ham petrol ticaretinin 1973-1974'ten beri neredeyse değişmeden kalmasına ve "ton.mil" talebi tahmin edildiği gibi % 5 oranında artmasına rağmen kiralama piyasasında hızlı iflaslar zinciri yaşandı (Seatrade Review, 1996). 1978 yılı ile beraber ham petrol talebi azalmaya başladı. 1973-79 dönemi bir bütün olarak ele alındığında yıllık talep artışı ortalama %0.5' in altındaydı.

Kuru dökme yük taşımacılığına olan talep, yüksek petrol fiyatlarına bağlı olarak yavaşlayan ekonomik büyüme sebebi ile azalmış olup, düzenli hat taşımacılığı ile yapılan Japon ve Avrupa arabalarının Amerika' ya ihracatı artış göstermiştir. Büyük LNG projeleri işlemeye başladı ve yeniden canlanma 1978 yılında kuru yük piyasasına da ulaştı (Drewry Consultants Ltd., 1996).

İlk petrol krizinin atlatılmasıyla birlikte, 1960 sonları-1970 başlarında ilk olarak deniz sektörüne giren finansal kuruluşlar, 1970 ortalarında piyasadan geri çekilmeye başladılar. Sadece deniz taşımacılığı finansmanındaki kuruluşların sayısı azalmadı, aynı zamanda rollerinde de değişiklikler yaşandı. Daha önceden istekli olan finansal kuruluşlar, likidite ve aktif değerlerdeki çökmenin ardından alacaklarını telafi etmek veya korumak için mücadele etmeye başladılar. Krizin ortaya çıkması ile nakit akışlarının bozulması ve yatırım mallarının değer yitirmesi sebebi ile kaynaklarını koruma yoluna giden bankalar, 1978 yılında piyasaların toparlanması ile tekrar denizcilik sektörüne girmeye başladılar. Fakat ikinci bir kriz gelmek üzereydi (Drewry Consultants Ltd., 1996).

1979-1985: İkinci Petrol Krizi

Bu dönemde, dünya denizciliği uzun süren bir aşırı kapasite fazlasıyla karşı karşıya kalmıştır. Navlun oranları, genel anlamda faaliyet giderlerini karşılamasına rağmen, sermaye maliyetini karşılayacak düzeyde gerçekleşmemiştir.

Petrol fiyatları 1979 Ekim-Kasım ayları arasında varil başına \$24 ve 1980 yılı sonu itibarı ile \$32 düzeyine kadar yükselmiş ve bu yüzden petrol ithalatçısı ülkeler enerji tasarrufu yoluna yönelmişlerdir. Bu ikinci kriz enerji piyasalarındaki dengeleri etkileyerek, elektrik üretiminde kömürün petrole tercih edilmesine sebep oldu ve 1979-1981 yıllarında dünya genelinde denizyolu ile kömür taşımacılığı %60 oranında arttı. 1979-1981 döneminde yaşanan iyi dönem, daha önceki 1970-1971 ve 1973-1974 dönemlerinden biraz farklı gerçekleşmiştir. Bu dönemde, navlun oranları daha önce görülmemiş şekilde uzun bir süre yüksek düzeylerde seyretti. Gemi inşa siparişleri ve yüksek navlun düzeyleri bu durumun nedenleri arasında sayılabilir (Volk, 1984).

1980-1981 yıllarında enerji kaynağı olarak petrol kullanan makine ve taşıtlara olan talebin düşmesi, özellikle Japonya gibi ülkelerde tamamen ithal ham maddelere dayanan çelik üretimini ve dolayısı ile kuru dökme yük piyasasını olumsuz olarak etkiledi. Ancak ekonomik büyümenin yavaşlaması, 1981 yılının ikinci yarısında deniz taşımacılığına olan talebi azaltarak navlun oranlarının düşmesine sebep oldu. Aynı zamanda yeni gemi talebini azaltan bu olay birçok ülkede tersanelerin kapatılmasına sebep oldu. 1984 yılında dünya genelinde ekonomik büyüme olumlu gelişmeler göstermesine rağmen 1970' li ve 1980' li yılların başlarında sektöre çok fazla sayıda gemi girişinin sebep olduğu arz fazlası sebebi ile denizcilik piyasaları bu olumlu gelişmeleri hissedemedi.

1986 - 1991 : Petrol Fiyatlarının Düşüşü

Dünya genelinde ham petrol talebinin 1979-83 yılları arasında %11 oranında düşmesi ve OPEC dışı ülkelerin pazar paylarını genişletmeye başlamaları sebepleri yüzünden OPEC ülkeleri yüksek petrol fiyatlarını desteklemekten vazgeçtiler. En sonunda OPEC ülkeleri üretimlerini artırdı ve bir varil fiyatı \$10 seviyesine kadar geriledi. 1986'da OPEC üyelerinin fazla üretime başlamasıyla petrol fiyatları varil başına \$10'a düştü ve dünya ekonomisinin durgunluktan çıkmaya başlamasıyla, kuru yük taşımacılığı talebinde 1984'ten itibaren yeniden bir canlanma yaşandı. Bununla birlikte, navlun oranları sonraki üç yıl içinde bir iyileşme gösterememiştir (Drewry Consultants Ltd., 1996).

1985-86 yıllarında modern gemilerin neredeyse hurda değerine, yeni bir geminin %15 fiyatına alınması mümkündü. Bu yüzden yaşanan gemi inşaat fiyatlarının düşmesi, krizden daha az etkilenen konteyner ve yolcu taşımacılığı alanında çalışan şirketlerin uygun şartlarda yeni gemi sahibi olmalarını sağlamıştır.

1988, 1989 ve bazı durumlarda 1990 önemli miktarda kuru yük taşımacılığının yapıldığı yıllar olarak kaydedildi. Aktif değerlerde önemli kazançlar oldu. Sonuç olarak, 1980 ortalarında modern ikinci el gemilere düşük yatırımlar yapan şirketler, bazı durumlarda yatırımlarının yedi katına varan kazançlar elde ettiler (Drewry Consultants Ltd., 1996).

1991- 1995 Dönemi

Geleneksel anlamda denizcilik sektörünün finansman kaynakları gittikçe azaldı, 1970-1980'lere damgasına vuran tersane kredileri önemini kaybetti. Banka kaynaklı fonlar, kısmen önem kazanmasına karşın, ancak bir iki ciddi yatırım projesinin finanse edildiği görülmektedir. Bununla birlikte, kuru yük taşımacılığı piyasaları 1990 başlarında körfez krizi nedeniyle bir dinlenme süreci geçirmesinin dışında, tekrar çöktü. Bunun nedenleri arasında şunlar sıralanabilir (Seatrade Review Monthly, 1993) :

- 1) 1990-92 Anglo-Saxon ekonomik durgunluğu deniz taşımacılığına olan talebi azalttı. Ham petrol taşımacılığına olan talep, körfez savaşının da etkisi ile yıllık %3.5 oranında az bir şekilde artıyordu. Kuru dökme yük taşımacılığı ise % 10' un üzerinde bir düşüş göstermiştir.
- 2) 1989-91 yıllarında verilen yeni gemi siparişleri, ekonomik büyüme oranının düştüğü ve talebin azaldığı bir dönemde tanker ve kuru dökme yük gemi arzının artmasına sebep olmuştur.
- 3) 1988-91 yılları arasında satış fiyatı/kazançlar oranının korunabilmesi sebebi ile hurdaya az sayıda gemi çıkarıldı ve bu yüzden yaşlı gemiler çalışmaya devam etti.

1980' li yılların ortalarında, düşük yeni gemi inşaat fiyatları ve modern gemilerin sağladığı işletim masraflarını düşürme avantajı sebebi ile konteyner filo kapasitesinde aşırı bir artış görüldü. Özellikle Uzak Doğulu gemi işleticilerinin yerel ekonomilerindeki hızlı büyümeye bağlı olarak konteyner filolarını genişletmeleri aşırı kapasiteyi desteklemiştir. Uzak Doğulu operatörlerin düşük sermaye ve operasyon maliyetlerine dayanan agresif fiyatlandırma stratejileri ve bunu takiben batılı operatörlerin filo modernizasyonu ile bu duruma karşı korunma girişimleri, ana ticaret rotaları üzerinde navlun oranlarının üzerinde düşme baskısına yol açmıştır. 1990 başlarındaki ekonomik durgunlaşma ile daha da kötü duruma gelmiştir. BIS'in 1993'te önerdiği yeni sermaye yeterliliği standartları ile aynı döneme rastlayan deniz taşımacılığı piyasalarındaki kötüleşme, her zamanki gibi denizcilik finansmanında olumsuzluklara yol açmıştır (Drewry Consultants Ltd., 1996).

Denizcilik piyasalarındaki bu olumsuz gelişmeler bankaların yatırım için gerekli özkaynak talebini artırmalarına ve borç verecekleri şirketleri seçerken daha dikkatli davranmalarına sebep olmuştur.

1995-1999 Dönemi: Asya Krizi ve Etkileri

Tayland'da başlayan, sonradan Malezya, Güney Kore, Hong Kong, Endonezya ve hatta Japonya'ya bile sıçrayan Asya krizinin ortaya çıkmasıyla, denizcilik sektörü halen olumsuz etkileri devam eden derin bir kriz aşamasından geçmektedir. Krizin ana sebebi, döviz kurlarının ısrarla sabit tutulmaya çalışılmasına bağlanmaktadır. Özellikle banka kredileri aşırı büyüyen ülkelerde banka gözetim sistemindeki yetersizliklerin de etkisiyle mali sistemler zayıflamıştır. Buna rağmen giderek artan ekonomik ve mali dengesizlik sinyallerine karşın bölgeye sermaye akışının devam etmesi belirli nedenlere dayanmaktadır (Andersen, 1997).

Yapılan tüm analizler, krizin ne zaman sona ereceği noktasında çeşitli tahminler ileri sürmesine karşın, bu tarihlerin hepsinde kriz derinleşerek devam etmiştir. İlk tarih Temmuz 1998 olarak belirtilmiş, ancak bu tarihte sektör en kötü dönemlerinden birini yaşamış ve ikinci tarih olarak 1999 sonları gösterilmesine karşın, mevsimsel iyileşmenin ötesinde bir düzelme görülmemiştir. Krizin boyutu ve derinliği noktasında kapsamlı bir önerme ileri sürülememektedir.

Bu noktada, krizin sonucunu firmaların finansal direnç düzeylerinin belirleyeceği açıktır. Krize dayanamayan firmalar, sektörden elimine edilerek, güçlü ve/veya finansal desteğe sahip firmalar faaliyetlerine devam edebilecektir.

2000 Sonrası Dönem

Çin'deki gelişme bu dönemdeki yükselişin ana sebebi olarak görülmektedir. Çin'deki yüksek sanayileşme atağı bu ülkenin yatırım hammaddelerini büyük miktarda ithal etmesine sebep olmuştur. Bu tarz dökme yükleri taşıyan cape size tabir edilen 170,000 – 180,000 DWT lik gemilerin kiralaları bu sebeple çok yükselmiştir.

Petrol fiyatlarındaki bu dönemde karşımıza çıkan artış gemi yakıt maliyetlerini çok arttırmış ve bu artış talepteki canlanmaya paralel olarak navlunlara etki etmiştir.

Büyük tonajdaki talep artışı küçük tonajlara da etki ederek bu dönemde kuru yük piyasası altın çağlarını yaşamıştır. Bu dönemin Çin'deki gelişime paralel olması bu ülkenin ekonomik durumunun gelişmesi ile devam edeceği öngörülmektedir.

Kuru yük piyasasındaki bu artış tanker ve konteyner piyasalarına bu kadar yüksek oranda yansımamıştır. Gemilere olan bu talep hurda fiyatlarının arz eksikliğinden dolayı tavan yapmasına neden olmuştur.

Bu dönemde denizcilik piyasası çok geliştiği için gemi fiyatları çok yüksek seyretmekte ve piyasadaki gelişmeye paralel olarak sektöre ilgi gösteren finans kuruluşlarının sayısında artma gözlemlenmektedir.

III. GEMİ FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Bu bölümde denizcilik şirketlerinin finansman kaynakları ve finansman yöntemleri detaylı olarak ele alınmaktadır.

3.1. Gemi Yatırımının Finansmanı

Bir sektör için yapılan yatırımlar, sektörde dolaşan fon akımının ve faaliyette bulunan firmaların finansal varlıklarının bir aynası olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla, denizcilik sektörü'ndeki yatırımların yani gemilerin değerlerinin milyon dolarlarla ölçülmesi, sistemdeki fon akımının ne denli yüksek değerlerde olduğunun bir göstergesidir.

Bu dev çarkın devamlı işleyebilmesi için, sektörün finansman ihtiyacını uygun maliyetli finansman yöntemleriyle karşılaması gerekir. Ancak olaya finansal kurumlar açısından bakıldığında iş o kadar basit değildir. Sektörde her ne kadar yüksek rakamlar telaffuz edilse de, armatör gelirlerinin navlun piyasasındaki değişimlerden dolayı devamlı dalgalanması, varlıkları yani gemilerin devamlı sefer yaparak değişen hava ve deniz şartlarına maruz kalması, sektörde faaliyette bulunan şirketlerin finansal yapısının yeterli derecede şeffaf olmaması ve denetlenmiş finansal bilgilerin her zaman elde edilememesi gibi birçok temel sorunlardan dolayı finansal kurumlar denizcilik sektörü'ne şüpheyle yaklaşmaktadır.

Gemi finansmanını temelde iki ayrı bölüm halinde incelemek gerekir . Bunlardan ilki, gemilerin inşaa edilmekte oldukları aşamada kullanılmakta olan Teslim Öncesi Krediler'dir (Predelivery Credits). Bu kredilerin temel özelliklerini :

- Vade olarak, geminin yapım süresinden uzun olmamaları, teminat olarak genelde inşaa halindeki gemilerin ipoteklerinin alınmış olmaları veya gemi armatöre bitmiş olarak teslim edilecekse yapılan ödemeler karşılığı geri ödeme garanti mektuplarının alınmış olması,

- Belirli bir oranda özkaynak ile birlikte veriliyor olmaları, gemi işletmeciliğinin uluslararası özelliğinin inşa aşamasında henüz kazanılmamış olması nedeniyle, bu tarz kredilerin, geminin inşa edildiği ülke koşulları ve mevzuatı çerçevesinde değerlendirilmesi ve bunun sonucu olarak kredi veren finansal kuruluşların daha yerel ve ulusal finansal kuruluşlar olmaları,
- Kredi kullanımının, geminin inşası ile ilgili olduğunun belirlenmesi ve belgelenmesi açısından, belge-fatura karşılığı kullanılmalrı,
- Geminin çalışmaya başlaması ile birlikte kapatılmaları olarak sayabiliriz (<http://www.gapdogukalkinma.com/ticaret/210.Deniz%20kredi.htm>)

Gemi finansmanında kullanılan diğer kategori kredilerin genel adı Teslim Sonrası Krediler (Postdelivery Credits) olup, bunların temel özellikleri ise (<http://www.gapdogukalkinma.com/ticaret/210.Deniz%20kredi.htm>) ,

- Vadelerinin 10-12 yıl gibi uzun sürelere çıkabilmeleri,
- Tamamen nakit akışı analizlerine dayalı olarak verilmeleri,
- Finanse edilen geminin yaşı ve tipine bağlı olarak dünyada ve Türkiye’de gemi finansmanı kredi miktarı ile geminin değeri arasında bir ilişki kurulması (Loan to vessel ratio)
- Gemi işletmeciliğinin uluslararası özelliği nedeniyle, çok sayıda uluslararası finansal kuruluşun bu tarz krediler vermekte istekli olmaları,
- Denizcilik sektörünün dalgalı yapısından dolayı zaman zaman artan ve düşen navlun gelirlerine bağlı olarak, kredi geri ödeme miktarlarının yeniden belirlenebilmesi (Restructuring),
- Teminatlandırmada temel ilke olarak kredilendirilen geminin ipoteğinin alınması, sigortasının ve her türlü navlun gelirlerinin temlik alınması,
- Geminin kayıtlı olduğu ülkenin deniz hukukunun, kredi verip vermeme konusunda ilgili finansal kuruluşlar tarafından belirleyici bir özelliğinin olması şeklinde belirtilebilir.

Dünyada gemi finansmanı dendiğinde ilk akla gelen her zaman teslim sonrası krediler olmuştur. Teslim sonrası krediler, teslim öncesi kredilerle kıyaslandığında çok daha büyük bir

pazar payına sahiptir. Ancak, tüm dünyada bu tarz krediler, belli uzmanlık ve organizasyona sahip finansal kuruluşlar tarafından verilmektedir.

Gemi finansmanı, diğer uzmanlaşmış orta vadeli borç verme türlerinden beş ana nedenden dolayı farklılık göstermektedir (Drewry Consultants Ltd., 1996):

1. Sermaye yoğun bir sektördür, sermaye yapılanması farklıdır,
2. Sektör hakkında sınırlı enformasyon mevcuttur,
3. Finansal kuruluşların kısa vadeli finansman ufku ile kredi talebi olan denizcilik firmalarının uzun vadeli finansman talebi çelişmektedir,
4. Oldukça istikrarsız bir piyasadır,
5. Gemiler taşınabilir varlıklardır.

1. Sermaye yoğunluğu: Denizcilik oldukça yüksek sermaye yoğunluğu olan bir sektördür. Sermaye yoğunluğunun birtakım göstergeleri vardır. Bunlar (Chrzanowski, 1975):

- a) Aktiflerin değeri
- b) Koruma politikalarının (teşviklerin) yoğunluğu
- c) Piyasanın monopolist yapısıdır

Sermaye yoğunluğunu gösteren birinci gösterge aktiflerin değeridir. Gemi işletmelerinde en önemli aktifler genelde işletmenin sahibi olduğu gemilerdir. Gemilerin satış fiyatları, ister yeni gemi olsun (ki yeni gemilerin fiyatları eski gemilere göre daha pahalıdır) isterse eski gemi olsun çok yüksektir.

Sermaye yoğunluğunu gösteren ikinci gösterge ise, devletin uyguladığı çeşitli teşviklerdir. Gemi işletmelerindeki gelir artışları sadece navlun (fiyat) artışlarından kaynaklanmaktadır. Oysa, gemi işletmelerindeki işletme maliyetleri artışlarının, fiyat artışlarından daha yüksek olması nedeniyle yatırımlarını kendi kendilerine finanse etmeleri çok zor olmaktadır. Bu nedenle, gemi işletmeleri için çeşitli yatırımlarda gerekli olan sermaye, borçlanma yoluyla temin edilmek durumundadır. Ancak, bu kadar büyük bir

sermaye gereksinimini bankaların karşılamayı riskli bulmaları nedeniyle, ülke ekonomisine katkısı düşünülerek devlet tarafından çeşitli teşvikler verilmektedir.

Sermaye yoğunluğunu gösteren üçüncü gösterge ise navlun (yük) taşıma piyasasının monopolist yapısıdır. Gemi işletmelerinde bir yandan sermaye ihtiyacının fazla olması, diğer taraftan gerekli sermaye birikiminin işletme içinde kendi finansal kaynaklarıyla çok yavaş oluşması, (Türkiye'de gemi işletmeleri genelde aile şirketleri olduğu için gerekli sermaye, özellikle yeni yatırımlar için, daha da zor birikmektedir) nedeniyle gemi işletmelerinin çeşitli şekillerde birleştiği veya anlaştığı görülmektedir. Bu anlaşmalar ve birleşmeler navlun (yük) taşıma piyasasının monopolist bir yapı kazanmasına yol açmaktadır (Chrzanowski, 1975).

2. Sermaye yapısı ve sınırlı enformasyon: Denizcilik sektöründe sınırlı sayıda halka açık şirket vardır. Bunun yanında denizcilik sektörüne yönelik araştırmalar ve analizler için yeterli düzeyde tarihsel veya güncel veri mevcut değildir. Birçok kritik parametreye ilişkin verilerin kayıtları sistematik olarak tutulmamakta ve yayımlanmamaktadır. Denizcilik sektöründe yer alan firmaların içe dönük yapıları bu sorunları artırıcı nedenlerden biridir (Drewry Consultants Ltd., 1996) .

3. Çelişen farklı vade ufukları: Denizcilik finansmanında kısa ve uzun dönemler arasında bir uyumsuzluk vardır. Denizcilik, temel aktif değerlerin beklenen ömürlerini karşılamak ve daha uzun dönemli kârlılık sağlamak için uzun vadeli finans ve sermaye kaynağına ihtiyaç duymaktadır. Bununla birlikte, finansal kuruluşlar veya yatırımcılar, 20 yıl veya daha uzun vadeli finansman sunma noktasında oldukça isteksizdirler.

4. Oldukça istikrarsız piyasalar: Denizcilik ve özellikle kuru yük taşımacılığı piyasası oldukça istikrarsızdır. Finansal kuruluşlar, kısa süreli dalgalanmalara maruz kalan dönemsel piyasalarda yatırımı yönetmek konusunda deneyimli olsalar da, deniz taşımacılığı gibi bütün vade boyutlarında istikrarsızlığa sahip bir sektörde oldukça zorlanmaktadırlar. Bu durum finansman sağlayanlar ve yatırımcılar için daha güç koşulları doğurmaktadır.

5. Gemilerin taşınabilir varlık olması: Gemiler, uluslararası sularda hiçbir sınırlamaya tabi olmadan serbestçe dolaşabilmektedir. Açık sicil uygulamasıyla çok rahat kimlik değiştirme olanağına sahiptir ve bu noktada diğer sabit sermaye yatırımlarından farklılık arz etmektedir.

Bir armatör için finansman alternatiflerinin mevcudiyeti halinde, aşağıdaki hususların değerlendirilmesi gerekir (Drewry Consultants Ltd. Ltd., 1996):

- Sermaye maliyeti,
- Genişlemenin boyutu (geminin toplam işletme maliyeti içindeki payı),
- Kredi süresi,
- Gereken teminat,
- Kredi sözleşmesi,
- Sermayeye ulaşma hızı.

Denizcilik finansmanında fon sağlayan taraflar ve yöntemler incelendiğinde, başta bankalar olmak üzere birçok finansal kuruluş veya yöntemi görmek mümkündür.

3.2. Denizcilik Şirketlerinin Finansman Kaynakları

Denizcilik sektörünün finansman yöntemlerine geçmeden önce, şu iki temel soruyu cevaplamak gerekir:

1. Denizcilik sektörünün finansmanı için gerekli fon nereden sağlanmalıdır?
2. Şirketlerin bu fonu elde etmek için ne yapması gerekmektedir?

Bu soruların cevaplamak için öncelikle Dünya Finans Sistemi'ni bir bütün olarak incelemek gerekir. Sistemi; fon kaynakları, finansal piyasalar ve finansal araçlar olarak üçe ayırmak mümkündür (Stopford, 2002).

3.2.1. Fon Kaynakları

Tasarruf fazlası fonlar, hane halkı, işletmeler veya devlet gibi ekonomik birimler tarafından mali sisteme yatırıma dönüştürülmek üzere aktarılmaktadır. Bazı özel ve tüzel kişiler örneğin ev alarak tasarruflarını aracı kullanmadan yatırıma dönüştürürken, günümüzde tasarrufların yaklaşık 3/4'ü sigorta şirketleri, yatırım fonları, özel emeklilik fonları, ticaret bankaları, tasarruf bankaları gibi uzman finansal kuruluşlar aracılığıyla sisteme kazandırılmaktadır. Finans kurumları, tasarrufları mevduat olarak topladıktan sonra iki seçenekle karşı karşıya kalır. Bunların birincisi fonun yatırıma dönüştürülmesi, diğeri borç olarak verilmesidir (Stopford, 2002). Burada yatırımcı ile borç veren arasındaki fark ortaya çıkmaktadır.

Yatırımcılar, elindeki fonu bir işe veya bir projeye aktararak, kendisine kar payı olarak dönmesini ister. Genellikle hissesini başka birine satarak parasını geri alır. Ancak borç veren bir kişi için durum farklıdır çünkü o, önceden belirlenmiş bir süre sonunda elde edeceği faiz ile ilgilenmektedir. Bir yatırımcı, kar elde etmek için yatırım riskini üstlenirken, borç veren kişi, paranın ana para ve faizini eksiksiz ve zamanında almak ister. Dolayısıyla paranın geri dönmeme riski ile karşı karşıyadır.

3.2.2. Finansal Piyasalar

Finansal Piyasalar, fon ihtiyacı bulunan ekonomik birimlerin, fon fazlası bulunan ekonomik birimler ile fon alışverişi yapmak amacıyla karşılaştığı piyasalardır. Finansal piyasaları ticareti yapılan fonun vadesine göre para piyasası ve sermaye piyasası olarak ikiye ayırmak mümkündür:

Para Piyasası : Vadesi bir yıldan az (kısa vadeli) fon arzının ve talebinin karşılaştığı piyasa olup, araçlarını ticari senetler, kaynaklarını ise çeşitli türlerdeki mevduatlar oluşturmaktadır (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2000). Bir gemi sahibi elde ettiği karı likit tutmak isterse, ticari senet alarak mevduattan daha iyi bir getiri elde edebilir.

Sermaye Piyasası : En genel anlamıyla orta ve uzun vadeli fon arzının ve talebinin karşılaştığı piyasa olup, araçlarını hisse senetleri ve tahviller oluştururken, kaynakları para

piyasasında olduğu gibi tasarruf sahiplerinin birikimleridir (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2000). Ülkemizde işletmeler tahvilden çok hisse senedi yoluyla sermaye artırımını tercih etmektedir.

3.2.3. Finansal Araçlar

Finansal araçlar, tasarruf fazlası bulunan ekonomik birimler ile fon ihtiyacı bulunan denizcilik şirketleri arasında köprü görevi üstlenen kuruluşlardır. Finansal Araçları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

Ticari Bankalar : Ticari Bankalar, denizcilik sektörünün yabancı kaynak ihtiyacı açısından en çok tercih ettiği kuruluşlardır. Gelişmiş ülkelerdeki ticari bankaların çoğunda, konusunda uzman bir denizcilik bölümü mevcuttur. Sermaye ve para piyasasından elde ettiği fonları, şirketlere kısa ve orta vadeli kredi olarak sunarlar. Kredi faizleri genellikle LIBOR üzerine 0,5%-2% arası bir marj konularak belirlenmektedir. \$50 milyon değerinin üzerindeki krediler genellikle birkaç bankanın riski paylaştığı sendikasyon kredileri ile tahsis edilmektedir (Stopford, 2002).

Gemi İpotek Bankaları : Özellikle Almanya, Yunanistan, Finlandiya, İsveç ve Danimarka gibi denizciliğin geliştiği ülkelerde, sektördeki firmalara uzmanlaşmış denizcilik bankaları kredi sağlamaktadır. Bu bankalar yerel yatırımcılara vergi imtiyazı sağlayan tahvil ihraç etmekte ve karşılığında fon elde etmektedir. Armatör elde ettiği kredi karşılığında mevcut ya da inşa ettireceği gemisini, piyasa değeri üzerinden belirli bir oranda bankaya ipotek ettirmektedir. Örneğin Almanya'da geminin ipotek değeri, toplam değerinin %60'ını geçemez ve kredi vadesi en fazla 12 yıl olmaktadır (Stopford, 2002).

Yatırım Bankaları: Bu türdeki bankalar müşterilere doğrudan kredi yaratmayıp, sendikasyon kredileri, halka arz ve tahvil ihracı gibi konularda denizcilik şirketlerine aracılık etmektedir. Sektördeki çoğu firmanın sermaye artırımı ve ilgili diğer konular bağlamında sermaye yapısının yetersizliğinden dolayı, denizcilik sektörü konusunda uzmanlaşmış yatırım bankası sayısı sınırlı kalmaktadır (Stopford, 2002).

Finansal Kiralama (Leasing) Kuruluşları : Taşınır ya da taşınmaz malların finansal kurumlar veya söz konusu malların üreticileri tarafından kiraya verilmesi finansal kiralama olarak tanımlanmaktadır (Berk, 2000). Finansal kiralama, duran varlıkların özellikle gemilerin uzun vadeli finansmanında tercih edilen bir yöntemdir. Japonya'da finansal kiralama şirketleri, gemi finansmanında önemli bir yere sahiptir. Kiralanan gemiler, sözleşmenin bitiminde kiracıya satılmaktadır.

Eximbank : Birçok devlet, yerli ve yabancı gemi yatırımcılarına gemi inşa kredileri sunmaktadır. Eximbank kredileri, ulusal gemi inşa sektörünü yabancı armatörlere cazip hale getirmektedir. Eximbank kredileri, OECD ihracat kredileri şartlarına göre 8% yıllık faizli, 8-9 yıl vadeli olarak sunulmaktadır. Güney Kore dışındaki ülkelerde eximbank kredileri ulusal para birimi cinsinden verilmektedir. Kredi, ya kamu sermayeli bir banka ya da devlet garantisi almış özel sermayeli bir banka tarafından tahsis edilmektedir. Kredi fiyatı ise ulusal para piyasasından temin edilen fonun maliyeti üzerine belirli bir marj konularak belirlenmektedir.

3.3. Denizcilik Şirketlerinin Finansman Yöntemleri

Her şirkette olduğu gibi bir denizcilik şirketinde de finans yöneticisi, şirketin piyasa değerini azamileştirmeyi hedeflerken, çalışma sermayesi ve yatırımlar için en uygun fonu da temin etmek durumundadır. Şirket ihtiyacı olan fonu, özkaynaklarından karşılayabileceği gibi bunun yetersiz kalması durumunda yabancı kaynaklara yönelebilmelidir. Finansman yöntemlerini özkaynak ile finansman, dış kaynak yoluyla finansman olarak iki ana grupta toplamak mümkündür (Erdoğan, 2001a).

1. Öz Kaynak ile Finansman
 - Özsermaye ile finansman
 - Halka Arz yolu ile finansman
2. Yabancı Kaynak ile Finansman
 - Krediler
 - Ticari Banka Kredileri
 - Sendikasyon Kredileri

- Eximbank Kredileri
- Tersane Kredisi
- Dünya Bankası Kredileri
- Döviz Kredisi
- Teşvik Fonu Kaynaklı Yatırım Kredisi
- Gısat Fonu Kredisi
- Tahvil Çıkarımı
- Kiralama
 - Finansal Kiralama
 - Faaliyet Kiralaması (Chartering)

3.4.2 . Özkaynak İle Finansman

Bir işletme eğer yeterli düzeyde özkaynağa sahip ise, finansman ihtiyacını karşılamak için kullanacağı yöntem özkaynak ile finansman olacaktır. Çünkü bu yöntem, tüm finansman yöntemleri içinde en düşük maliyete sahiptir. Özkaynak ile finansman yöntemlerini mevcut sermaye ile finansman ve halka arz yolu ile finansman olarak iki ana başlıkta toplamak mümkündür.

3.4.2.1. Öz Sermaye ile Finansman

Para ya da mal olarak ortaklarca işletmeye konan sermaye ile faaliyet dönemi sonunda elde edilen kazancın dağıtılmayarak işletmede bırakılan kısmı, yedek akçe ve bu nitelikte olan karşılıklar özkaynakları oluşturur. Ancak kuruluşun sonraki yıllarda özsermaye = başlangıçtaki öz sermaye + sonraki artırımlar + dağıtılmamış karlar - uğranılan zararlar şeklinde oluşur (Bayar, 1975). Diğer bir deyişle öz sermaye, işletmenin bilançosundaki aktif toplamı ile borçları arasındaki farktır.

Özsermaye kullanılarak yapılan finansman en kolay finansman yöntemi olup, şirket finansman ihtiyacını ortaklardan, geçmiş yılların dağıtılmamış karlarından, rezervlerden, net dönem karından ya da doğrudan yakın arkadaşlarından veya aile üyelerinden karşılamaktadır.

Birçok denizcilik şirketi finansman ihtiyacının en azından bir kısmını bu yöntemle karşılamakta, kalan miktar için diğer finansman yöntemlerine başvurmaktadır.

Öz sermaye yasal yapıları ne olursa olsun yeni kurulan firmalar için ilk fon kaynağını oluşturduğu gibi, mevcut firmaların da borçlanarak kaynak sağlamalarına olanak verir. Hiç bir denizcilik şirketi öz sermaye temeline dayanmadan, sürekli olarak borçlanarak kaynak temin edemez. Öz sermaye, firmalar açısından sürekli bir kaynak niteliğindedir.

Öz sermaye ile finansmanın özellikleri şöyle özetlenebilir:

1. Öz sermaye ile finansman denizcilik şirketine sabit bir yük getirmez.
2. Öz sermayenin belirli bir vadesi yoktur ve şirket için sürekli bir kaynak niteliğindedir.
3. Öz sermaye, firmanın gelecekte uğrayabileceği zararlara karşı bir emniyet olarak görüldüğünden, öz sermayenin artışı, firmanın kredi değerliliğini yükselterek ilave kaynaklar bulmasını kolaylaştırır.
4. Teşvik tedbirlerinden yararlanabilmek için yatırımın belirli bir oranda öz sermaye ile karşılanması koşulu arandığında özsermaye ile finansman gerekli olmaktadır.
5. Denizcilik şirketinin cari finansal yapısı özellikle öz sermaye/borç oranı daha fazla borçlanmak için elverişli değilse, daha sağlıklı bir mali yapıya kavuşabilmek için sermaye artırma yoluna gidebilirler. Şirketin likidite durumu daha fazla borçlanmayı firma açısından riskli hale getiriyorsa, ihtiyaç duyulan ilave fonların öz sermaye artışı ile sağlanması yerinde olur.
6. Finansman kurumlarının, özellikle yatırım kredisi verirken konu şirket için belirli bir Öz kaynak /Yabancı kaynak oranı aramaları firmaları öz sermayelerini artırmak zorunda bırakmaktadır.

Ancak, gemi işletmelerinde öz sermaye ile yatırımların gerçekleştirilmesi çok güçtür. Çünkü gemi işletmelerinde, yukarıda da değinildiği üzere, sermaye yoğun bir sektör olması ve sermayelerinin çok pahalı sabit varlıklar olan gemilere bağlı olması nedeniyle likit olarak paraya sahip olamamaları, yatırımlarını hatta bazı işletme maliyetlerini bile borçlanarak yapmak durumunda bırakmaktadır. Gemi işletmelerinin sahip oldukları gemiler, ya devletin sağladığı ucuz ve uzun vadeli kredilerle, ya yabancı ülkelerden alınan krediler, ya da leasing gibi yollarla olmuştur. Bundan dolayı, gemi işletmelerinin likit potansiyeli işletmenin sabit varlıklarına bağlı kalmakta, bu da toplam borç/öz sermaye rasyosunu yükselterek gemi işletmesinin kredibilitesini düşürmektedir. Bu nedenle, gemi işletmeleri, yatırımlar yapıldıktan sonra sermaye artırımları ve kardan ayrılan paylarla bu rasyoyu düşürmeye çalışarak kredibilitelerini artırmayı hedeflemektedirler.

3.4.2.2. Halka Arz Yoluyla Finansman

Halka arz, sermaye piyasası araçlarının satın alınması için;

- Her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını,
- Halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini,
- Hisse senetlerinin borsalar veya diğer teşkilatlanmış piyasalarda devamlı işlem görmesini,
- Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla payların veya hisse senetlerinin satışını ifade etmektedir (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2000).

Denizcilik sektöründe, firmaların işlem görebileceği etkin bir denizcilik borsasının olmadığı serzenişisi halen devam etmektedir. Çok genel olmasa da mevcut borsalarda diğerleri ile karşılaştırıldığında denizcilik riskli, kestirilemeyen sonuçlara sahip ve güvenilir olmayan bir sektör olarak algılanmaktadır. Buna karşın denizcilik sektöründe yapılan çeşitli analizler, sektörün kurumsal yatırımcılar cephesinde algılandığından daha az riskli ve getiri yönünde daha güçlü olduğunu belirlemiş, bu sonuç özellikle dinamik bir yapı gösteren ABD hisse senedi piyasası ortamında da ispat edilmiştir.

Denizcilik firmaları cephesinden bakıldığında hisse senedi piyasaları, denizcilik için yıllardır göreceli olarak önemsiz bir sermaye kaynağı olarak değerlendirilmiştir. Bu piyasalarda sınırlı sayıda halka açık denizcilik firmaları kaynak sağlamasına karşın, işlem gören hisse senetleri, genellikle net aktif değerinin yüksek bir iskonto oranı uygulanarak değerlendirilmektedir (Kavussanos ve Maroulis, 1998).

Hisse senedi kavramı genel olarak varlığa dayalı nakit akışının, sabit veya değişken finansal enstrümanlara dönüştürülmesini kapsamaktadır. Menkul kıymetleştirme, diğer finansal alanlarda yıllardır uygulanmasına karşın, ancak yakın zamanlarda denizcilik sektöründe uygulama olanağı bulmuştur. Bunun ana nedeni menkul kıymetleştirmenin denizcilik endüstrisinde çok nadir rastlanılan düzenli, belli bir gelir akışının varlığına bağlı oluşudur.

Hisse senedi piyasaları, denizcilik sektörünün gelişimi için ihtiyaç duyulan sermaye kaynaklarının yıllardır çok az bir kısmını kapsamıştır. Borsalarda işlem gören mevcut denizcilik firmalarının bir çoğunun da düşük performans göstermiş olmaları, bu kısır döngünün kırılmamasının önemli nedenlerinden biri olarak görülebilir (Erdoğan, 1996). Denizcilik firmalarının borsaya kotasyonunda diğer sektörlerle kıyasla geç kaldığı belirtilmektedir. Hatta, Norveç, Danimarka, Yunanistan, Almanya, Japonya ve ABD gibi önde gelen denizciliğe önem veren birkaç ülke dışında, birçok ülkenin borsasında denizcilik işletmeleri işlem bile görmemektedir.

Halka arz, çok cazip sermaye şekli olup karşılıklı güvene dayalı, hiçbir kupon ya da faiz ödemesi gerektirmeyen bir finans modeli olarak ifade edilebilir. Bununla birlikte yatırımcılar sadece sınırlı risk taşıyan ve belirli bir getiri sağlayan girişimlere sermaye aktarmaya eğilimlidirler. Hem risk hem de kar denizcilik sektörünün anahtar özellikleri olduğu için, halka arz bu noktada cazip bir opsiyon konumundadır.

Halka arz çalışmalarıyla, sermaye bulmaya hevesli denizcilik şirketlerinin en büyük engeli, denizcilik piyasalarının aşırı değişkenliği, denizcilik sektörü analizlerinin kısmi eksikliği ve sektörün yeteri düzeyde kurumsal yatırımcının ilgisini çekememe endişesi olarak özetlenebilir (Stokes, 1996). Bu analiz eksikliği, uluslararası borsalarda işlem gören az sayıda

firma olmasından kaynaklanmaktadır. Bu eksiklik, kısmen denizcilik sektörünün değişkenliğine ilişkilendirilebilirken, daha önemlisi armatörlerin içe dönük ve kamuoyuna kapalı örgütlenmelerinden de kaynaklanmaktadır.

Denizcilik finansmanında ağırlığı olanlar, bankalar ve banka dışı finansal kuruluşlar olsa da, hisse senedi piyasaları denizcilik sektörü için gelecek dönemlerde önemli bir sermaye kaynağı haline gelecektir. Bu bağlamda, navlun piyasaları, denizcilik firmalarının büyüklüğü/ölçeği, gemi kiralama politikaları, yönetsel kararlar ve borsalarda işlem gören denizcilik firma hisse senetlerinin performansı, bu gelişimin derecesini belirleyen temel etkenlerdir (Grammenos ve Marcoulis, 1996).

Denizcilik firmalarının hisse senetlerinin performansını belirleyen faktörler arasında şunlar belirtilebilir (Sfakianankis ve Marcoulis, 1993).

- Piyasa şartları,
- Arz ve talep dengesi,
- Dünya endüstriyel üretim düzeyi,
- Navlun oranlarının ve akaryakıt fiyatlarının seyri,
- Denizcilik firmasının finansal kaldıraç düzeyi,
- Geminin veya filonun yaşı,
- Denizcilik firmasının kiralama politikası,
- Denizcilik firmasının yönetim kalitesi,
- Kâr dağıtım politikaları.

Türkiye'de henüz hiçbir denizcilik şirketi halka arz yolu ile sermaye artırımında bulunmamıştır. Bunun nedenleri ise sermaye yapısının yeterli şeffaflıkta olmaması, kurumsallaşmanın sektörün geneline yayılamaması ve diğer nedenler olarak sıralanabilir. Dünyada ise birçok denizcilik şirketi halka arz yolu ile finansmanı tercih etmekte ve hisse senetleri New York, Oslo, Hong Kong, Singapur, Stokholm gibi birçok büyük borsada işlem görmektedir. Yatırımcılar, Dünya Denizcilik Piyasası'ndaki aşırı dalgalanmalardan dolayı bu piyasada faaliyette bulunan şirketlerin hisse senetlerini riskli bulmakta, ancak sektörün trendinin yakından takibi ile bu riskin önemli bir getiriye dönüşebileceğini düşünmektedir.

3.3.2. Yabancı Kaynak İle Finansman

Borçlanma, son 30-40 yılda denizcilik şirketlerinin en çok tercih ettiği finansman yöntemi olmuştur. İşletmeler özkaynak yapısının yeterli olmadığı durumlarda yabancı kaynak yolu ile finansman yöntemlerine ilgi duymaktadır. Yabancı kaynaklardan optimum yararlanma tercihinde yaygın kullanılan kriter faiz karşılama oranıdır (Erdoğan, 2001b).

Yabancı kaynakla finansmanın avantajları şunlardır :

- İşletmeye ortak almadan, dolayısıyla yönetimi başkaları ile paylaşmadan finansman gereksiniminin karşılanması,
- Alınan krediler için ödenen faizlerin, gider oldukları için bunların vergiden düşülmesi,
- Daha öncede öz kaynakla finansman konusunda da değinildiği üzere, alınan kredilerin faiz ödemesinin, hisse senetlerine kar payı vermekten daha ucuz olması.

Dış kaynakla finansmanın dezavantajları ise şunlardır

- Dış kaynakla finansmanın maliyeti olan faiz yükünün işletmenin likiditesini bağlaması ve nakit sorunu ortaya çıkması,
- Eğer dış kaynakla finansman bir teminata bağlı ise, bunun işletmeye ek bir yük getirmesi,
- Dış kaynakla finansmanın toplam borç/öz sermaye rasyosunu daha da yükseltmesi, (Bu da firmanın riskini artıracığından hisse senetlerinin değerinin düşmesine yol açması)
- Uzun süreli yatırımlar için yapılan tahmin ve planların, koşullar değişmesi halinde, bu borçların ağır bir yük haline gelmesi.

Gemi işletmelerini sermaye yoğun bir sektör olması ve yatırım maliyetlerinin çok yüksek olması nedeniyle, yukarıda avantajları ve dezavantajları sayılan dış kaynakla finansmanın aslında uzun vadeli krediler olduğunu belirtmekte fayda vardır.

Yabancı kaynak ile finansman yöntemlerini, krediler ve tahvil çıkarımı ve finansal kiralama olmak üzere üç ana başlıkta toplamak mümkündür.

3.3.2.1. Krediler

Bu bölümde denizcilik şirketlerinin kullandıkları kredi türleri açıklanmaktadır.

1. Banka Kredisi

Her şeyden önce, denizcilik sektörü bir bütün olarak çeşitli zorlukları olan, kendine has birtakım özellikleri olan bir sektördür. Bu sektör içinde yer alan gemi işletmeleri sermaye yoğun olup, ilk kuruluş yatırımları ve yenileme yatırımları mali açıdan önemli rakamlarla ifade edilmektedir. Bu nedenle, bankacılık sektörünün gemi işletmelerine finansman sağlaması, bankaların finansman kaynaklarının hacmine ve vadesine bağlıdır

Ticari banka kredileri, denizcilik şirketlerinin en yaygın olarak kullandığı yabancı kaynak finansman türüdür. Günümüzde bir geminin değeri milyon \$ ve katlarıyla telaffuz edilmektedir. Örneğin 500 teu taşıma kapasiteli, son teknoloji kullanılarak üretilmiş bir konteyner gemisinin değeri 20-25 milyon \$ arasında değişmektedir. Armatörler bu gibi değerli gemileri finanse etmek için finans kuruluşlarından orta/uzun vadeli ve düşük faizli kredi talep etmektedir. Özellikle navlun piyasalarındaki, yakıt fiyatlarındaki ve daha birçok konudaki ani ve yüksek orandaki değişimler, denizcilik şirketlerinin nakit girişlerini doğrudan etkileyebilmekte olduğundan özellikle ekonominin belirsiz olduğu ülkelerde bankalar sadece kısa vadeli kredi sunmaktadır. Günümüzde dünya çapında faaliyette bulunan, sadece denizcilik sektörünün finansman ihtiyacını karşılayan, özellikle gemi finansmanı konusu üzerine uzmanlaşmış 20 civarında büyük banka bulunmaktadır (Stopford, 2002).

Genel anlamda, armatörlerin ve dolayısıyla bankaların karşılaştıkları temel riskler şu şekilde kategorize edilebilir (Drewry Consultants Ltd., 1996):

Piyasa riski: Armatörün sahip olduğu veya yatırım yaptığı tonaj ile ilgili karşılaşılan riskler önemli bir faktördür.

Zamanlama riski: Hangi tonaj grubuna ne zaman yatırımın yapılacağını kestirilmesi ve değişen piyasa koşullarına adaptasyonda önemli bir kriter olarak değerlendirilebilir.

İş riski: Armatörün yüksek kiralama talebi ile kiracı firmaların düşük oran sunma çabası ciddi bir çatışma halindedir.

Teknolojik risk: Ekonomik ömrü tükenmek üzere olan tonajlar için geçerli bir sorundur. Yeni bir geminin devreye girmesi 18-24 aylık süreyi kapsadığı genel kabul görmüştür. Bu zaman aralığı, teknolojik adaptasyonda ortalama 1.5 yıl gibi bir gecikme riskine maruz kalınabileceğini göstermektedir.

Politik risk: Çeşitli ülkeler arasında ticaret yapmak durumunda olan armatörler için söz konusu olan bir risk türüdür.

Makro ekonomik risk: Dünya ticaretinde yaşanan daralma ve genişlemeler bir türev talep olan denizcilik sektörünü dolaylı olarak etkilemektedir

Denizcilik kredilerinin tahsis süreci diğer sektörlerin kredilendirme süreci ile benzerlik göstermektedir. Kredi talep eden gemi sahibi veya denizcilik şirketi, denizcilik bankasına başvurarak ihtiyacını belirtir. Eğer kredi yöneticisi bankası açısından bu kredinin verilmesinin yararlı olduğuna karar verirse, genel bir teklif hazırlar ve mutabakat sağlanamayan maddeleri çözmeye çalışır. Her ticari kredide olduğu gibi denizcilik kredilerinde de 7 önemli nokta öne çıkmaktadır. Bu noktalar sırasıyla, vade, yatırımı karşılama oranı, geri ödeme programı, para birimi, faiz oranı, banka komisyonları, gösterilecek teminatlar ve sözleşme şartları olmaktadır. (Stopford, 2002):

Vade (Tenor): Kredinin geri ödeme süresi olup, denizcilik kredilerinde bu süre 3 ile 15 yıl arasında değişebilmektedir.

Yatırımı Karşılama Oranı (Gearing) : Yatırımı Karşılama Oranı, tahsis edilen kredinin, yatırımın yani inşa edilecek ya da satın alınacak geminin piyasa değerinin yüzde kaçını karşılayacağını belirtmekte olup, geminin türüne, yaşına, teminatlara ve bankacılık sektöründeki rekabet yoğunluğuna göre değişmektedir. Birçok banka ilgili geminin haricinde başka teminatlar bulunmadıkça, bu oranın %50'yi geçmemesini uygun görmekte beraber, filodaki diğer gemilerin ipotek edilmesi, zaman esaslı bir kira sözleşmesinin veya armatörün mal varlığının teminat olarak sunulması durumunda bu oranı %80'e kadar çıkartabilmektedir. Ancak bankacılık sektörü de rekabetin yoğun olduğu sektörlerden biri olduğundan, yatırım karşılama oranı, piyasadaki diğer bankaların tekliflerine göre de değişiklik gösterebilmektedir.

Geri Ödeme Programı (Repayment Schedule): Genellikle kredinin ana para ve faiziyle birlikte geri ödenmesi vadenin eşit zaman dilimlerine bölünmesiyle gerçekleşmektedir. Örneğin İngiltere'deki bankalar 6 ayda bir ödeme tercih etmektedir (Stopford, 2002). Ancak banka, güven duyduğu armatörler için "balon yöntemi" uygulayabilir. Balon yöntemi, geri ödemelerde kullanılan bir yöntem olup, balon olarak tabir edilen kısım ana paranın vade sonunda tamamının veya kredi sözleşmesine göre bir kısmının (min. %50-60') ödenebilmesi imkanındır (Erdoğan, 2001c). Bu durumda, armatör birkaç yıl geri ödeme yapmadan kredi kullanabilir.

Para Birimi (Currency) : Denizcilik kredileri çoğunlukla amerikan doları cinsinden verilmektedir. Ancak, tersaneler aracılığıyla sağlanan kredilerde ulusal para birimi tercih edilebilmektedir.

Faiz oranı : Bankalar kredi faiz oranlarını, fonlama maliyetlerinin üzerine bir güvenlik payı ekleyerek belirlemektedir. Krediler, yabancı bankalar tarafından genellikle LIBOR + (%0.5-2.0) faizle sunulmaktadır (Stopford, 2002). Güvenlik payı genellikle bankanın genel yönetim giderlerini, kar payını ve kredinin geri ödenmemesi durumundaki kayıplarını karşılamalıdır.

Banka Komisyonları: Bankalar tahsis ettikleri kredinin karşılığında faiz dışında toplam kredi bedeli üzerinden komisyon ücreti de almaktadır. Komisyon ücretleri bankanın ücretlendirme politikasına ve bankacılık sektöründeki rekabete göre değişmektedir. Bu ücret hem kredinin serbest bırakılması hem de son geri ödeme aşamasında talep edilmektedir.

Teminatlar : Kredi kuruluşu, tahsis ettiği kredinin geri ödenememesi durumunda kaybını karşılamak için kredi talep eden firmadan teminat istemektedir. Denizcilik kredilerinde, finanse edilecek geminin ipoteği, filodaki diğer gemilerin ipoteği, kira sözleşmelerinden elde edilecek alacağın temliği, şirketin veya armatörün varlıkları teminat olarak gösterilebilmektedir. Bu teminatlardan özellikle gemilerin uzman kuruluşlarca değerlendirilmesi yapılarak piyasa değerleri doğru belirlenmelidir.

Vadesi 3 yılı aşan, uzun vadeli kira kontratları, kredi sağlayan bankalar için önemli teminatlardan biri olup, kredi sözleşmesine konu olabilmesi için üç şartı yerine getirmesi gerekir (Sabancı, 2003):

1. Kiracının mali yapısının sağlam olmasıdır. Büyük petrol şirketleri veya devlet kuruluşları bankaların tercih ettikleri kuruluşlardandır.
2. Kira gelirlerinin banka tarafından temlik veya rehin edilebilmesi için gerekli yasal zeminin (devir anlaşmasının) oluşturulması.
3. Uzun süreli kira kontratı ile düşük faizli, uzun vadeli ve yüksek limitli kredi almayı uman armatörün, banka istediği takdirde bu gelirleri banka lehine rehin veya temlik vermeye kendisini hazır hissetmesidir.

Uygulamada yaygın olarak kullanılan yöntemlerin biri de tek gemi şirketi (one ship company) kurmaktır. Armatör, genellikle finanse edilecek her gemi için ayrı açık-sicil kolaylığı sağlayan ülkelerden (Liberya, Panama,...) birinin menşesini kullanarak bir şirket kurar ve kredi kuruluşuna teminat olarak ilgili gemileri ipotek eder. Dolayısıyla tek şirket gemileri, armatörün filosundaki diğer gemilerin karşılaşacağı problemlerden (örneğin filodaki diğer gemilerden birinin istenilen uluslararası yeterlilikleri sağlayamadığından dolayı el konulması) muaf tutulur ve gemilerden elde

edilecek navlun geliri güvence altına alınır (Arnesen, 1973). Bu avantaj banka açısından önemli bir noktadır. Çünkü banka çoğu zaman, armatörün şeffaf olmamasından dolayı faaliyetlerini takip edip edemeyeceğinden emin değildir. Dolayısıyla gemiden ve yaratacağı navlun gelirinden başka hiçbir varlığı olmayan bir şirkete kredi verdiğini düşünmektedir. Bu durumda gemi ve beraberinde talep edilecek diğer teminatlar kredi yapılandırılmasında üzerinde durulması gereken önemli bir konudur.

Bazen bankalar verdikleri kredi sonucunda karşılaştıkları denizcilik riskinin bir kısmını başka bankaya satarlar. Böylece kredinin bir kısmını A bankasının, kalan kısmını da B bankasının karşılamasına rağmen, müşterinin muhatabı halen A Bankası'dır. Bu işlem, "Bankaların Aktif Satışı" olarak tanımlanmaktadır (Stopford, 2002).

İkinci el gemi alımında kullanılan banka kredileri genelde 5-8 yıl arasında değişir. Bu zaman aralığında armatörün ekonomik durumu meydana gelebilecek bir çok olaydan etkilenebilir. Banka, armatörü riskli durumlardan uzak tutup ekonomik tehlikeye girmesini önlemek için bazı şartlar öne sürebilir. Gemi kredi sözleşmelerinde yer alan bu şartlar hazırlanırken armatörün ticari serbestliğinin sınırlanmamasına özen gösterilmelidir. Bir kredi sözleşmesi kredi limiti, faiz ve komisyon oranları, ödeme planı, teminatlar, sözleşmenin feshi, kanuni ihtilaflarda yetkili mahkemeler ile ilgili yasal düzenlemeleri içerir. Kredi kullanan denizcilik şirketinin ödeyeceği faiz, LIBOR oranına (London Inter Banks Offered Rate) göre belirlenen ana faizin üzerine krediyi veren bankanın kendi özel koşullarına göre ilave edeceği faizle belirlenir.

LIBOR faiz oranları 3 veya 6 aylık periyotlar sonunda yeniden belirlenir. Bankaların temel fon kaynakları değişken oranlı olduğundan, sabit oranlı ticari banka kredisi bulmak zordur. Bankalardan yeni gemi inşaatı için de kredi temin etmek mümkündür. Gemi inşaatının 14-20 ay gibi bir sürede gerçekleşmesi ve bu süre dahilinde geminin mevcut bir geliri olmamasından dolayı ödemesiz bir dönem mevcuttur.

Yani gemi denize inip navlun geliri sağlamaya başlayınca geri ödeme başlar. Armatör şirket genellikle toplam masrafların % 15' ini gemi denize inmeden, inşa halindeyken öz kaynaklarını kullanarak karşılar. Öz kaynakların harcanma planı Armatöre bağlıdır.

Geminin inşaatının tersaneden kaynaklanan gecikmelerden dolayı zamanında bitmemesi halinde, bankanın ödemelerin vadelerini ertelemesi ve tarihlerini değiştirmesi söz konusu değildir. Böyle bir durumda armatörün uğrayacağı zararın önüne geçmek için tersanenin Armatöre tazminat ödemesini zorunlu kılacak maddeler yer almalıdır.

Yeni gemi yapım kredilerinde inşaat süresinden dolayı ödemesiz bir dönem mevcuttur. Satın alma kredilerinde ise geminin alımına karar verildiği andan itibaren en geç iki ay sonra geminin Armatöre devri gerçekleşir. Gemi hemen navlun geliri elde etmeye başlayacağından ödemesiz dönem mevcut değildir. Öz kaynaklar derhal harcanır ve harcama planı Armatöre bağlı değildir. Satın alma kredisinde, bankalar kendi güvenlikleri için teminat amacı ile Gemi ve Kara Malları ipoteği talep etmektedir. Türk bankaları ise %75-85 oranında gemi ipoteği, % 15-25 oranında kara malları ipoteği yapmak istemektedir. Yurtdışındaki bankalar için Türkiye' deki gayrimenkulun pek bir değeri yoktur ve bu yüzden gemi ipoteğini tercih ederler. İpotek miktarı krediyi alan denizcilik şirketinin piyasadaki güvenilirliğine göre değişir.

Kredinin geri ödenmemesi durumunda, ipotekli malların mülkiyeti Bankaya geçer. Banka gemiyi kendi hesabına işletip, kredinin ödemesi tamamlandıktan sonra Armatöre iade edebilir. Fakat böyle bir yol pratikte banka için pek cazip olmadığı için uygulanmamaktadır. Kısa ve orta süreli kredilerde, şirket ödemelerinin büyük bir miktarını aksatmadan ödemişse bankadan geri kalan miktar için ek süre talep edebilir.

2. Sendikasyon Kredileri

Bazen büyük denizcilik şirketlerinin finansman ihtiyacı (örneğin \$200 milyon), tek başına bir bankanın verebileceği kredi limitini aşabilir. Bankalar bu durumda firmaya kredi sağlamak amacıyla bir sendikasyon oluşturur.

Bir grup finansal kuruluşun ortak şartlarla bir tek borçluya finansman sağlamasına sendikasyon adı verilmektedir. Sendikasyon kredileri geleneksel olarak bir referans ya da endeks faiz oranı üzerine konulan bir ek faiz (spread) ile fiyatlandırılırlar. Vade genellikle 1 yıl ve üzeri olup, en düşük meblağ 10 milyon Amerikan doları civarındadır (<http://www.ganz-recht.de/stlehre/Ausland/fin15.htm>).

Sendikasyon kredilerinde amaç, büyük kredilerin küçük parçalara ayrılarak birçok bankaya dağıtılması yoluyla kredi riskinin bankalarca bölüşülerek, tek bir bankanın tüm risk ile karşı karşıya kalmasına engel olmaktır. 3 ila 10 banka, içlerinden birinin liderliğinde bir araya gelerek sendikasyonu kurarlar. Bu yapı içinde ve lider banka diğerlerine tahsis yapar, vade ve sözleşme koşullarını hazırlar, geri ödemeleri alır ve diğer bankalarla ilişkileri sağlar. Denizcilikte kullanılan sendikasyon kredi türleri, "klüp" veya "konsorsiyum" yöntemleridir (Stopford, 2002). Eğer kredi alan denizcilik şirketi geri ödemelerde zorluk çekerse, lider banka, denizcilik sektörü hakkında bilgi olmayan sendikasyon üyesi birçok bankayı kontrol etmekte zorlanabilir.

Sendikasyon Kredisinin Temel Özellikleri (Kalaycıoğlu, 1999) :

Sendikasyon kredisi talebini etkileyen faktörleri ekonomik koşullar, borç refinansmanı ihtiyacı, para talebi, döviz kuru dalgalanmaları ve farklı bir finansman çeşidinin tercihi olarak sayabiliriz. Öte yandan, sendikasyon kredilerinin arzı da bankaların durumu ve bunun borçlanma üzerindeki etkileri, kapitalizasyon oranları, bankaların belli başlı alıcılarla olan ilişkileri, risk faktörleri ve bankalararası rekabet koşullarına göre şekillenir. Bu faktörlerin birleşimi sonucunda sendikasyon anlaşmaları fiyatlandırılır, para kaynağı sağlanır ve borçlanma imkanları belirlenir. Sendikasyon kredilerinin temel özellikleri aşağıda sıralandığı gibidir:

1- Kredinin Büyüklüğü: Sendikasyon, borç vermekten doğan riskin dağıtıldığı bir tekniktir. Bu nedenle tek bir bankanın kendi portföyüne rahatça alabileceği kadar küçük miktarda krediler için uygun değildir. Eğer borçlu, bankadan kredi limitini aşan miktarda kredi talebinde bulunuyorsa ve bankanın kaybetmek istemediği bir müşterisi ise, banka bu krediye katılmaları için başka kuruluşlar arar. Az sayıda banka bu krediyi sağlayabiliyorsa bu

bir Kulüp Kredisi olur. Çok sayıda bankanın katıldığı bir sendikasyon kredisinde ise katılımcı bankaların birbirinden farklı miktarlarla krediye katılması daha olasıdır ve katılım miktarlarının farkı, bankaların sendikasyondaki statülerinden anlaşılabilir. Örneğin: "lider banka", "yardımcı yönetici", "katılımcı" gibi isimler bu statüyü belirtir.

2- Vade: Sendikasyon kredileri genellikle orta ve uzun vadeli olurlar. Sendikasyon tekniğinin kısa vadeli krediler için uygulanmasındaki sınırlamanın nedeni, sendikasyonun düzenlenmesinin zorluğu ve karmaşık bir süreç oluşudur. Kısa vadeli bir kredi için borçlu bu uğraşları karşılayacak maliyeti kabul etmeyebilir.

3- Değişken Faiz: Sendikasyon kredileri sabit faizden ziyade değişken faizle fiyatlandırılırlar. Bu fiyat, fonun kreditorlere maliyeti ve bunun üzerine ekleneni bir marjın toplamı olarak ifade edilir. En çok LIBOR gibi değişken faiz oranları kullanılır.

4- Ortak Faiz Oranı: Sendikasyon kredilerini birebir kredilerden ayıran özelliklerden biri, borçlunun kredi verenlere aynı faiz oranı üzerinden faiz ödemesidir. Ancak kredi birden fazla dilimden oluşuyorsa, her dilimin diğerinden farklı bir faiz oranı olabilir, ama yine de bir dilime katılmış bankalar aynı faiz oranına tabi olurlar.

5- Sorumlulukların Ayrılığı: Krediye katılan kreditorlerin her birinin sorumluluğu diğerinden ayrıdır, yani her bir kreditor kendi katılım payından sorumludur ve bir diğerinin taahhütünü yerine getirmek zorunda değildir.

6- Dökümantasyon: Ortak kredi dökümantasyonu, kreditorlerin borçluya verdikleri kredinin bütün hüküm ve koşullarını içermesi nedeniyle, sendikasyon kredilerinin temel özelliklerinden biridir.

7- Açıklık: Sendikasyon kredileri; hacimlerinin büyüklüğü, krediye katılan bankaların çokluğu ve dağılımı nedeniyle, borçlunun faaliyetlerini yürütmesini sağlayan fonun önemli bir kısmını oluşturur. Bunun sonucu olarak çoğu borçlu, kredinin piyasada bilinmesinden faydalanmak ister. Bir borçlu lehine özellikle iyi tanınan bankalardan oluşan bir konsorsiyum tarafından büyük miktarda bir sendikasyon kredisinin düzenlenmiş olması, o borçlunun

itibarını arttırır.

Sendikasyon Kredisinin Sağladığı Avantajlar

Sendikasyon kredilerinin diğer ticari kredi çeşitlerine kıyasla sağladığı çeşitli avantajlar vardır. Borçlu açısından bakıldığında (Kalaycıoğlu, 1999):

- 1) İlk avantaj kredinin miktarıdır. Borçlunun büyük miktarda krediye gereksinimi varsa, bunun hepsini tek bir bankadan sağlama olasılığı azdır.
- 2) Eğer gereksinim duyulan fon aynı amaç için kullanılacaksa, birden fazla kredi alıp bunları yönetmek borçlu için oldukça zor olacaktır. Bu nedenle borçlunun fon ihtiyacını tek bir kredide toplayabilmesi, yönetim kolaylığı sağlayacaktır.
- 3) Büyük miktardaki kredinin çok kısa bir sürede sağlanabilmesi borçlu için önemli bir avantajdır.
- 4) Borçlu için diğer bir avantaj ise, fonun belirli bir süre boyunca sağlanacağından emin olmasıdır. Borçlu, krediyi kullanarak gerçekleştirmeye başladığı faaliyetlerin yarım kalması tehlikesiyle karşı karşıya olmaz.
- 5) Sendikasyon yoluyla borçlu, kendisini tanımayan ve bu nedenle sendikasyon kredisindeki kadar düşük maliyete kredi vermeyecek bankalardan oluşan geniş bankalar topluluğuna ulaşır.

Borç verenlerin avantajlarını ise şöyle sıralayabiliriz (Kalaycıoğlu, 1999):

- 1) Her banka, müşterisinin finansal olarak iyi durumda olmasına ve gelişmesine katkıda bulunmak ister. Çünkü müşterisi kâr ettikçe bankayla daha çok çalışır. Böylece müşteri-banka ilişkileri güçlenir.
- 2) Banka, müşterisi için sendikasyon kredisi düzenleyerek komisyon kazancı elde eder.
- 3) Banka, hem müşterisine krediyi sağlamış olur, hem de kredi riskini diğer kredi verenlerle paylaşır .

Özellikle belli başlı ticaret ve yatırım bankaları sendikasyon piyasasında aktif olarak çalışıp, kredileri bularak kaynak sağladıkları için ekstra ücret alırlar, çünkü sendikasyonlu kredi sağlamanın her zaman bir risk payı vardır. Örneğin; aracı banka kredinin tamamı için katılımcı bulamazsa, kredi sözleşmesine göre gerekli miktarı kendi kaynaklarından tamamlamakla yükümlüdür. Bu nedenle ve itibarlarını borçlu lehine kullandıkları için, sendikasyon düzenleyen bankalar yönetim (management), düzenleme (arrangement), taahhüt (underwriting) gibi adlar altında ayrıca komisyon ve ücret alırlar. Bu komisyonların bir kısmı, katılımcılara dağıtılmak için de kullanılır.

Belli Başlı Sendikasyon Piyasaları

Sendikasyon kredileri bir ülke içinde yapılabileceği gibi, uluslararası alanda da yapılabilir. Mali alanda sınırların hemen hemen kalktığı günümüzde, sendikasyonlar daha çok uluslararası bir nitelik almıştır. Uluslararası sendikasyonlar New York, Londra gibi belli başlı sermaye piyasalarında yerleşik finansal kuruluşlarca düzenlenir. Sendikasyonlu krediler çoğunlukla Bull, Hanson, BSN gibi çokuluslu şirketlerin; Eurotunnel, Eurodisney benzeri proje finansörlerinin ve borç alan devletlerin yararına düzenlenir (Kalaycıoğlu, 1999).

Tüm dünyadaki en büyük piyasa, büyük ve gelişmiş ekonomisiyle Amerika'dır. Amerika'nın bir avantajı da, doların uluslararası finans piyasalarında tercih edilen bir para birimi olmasıdır. Avrupa bazında en büyük ise, uluslararası etkilere en açık piyasa olan İngiltere'dir. Daha sonra İspanya, İtalya ve Fransa gelir. Bunun nedeni, Sendikasyon kredilerinin devlete ait firmalarla çalışabilmek için popüler bir seçenek olması ve saydığımız ülkelerde devlete ait firmaların, ekonominin önemli bir bölümünü oluşturmasıdır.

Sendikasyon kredisi sağlayan belli başlı bankalar arasında, Bank of America, JP Morgan, Citigroup, Wachovia Corp, General Electric Capital Corp., Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank AG, KeyBank, BNP Paribas, Royal Bank of Scotland , Barclays, Calyon, HSBC, SG CIB, ABN AMRO sayabiliriz. (Reuters Loan Pricing Corporation, 2006).

3. Eximbank Kredileri

Yüksek teknoloji kullanılarak üretilmiş yeni bir gemiye sahip olmanın operasyonel hız, sağlamlık, düşük sigorta bedeli ödeme, yüksek kira geliri sağlama gibi önemli avantajları bulunmaktadır.

Tüm bu avantajlara karşın, yeni bir geminin finansmanı, ikinci el bir geminin finansmanına göre daha zor olmaktadır. Bunun birinci nedeni, gemi yaptırmak isteyen bir armatörün, gemi henüz hizmete sokulamadığından, onu, teminat olarak gösterememesidir. Ancak armatör, ikinci el bir gemi satın almayı, yeni bir gemi inşa ettirmeye tercih ederse, aldığı kredi karşılığında gemiyi ve varsa kira kontratını teminat olarak gösterebilmektedir. Gemi inşaat finansmanını zor kılan ikinci bir neden ise; armatörün, gemiyi daha teslim almadan, tersaneye ve bankaya belirli aralıklarda ödeme yapmaya başlamasıdır. Armatör, ikinci el bir gemi almak için kullandığı krediyi, geminin işletilmesiyle veya kiraya verilmesiyle yarattığı nakit akımı ile karşılayabilmekteyken, yeni bir gemi inşa ettirmesi durumunda, bu krediyi karşılayabilmek için yaklaşık 1-2 yıl beklemesi gerekmektedir.

Tersaneler, bu gibi dezavantajları ortadan kaldırmak için, özellikle durgunluk dönemlerinde, armatörlere devlet garantili gemi inşa kredileri sunmaktadır. Bu yöntem tarihte ilk kez 1962 yılında Japonya'da uygulanmış olup, Japon Eximbank, ulusal tersaneler aracılığıyla, yerli ve yabancı armatörlere inşa edilecek gemilerin toplam maliyetinin %80'ini finanse edebilecek, 8 yıl vadeli ve %5.5 faizli ihracat kredisi sunmuştur (U.S. Department of Transportation /Marine Administration, 2000) Günümüzde AB.D.'nde uygulanan Birleşik Gemi Finansman Programı (Federal Ship Financing Program) eximbank gemi inşa kredilerine örnek olarak verilebilir. Bu program, Amerikan Deniz Ticaret Filosu'nu yenileştirmek ve tersanelerini büyütmek amacıyla uygulanmakta olup, A.B.D. tersanelerinde gemi inşa ettirmek isteyen yerli ve yabancı armatörlerin A.B.D. bankalarından alacakları gemi inşa kredilerine karşılık devlet garantisi olarak sunulmaktadır . Kredinin geri ödeme süresi 25 yıla kadar yayılabilmekte olup, kredi, geminin toplam maliyetinin en fazla %87.5'lik bölümünü karşılayabilmektedir.

Ülkemizde Türk Eximbank, OECD antlaşması çerçevesinde devlet garantili gemi inşaat kredisi sağlamaktadır. Armatörlerin, yeni gemi yatırımlarını finanse etmek için düşük faizli ve uzun vadeli kredileri talep etmelerine karşın, Eximbank, bu talepleri yerine getirmekte yetersiz kalmaktadır. Bu yüzden birçok Türk Armatör, yeni gemi yaptırmak için, ihracat kredisi sağlayabilen yabancı ülkelerdeki tersanelere yönelmektedir. Türk Konteyner Taşımacılık Sektörü'nün önemli şirketlerinden biri olan Arkas Holding, Almanya'daki Peene Werft Tersanesi'nde yaptırdığı 4 adet konteyner gemisini bu yolla finanse etmiştir (Bozkuş, 2003). Almanya'daki KFW (Kreditanstalt für Wiederaufbau Bankası) ile Arkas Holding arasında imzalanan sözleşme doğrultusunda 10 yıl vadeli, \$144milyon değerinde kredi tahsis edilmiş olup, bu kredinin \$80 milyon'u liman modernizasyonu için, \$64 milyon'luk kalan bölümü de 4 yeni gemi için kullanılmıştır (Dünya Gazetesi, 2002).

Türkiye İhracat Kredi Bankası A.Ş. Türk Eximbank, 31 Mart 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 3332 sayılı Kanun'un verdiği yetkiye istinaden 21 Ağustos 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 87/11914 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulmuştur (<http://www.eximbank.gov.tr>).

Türk Eximbank'ın temel amacı; ihracatın geliştirilmesi, ihraç edilen mal ve hizmetlerin çeşitlendirilmesi, ihraç mallarına yeni pazarlar kazandırılması, ihracatçıların uluslararası ticarete paylarının artırılması ve girişimlerinde gerekli desteğin sağlanması, ihracatçılar ile yurt dışında faaliyet gösteren müteahhitler ve yatırımcılara uluslararası piyasalarda rekabet gücü ve güvence kazandırılması, yurt dışında yapılacak yatırımlar ile ihracat maksadına yönelik yatırım malları üretim ve satışının desteklenerek teşvik edilmesidir.

Türkiye'de ihracatın kurumsallaşmış tek asli teşvik unsuru olan Türk Eximbank, bu amaca yönelik olarak ihracatçıları, ihracata yönelik üretim yapan imalatçıları ve yurt dışında faaliyet gösteren müteahhit ve girişimcileri kısa, orta ve uzun vadeli nakdi ve gayrinakdi kredi, sigorta ve garanti programları ile desteklemektedir. Türk Eximbank'ın, gelişmiş birçok ülkenin resmi destekli ihracat kredi kuruluşlarından farklı olarak kredi, garanti ve sigorta işlemlerini aynı çatı altında toplamış olması, ihracatçı firmalara verilen hizmetlerde bir bütünlük oluşturulmasına imkan tanımaktadır.

4. Tersane Kredisi

Gemi işletmelerinin diğler bir dış finansman kaynağı ise tersane kredileridir Ülkenin deniz ticaret filosunun güçlenmesini ve gemi inşaa sektörünün geliştirilmesini hedefleyen bu kredi hükümetler tarafından desteklenmektedir. Bu kredilerde yatırıma gemi işletmesi ile gemiyi inşa eden tersane arasındaki anlaşma ve pazarlıklara göre yapılmaktadır. Yapılan sözleşmeye göre gemi tersane tarafından inşa edilip, armatöre teslim edilir ve genellikle beş senelik bir ödeme planına göre kredi geri ödenir.

Ancak bu tür kredi, hem bir geminin inşa edilmesinin uzun sürmesi hem de diğler finans kuruluşlarından alınan kredilere göre daha pahalı olmasından ötürü çok fazla tercih edilmemektedir. Bu yönüyle tersane kredileri tercih edilmezken, diğler taraftan tersane kredileri, tersanelerin gemi işletmelerinin gemi siparişlerini gerçekleştirirken yapacakları ödemede sağlanan birtakım kolaylıklar olarak da düşünülebilir. Dolayısıyla, bir ülke tersanelerine ne kadar çok teşvik sağlarsa, gemi işletmelerine o kadar uygun bir yatırım bedeli veya uygun bir ödeme planı sunar ki, bu da gemi işletmelerinin yatırımlarını nereden ve nasıl finanse edebileceği konusundaki belirsizlik büyük ölçüde ortadan kalkar.

5. Dünya Bankası Kredileri

Gelişmekte olan ülkelerin gemi finansmanı için kredi temin edebilecekleri dört banka vardır. Bunlar; Dünya Bankası, Asya, Afrika ve Inter-Amerika Geliştirme Bankalarıdır. Ancak bu bankaların formalitelerinin çok uzun olması ve işlemlerinin ağır işlemesi nedeniyle bu kaynaklar pek tercih edilmez.

Bu uluslararası bankalar kredilerini vermeden önce aşağıdaki hususları gözönüne almaktadırlar.

1. Krediyi talep eden ülkenin ticaret hacmi, beklentileri ve yatırımın ülke ekonomisine sağlayacağı döviz girdisi
2. Gemi yatırımlarının diğler sektörlerin gelişimine katkısı ve sağlayacağı istihdam imkanları

3. Yapılacak bu yatırım sayesinde yeni dış pazarlara açılma olasılığı.
4. Gemilerin kredi verilen ülkenin olanaklarıyla yapılması, ithali, kiralanması ve yükün yabancı ülke gemileri ile taşınması seçeneklerini karşılaştırarak, hangisinin ülke ekonomisi açısından daha faydalı olacağını belirlenmesi.

6. Döviz Kredileri

Döviz kredileri, Türk Parasını Koruma Kanunu Hakkındaki 32 Sayılı Karar'la belirlenmiş, Türkiye'de veya yurt dışında yerleşik kişilere kullandırılabilen kredilerdir. Bu krediler, firmalara TL veya yine aynı kararla belirlenmiş usuller çerçevesinde döviz ödeme yapılarak kullandırılır.

Bankaların döviz kredisi kaynakları, uluslararası piyasalardan sağladıkları döviz kredileri ve nezdlerindeki döviz tevdiat hesaplarıdır. Bir bankanın müşterilerine kullandıracağı döviz kredisi toplam tutarı, kullandığı döviz kredileri ile döviz tevdiat hesaplarının karşılıklar düşüldükten sonra kalan kısmının toplamı kadar olabilir.

Bankalar Döviz Pozisyonlarından aşağıda belirtilen şekillerde döviz kredisi açabilirler (Resmi Gazete, 2000)

- İhracat, İhracat Sayılan Satış ve Teslimler ile Döviz Kazandırıcı Faaliyetlerin Finansmanı Amacıyla Kullandırılan Döviz Kredileri
- Yatırım Teşvik Belgesi Kapsamında Kullandırılan Döviz Kredileri
- Yurt Dışında İş Yapan Türkiye'de Yerleşik Türk Müteşebbislerine Yurt Dışındaki İşleriyle İlgili Olarak Kullandırılan Döviz Kredileri
- Uluslararası Yurtiçi ihalelerle İlgili İşleri veya Savunma Sanayi Müsteşarlığınca Onaylanan Savunma Sanayi Projelerini Üstlenen Türkiye'de Yerleşik Kişilere Açılacak Döviz Kredileri
- Yurt Dışında Yerleşik Kişilere Kullandırılan Döviz Kredileri
- Bankaların Birbirlerine Açacakları Krediler

a) İhracat, İhracat Sayılan Satış ve Teslimler ile Döviz Kazandırıcı Faaliyetlerin Finansmanı Amacıyla Kullandırılan Döviz Kredileri

Belgesiz Krediler

İhracat başlığı altında, Türkiye'de yerleşik ihracatçı, ihracata yönelik mal üreten imalatçı ve imalatçı-ihracatçı firmalar döviz kredisi kullanabilirler. Döviz kredileri bu firmalara ihracata hazırlık aşamasında, finansman ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla kullandırılır. İhracatçı, imalatçı-ihracatçı veya ihracata yönelik mal üreten imalatçı firmalar herhangi bir izne veya belgeye ihtiyaç duymadan döviz kredisi kullanabilir ve ihracatı teşvik tedbirlerinden yararlanabilirler.

İhracatın finansmanı amacıyla kullandırılan bu kredilerin azami süresi 18 ay, (hazır gemi/yat hariç) gemi/yat inşa ve ihracatın finansmanı amacıyla kullandırılacaksa 24 aydır. Belgesiz kredileri gemi kumanyacıları ve akaryakıt tedarikçileri de kullanabilirler.

Belgeli Krediler

İhracat Sayılan Satış ve Teslimler ile Döviz Kazandırıcı Faaliyetlerin finansmanı amacıyla talep edilen döviz kredilerinde firmanın, ihracat teşvik tedbirlerinden yararlanması için mutlak surette işlemin niteliğine göre Vergi Resim Harç İstisna Belgesi (VRHİB) veya Dahilde İşleme İzin Belgesi (DİİB) bulunması gerekir.

b) Yatırım Teşvik Belgesi Kapsamında Kullandırılan Döviz Kredileri

Yatırımlarda Devlet Yardımları ile ilgili Karar ve Tebliğler çerçevesinde düzenlenmekte olan yatırım teşvik belgeleri kapsamında bankalarca yatırım teşvik belgesinde "yatırım finansmanı" başlığı altında "yabancı kaynaklar" bölümünde yer alan iç kredi, dış kredi ve döviz kredisinden herhangi birisi, ikisi veya hepsi birlikte, yabancı kaynaklar tutarının aşılması kaydıyla bankalarca doğrudan kullanılabilir.

Teşvik belgesi kapsamındaki yatırımların finansmanında kullanılacak asgari özkaynak oranları;

Ro-ro taşımacılığı yatırımlarında	%20
Gemi ithali yatırımlarında	%10

Tersane, gemi inşa ve yat inşa yatırımları ile finansal kiralama şirketlerinin yapacakları kiralama yatırımlarında yabancı kaynak oranı % 100'e kadar çıkabilir.

Yatırım teşvik belgesi kapsamında kullanılacak kredilerin ortalama vadesinin (anapara ödemelerinin ödeme tarihlerine göre ağırlıklı ortalaması) bir yıldan uzun olması gerekir, bunun dışında vade sınırlaması yoktur, vadenin belge yürürlük süresi içinde kalması da şart değildir. YTB yürürlük süresi içinde YTB kapsamında kullanılmış bir kredinin, YTB'nin yürürlük süresi bittikten sonra, bu YTB kapsamında değerlendirilmek üzere temdit edilmesi de mümkündür.

c) Yurtdışında İş Yapan Türkiye'de Yerleşik Türk Mütteşebbislerine Yurt Dışındaki İşleriyle İlgili Olarak Kullanılan Döviz Kredileri

Bankalarca alınmış izinler çerçevesinde dış sularda faaliyetleri bulunan Türkiye'de yerleşik denizcilik şirketlerine döviz kredisi kullanılabilir. Ancak bu şekilde kullanacak firmaların yurt dışı faaliyetlerini belgelerle göstermeleri gerekmektedir. Bu kredilerde vade sınırlaması olmayıp kredinin vadesinin yapılan işin süresi ile uyumlu olması yeterlidir. Bu tür kredilerin teşvik tedbirlerinden yararlandırılabilmesi için VRHİB olması gerekir.

Bu krediyi kullanmak isteyen firmalar, teşvik belgesi ibraz etmeksizin döviz kredisi talep etmeleri bu faaliyetlerini Denizcilik Müsteşarlığı'ndan alınmış Denize Elverişlilik Belgesi ibrazı ile tevsik etmeleri kaydıyla istisnalardan yararlandırılmaksızın döviz kredisi kullanılabilir (TCMB, 2002).

Yatırım Teşvik Belgesi kapsamında yurt dışından ithal edilecek geminin finansmanında kullanılabilen döviz kredisi orta vadeli olup, mevcut bir üst sınımdır. Alınacak geminin değeri, alınan kredi ve armatörün öz kaynakları toplamından daha az olamaz.

Kredinin vadesi 5 yıl olup, 6 aylık taksitler halinde geri ödenir ve uygulanan faiz oranı 6 aylık dönemler halinde yeniden belirlenir. Firmada, her yıl 20 milyon \$ olmak üzere 5 yıllık kredi süresince toplam 100 milyon \$ döviz girdisi sağlanır. Alınacak teminatların ve ipotek değerlerinin en az %10' u kara ipoteği olmalıdır. İpotek altına alınacak kıymetlerin Tekne&Makine, Savaş Rizikoları , Gemi İnşaat, P&I gibi sigortalanan tüm rizikoları kapsayacak şekilde krediyi talep eden tarafından bankanın şartlarına göre yaptırılmalıdır.

7. *Teşvik Fonu Kaynaklı Yatırım Kredisi*

Bu kredi Hazine Müsteşarlığı tarafından Bankalar aracılığı ile Yatırım Teşvik Belgesi kapsamında inşa ettirilen gemilerin finansmanında kullanılmak üzere verilen orta vadeli bir kredidir. Kredi ilk iki yıl ödemesiz dönem olmak üzere toplam 5 yılda 7 eşit taksit halinde geri ödenir. Kredinin vadesi, faiz oranları, geri ödeme koşulları gibi şartlar kredinin talep edildiği banka ile Hazine Müsteşarlığı arasında yapılacak protokolle belirlenir. Şartlarda meydana gelebilecek değişiklikler Banka tarafından aynı şekilde krediyi talep eden Denizcilik Şirketine yansıtılır (Resmi Gazete, 1998)

Araştırma - geliştirme yatırımları, teknopark yatırımları, teknoparklarda yapılacak yatırımlar, çevre korumaya yönelik yatırımlar, Bilim ve Teknoloji Yüksek Kurulu veya TÜBİTAK tarafından belirlenen öncelikli teknoloji alanındaki yatırımlar ile KOBİ yatırımlarına Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenen usul ve esaslar çerçevesinde Fon'dan kredi tahsis yapılarak kullandırılan, uzun vadeli yatırım kredileridir. Bu kredinin tersane (gemi inşa, onarım ve bakım tesisleri) yatırımlarında kullanılabilmesi için Denizcilik Müsteşarlığı'ndan uygun görüş alınması gerekmektedir (Resmi Gazete, 2001).

Kredi gemi işletmeleri için yeni gemi yatırımlarında belirtilen sabit yatırım tutarının % 50'si şeklinde uygulanır. Bu fon kapsamında tahsis edilecek krediler, 3 yılı ödemesiz toplam 6

yıl vadeli, ödemesiz dönem sonundan başlamak üzere altışar aylık eşit taksitler halinde geri ödenir. Kullanılacak kredinin faiz oranı %15'dir.

Teşvik Belgesi kapsamındaki yatırımların finansmanında uygulanabilecek asgari özkaynak oranları;

Normal yörelerde ve gelişmiş yörelerde yapılacak yatırımlarda	% 40
Kalkınmada öncelikli yörelerde yapılacak yatırımlarda	% 20
Ro-ro taşımacılığı yatırımlarında	% 20
Gemi ithali yatırımlarında	% 10

Teşvik belgesi kapsamında dış kredi, döviz kredisi veya Fon kaynaklı kredi dahil olmak üzere iç kredi ile birlikte dış kredi veya döviz kredisi kullanılması halinde,

Tersane, gemi inşa ve yat inşa yatırımları ile finansal kiralama şirketlerinin yapacakları kiralama yatırımlarında yabancı kaynak oranı % 100'e kadar çıkabilir (<http://www.hazine.gov.tr/mevzuat/tm100.htm>).

8. *Gısat Fonu Kredisi*

T.C. Başbakanlık Denizcilik Müsteşarlığı tarafından Yatırım Teşvik Belgesi kapsamında inşa edilmekte olan gemilerin finansmanı için ipotek karşılığı TL üzerinden kullanılan uzun vadeli bir kredi türüdür. Kredi ilk 2 yıl ödemesiz dönem olmak üzere toplam 5 yılda 6 aylık taksitler halinde geri ödenir. Senelik uygulanan faiz oranı %20 olup, ödemesiz dönem dahil 6' şar aylık dönemlerde tahsil edilir.

Denizcilik Şirketi, Yatırım Teşvik Belgesi'ne istinaden tersanenin belirlenmesi, öz kaynak harcamaları ve ithal edilecek makineler ile ilgili gerekli hazırlıkları yaptıktan sonra Gemi İnşa Satın Alma ve Tersane Geliştirme Fon' undan kredi kullanmak için başvurusunu yapar. GİSAT fonu, sadece Yatırım Teşvik Belgesine dayandırılmış projeler için verilmektedir.

Deniz ticaretini geliştirmek için oluşturulan bu fon daha çok yurt içi gemi inşaası, onarımı, tamamlanması, işletilmesi, tersane kurulması ve yurt dışından gemi satın alınması konularında kullanılan uzun vadeli bir kredi türüdür (Keyder, 1991). Ancak bu fona kaynak aktarılmadığı için işlerliğini yitirmiştir.

3.3.2.2. Tahvil ıkarımı

Tahviller, devletin 1 yıl, anonim ortaklıkların en az 2 yıl ve daha uzun vadeyle, ödünç para bulmak amacıyla, itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aym olmak üzere çıkardıkları borç senetleridir (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2000). Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren denizcilik şirketleri, fon ihtiyaçlarını karşılamak için hisse senedi dışında tahvil ihraç yöntemini de tercih edebilmektedir. Türkiye'de ise hazine, devlet tahvilleri kullanarak borlansa da, özel işletmeler tahvil ihracı yoluyla finansman yöntemini tercih etmemektedir.

3.3.2.3. Kiralama (Leasing)

1952 yılında A.B.D.'de başlayan leasing şöyle tanımlanmaktadır: " Leasing, yatırım mallarının bir finansör tarafından (bu finansör bir banka veya leasing kurumu olabilir) kendi adına satın alınıp, bunların gereksinim duyulan firmalara kiralanması demektir (Taşpınar, 1994). Yani leasing, aslında belli bir süre için kiralayan ve kiracı arasında imzalanan, kiracı tarafından seçilip, kiralayan tarafından satın alınan bir malın mülkiyetini kiralayanda, kullanımını ise kiracıda bırakan bir sözleşme olup, malın bedelinin belli bir kira karşılığında kiracıya bırakılmasıdır.

Gemi işletmelerinin kullandığı bir yöntemde kiralama veya diğer bir deyişle leasing'tir. İngilizcede leasing kiralamak anlamına gelmektedir. Türkçeye ilk önce uzun vadeli kiralama, teizat kiralaması veya sadece kiralama olarak geçmiş, fakat daha sonra bu kelimelerin leasing'in tam tanımını vermediği düşüncesiyle leasing kelimesi kullanılmaya başlanmıştır. şu anda uygulama şekli nedeniyle finansal leasing'de denilmektedir. Aslında finansal leasing, bir leasing türüdür. Türkiye'de faaliyet leasing'i uygulanmadığı için leasing ve finansal leasing

eşanlı olarak kullanılmaktadır. Ancak, gemi işletmelerinde faaliyet leasing'i uygulanmaktadır, fakat buna faaliyet leasing'i değil chartering denilmekte ve chartering türleri içinde de Bareboat türü, faaliyet leasing'ine en çok benzeyeni olmaktadır (Riddle, 1983).

Finansal Kiralama (Leasing)

Finansal kiralama temel prensip, bir finansal kuruluş tarafından sağlanan fon karşılığı bir geminin, armatöre sadece operasyonel kontrol verilmesi şartıyla ve uzun vadeli bir anlaşma çerçevesinde kiralanması ve/veya satılması işlemidir. Bu işlemle, sabit varlıkların mülkiyet hakkı yasal olarak kiracıya verende kalmasına rağmen, ekonomik açıdan kiralanın üzerindeki kontrolü ve fiili sahipliği kiracıya geçmektedir. Kiracı kiralanın sabit varlığın ekonomik ömrünün önemli bir kısmında veya tamamında varlığı kullanma yetkisine sahip olurken ve mülkiyet dışındaki tüm menfaatlerinden yararlanırken doğacak riskleri de üstlenir (Stokes, 1992).

Finansal kiralama, vergi avantajları ve teminat kolaylığı sağlayan bir finans tipi olarak da tanımlanabilir. Finansal kuruluş resmi olarak armatör sıfatını kazanır ve kira karşılığında gemiyi işletecek firmaya sunar. Bu kiralama anlaşması çerçevesinde, kira akışı finansman kullanan armatöre donanımın finansman maliyetinin amortizasyonunu kolaylaştıracak biçimde dizayn edilir.

Bu yöntemde gemi işletmesi sahip olduğu gemiyi bir finansal kuruma (örneğin bir leasing şirketine) satar, parasını peşin alır. Gemi işletmesi sattığı bu gemiyi tekrar kiralayarak, hem yeni gemi alımında kullanabileceği taze para bulmuş, hem de sahibi olduğu gemiyi finansal kiralama ile tekrar geri alabilme imkanına sahip olur. Tabi gemi işletmesi şayet başka ülkelerde de ortak olduğu şirketler veya şubeleri varsa gemisini bu şirketlere satabilir ve sonra geri, kiralayabilir. Bunun nedeni ise gemi işletmesinin gemisini bir çok nedenle uygun bir başka ülkenin bayrağı altına sokmak istemesidir. Böylece gemi işletmesi çalıştırdığı gemi için örneğin daha az vergi verebilir ve/veya daha uygun ücretli yabancı işçiler çalıştırabilir (Stopford, 1995).

Finansal kiralama yönteminin denizcilik sektöründe ilk kullanımı ABD de gerçekleşmiş, 1960 ve 1970 yılları arası İngiltere ve diğer Avrupa ülkelerinde yaygınlaşmıştır. Finanse eden kuruluşun gemi üzerinde yasal sahipliğinin tesisıyla gelişen yöntem, % 100 gemi değerinin finansmanı için kullanılabilir.

Denizcilik sektöründe finansal kiralamanın uygulamasında bazı avantajlar söz konusudur. Bunlar arasında şunlar sıralanabilir (Drewry Consultants Ltd., 1996):

- Finansal kiralama gerektiğinde toplam finansman ihtiyacının % 100'ünü karşılayabilmektedir.
- Finansal kiralamada tipik olarak uzun dönem finans söz konusudur.
- Finansal kiralama vergi avantajları olan bir finans yöntemidir. Kiracı vergi sorumluluklarına karşı dengeyi sağlamak için hızlandırılmış amortisman veya teşviklerden faydalanabilir. Kiralar, genellikle, tümüyle vergiden düşülen bir gider kalemi olarak uygulanmaktadır.
- Finansal kiralama bilanço dışı bir finansman işlemidir.
- Finansal kiralamada genellikle daha az teminat talep edilmektedir.

Bunun yanında finansal kiralamanın belli başlı dezavantajları olarak şunlar sıralanabilir(Drewry Consultants Ltd., 1996):

- Finansal kiralamada kiracı vergisel ve diğer avantajları elde etmek için, armatörlük sıfatının getirdiği esnekliklerden vazgeçer. Gemiyle ilgili gündelik veya beklenmedik revizyon/harcamalar için kiracı, finansal kuruluş ile çok detaylı anlaşmalar yapmak ve bunlara uymak zorundadır.
- Finansal kiralamada, yasal süreler veya finansal kiralama anlaşması bitmeden daha erken sürede genellikle işlem bitirilemez.
- Finansal kiralamadan doğacak vergi avantajlarının paylaşılması finansman sağlayan kuruluş tarafından talep edilmektedir.
- Hurda değeri üzerinden riskin karşılıklı paylaşılması gerekmektedir.
- Armatör açısından finanse edilmiş gemi, mülkiyeti altında görülmediğinden diğer kolektif borçlanmalarda ilave teminat olarak kullanılmama olanağı kalmamaktadır.

Modern finansal kiralama teknikleri, denizcilik şirketlerine geleneksel banka finansmanından önemli derecede daha az pahalı fon maliyeti sunmaktadırlar. Birçok ülke finansal kiralamayı yaygınlaştırmak ve sermaye amortismanı dolayısıyla vergisel avantajlar/teşvikler sunmaktadır.

Faaliyet Kiralaması (Chartering)

Chartering, iki taraflı bir sözleşme olup, taraflardan biri olan kiracıya gemiyi kendi taşıma ihtiyaçları için kullanma imkanı tanırken, diğer taraf olan kiralayana ise sahip olduğu gemiyi kiralarak tasarruf etme hakkını sağlar (Nersesian, 1985). Bir başka tanıma göre ise chartering, bir yatırım malının, yani geminin ekonomik ömrünün belli bir kısmını kullanmak amacıyla yapılan kısa süreli bir kiralama türüdür (Cheng, 1979).

Chartering'in en önemli avantajı kiralayan açısından taşıma maliyetlerinin belli bir zamana dağıtılarak sabitlenmesi ve böylece piyasa dalgalanmalarından korunma sağlarken, kiraya veren açısından ise belli bir süre içinde devamlı olarak sabit bir şekilde bir kazanç akışı sağlanması olmaktadır (Nersesian, 1985). Böylece her iki taraf da maliyetlerini sabitlemiş olurlar. Ancak burada chartering yapacak olan gemi sahibinin, genel ekonomik koşullara, bunun dünya ticaretine etkisine ve böylece dünya deniz ticaretindeki fiyat değişimlerine dikkat etmesi gerekmektedir. Aksi halde avantaj kiralayana geçerek gemi işletmecisi daha iyi kârlar elde etme olanağını elinden kaçırabilir.

Ancak dünya ekonomisinin gidişatının dünya deniz ticaretine çok çabuk ve aynen yansması fakat bunun tahmin edilmesinin çok güç olması nedeniyle her iki taraf içinde chartering bir risk taşımaktadır. Çünkü beklentiler çıkmadığı zaman avantaj karşı tarafa geçmektedir.

Chartering olayının gemi işletmecisine sağlayacağı diğer bir avantaj ise yüzde yüz bir finansman sağlamasıdır. Gemi işletmecisi gemisini alırken katlandığı bir takım kredi borçlarını ödeyebilmek için gemiyi en kârlı biçimde değerlendirmesi gerekmektedir. Bu nedenle navlun piyasasında navlunların düşme riskine kendini sokmadan borçlarını belli bir

dönemde sabit olarak belirlenmiş olan geliri ile ödemeyi tercih edebilir. Bunun yanında krediyi temin eden bankalar ve finans kuruluşları da chartering'le sağlanan bu kazanç akışı nedeniyle riskleri azalacağı için bunu kredi verirken ön koşul olarak ileri sürebilir. (Nersesian, 1985)

Chartering kiralayan açısından da çok önemli bir risk taşımaktadır. Şayet kiracı taahhütlerini yerine getirmemezse hem bu taahhütlerinden, hem de gemisini kiraya veren gemi işletmecisinin bu nedenle uğradığı zararı karşılamak zorundadır.

Gemi işletmecisi, işte tüm bu chartering avantaj ve dezavantajlarına göre gemi satın alma ile chartering bugünkü maliyetlerini kıyaslaması gerekmektedir. Tabi bu kıyaslamada, chartering'den bahsederken tüm chartering türlerini göz önünde tutmak ve tüm chartering türlerinin maliyetleri ile geminin satan alma maliyetinin bugünkü değerlerini kıyaslama ile gerçekleşmektedir. Bu noktada sıra ile chartering türlerini ve bunların maliyetlerini incelemek yerinde olacaktır.

Zaman Esaslı Kiralama (Time Charter) : Gemi sahibinin gemisini kiralamak isteyen kişiye sözleşmede belirtilen süre içinde, gene sözleşmede belirtilmiş miktardaki yükünü taşımak için yapılan kiralama sözleşmesine, Time Charter Sözleşmesi denir. Bu sözleşme ile kiralayan tüm liman, yük yükleme ve boşaltma masraflarından sorumlu olacağını kabul etmiş olmaktadır (Cheng, 1969).

Sefer Bazlı Kiralama (Voyage Charter) : Bu chartering yönteminde ise sefer esasına göre kiralama yapılmaktadır. Yani gemi sahibi gemisini kiralamak isteyen sözleşmede belirlenen limanlar arasındaki seferlerini, gene sözleşmede belirlenmiş belli miktardaki yükünü taşımak için kiraya vererek yaptıkları chartering anlaşmasıdır (Alderton, 1984).

Çıplak Kiralama (Bareboat Charter) : Time charterın bir benzeri olan bu chartering türünde kiracı geminin tüm işletme maliyetlerini, tüm liman ve yük yükleme ve boşaltma maliyetlerine katlanmaktadır. Böyle gemiyi kiralayan chartering sözleşmesinde belirlenmiş olan sürede sanki geminin sahibiymiş gibi gemiyi kullanma hakkına sahiptir. Ancak geminin

sahibine belli bir kira bedeli 6demek durumunda kalır. Kısaca bareboat charter'in tarifi ; gemi sahibinin kiracıya chartering s6zleşmesinde belirlenmiş olan s6re zarfında gene chartering s6zleşmesinde belirlenmiş belli bir kira bedeli karşılığında her t6rl6 işletme ve bunun maliyetlerine katlanma hakkını devreder (Cheng, 1969).

IV KG SİSTEMİ İLE İLGİLİ TEMEL TANIM VE KAVRAMLAR, KATILIMCI TARAFLARIN TANITIMI VE ÖNEMLİ GEMİ SINIFLARININ İNCELENMESİ

Gemi hisseleri, yatırımcı katılımı ile sistemin vergi oryantasyon bağlantılı kapital plasmanına dahildir. Yatırımcı gemi yolu şirketi üzerinden geminin maddi varlıklarına ortak olur ve bu şekilde müşterek malik konumuna geçer. Böylece ilk etapta deniz yolu üzerinden çözümlenen dünya ticaretinin büyümesinde daimi bir role sahip olur. Dünya çapında mal dolaşımının aşağı yukarı % 98 ve Avrupa içi mal dolaşımının aşağı yukarı % 35 kadar bölümü gemi ulaşımı üzerinden gerçekleşir. Gemiler normalde orta ve uzun vadeli sürelerde ulusal ve uluslar arası olarak kiralanır. Buna göre gemi kirası (charter) geçerlilik süresi gemi büyüklüğüne bağlı olur (Flottenkommando, 2003). Bu anlaşmalar işletici firmalar tarafından gerçekleştirildiği için yatırımcıların bu konuda bir avantaj veya dezavantajı yoktur.

Gemi hisseleri, geçerlilik süreleri genelde 12 - 21 yılları arasında olan ve kapalı olarak tanımlanan fonlara dahildir (Moormann, 2003). Kapalı fonla kastedilen kavram, büyük yatırım objelerinin finansmanına yönelik olarak birçok sermayedarın ortaklaşa hareket ettiği şirketlerdir. Bir fonun akdedilmesi ancak gerekli kapitalin sağlanmasıyla ele alınır. Bu aşamadan sonra artık fona üye olunması mümkün olmaz. Geçerlilik süresi boyunca yatırımcının kuramsal olarak her zaman için hissesini temlik etme olanağı mevcuttur, fakat henüz düzenli bir ikincil piyasa olmadığından hissenin temlik oldukça katı kurullarla sınırlandırılmıştır (MPC, 2004a). Börsen AG firması ve diğer farklı emisyon house şirketleri tarafından düzenli bir ikinci piyasanın kurulması için Hamburg ve Dusseldorf şehirlerinde çalışmalar vardır.

Yatırımcı için olan gelirler, geçerlilik süresi boyunca ekonomiye kazandırılan fon şirketlerinin likidite fazlasından ve ayrıca geçerlilik süresi bitimindeki geminin satış bedelinden oluşturulur. Miktar ise hisse miktarı oranında yatırımcıya tahsis edilir ve tediye

şeklinde ödenir. Ticari irat söz konusu olduğundan ortağın şahsi gelir oranı da getiriye etki eder, çünkü burada ticari irat söz konusudur (König & Cie, 2003).

4.1. Gemi Hisse Konseptinde Tarihi Gelişme ve Takdim Nedenleri

Gemilerde hisse sahibi olma fikri, batma ya da korsanlık nedeniyle tüm kaybın önlenmesi için ticari şahısların gemiyi tek başına almadıkları, bunun yerine birçok gemide hisseler almayı tercih ettikleri Hanse döneminde ortaya çıkmıştır. Ticari şahıs olarak sadece bir gemiye sahip olduğunda, geminin kaybı durumunda büyük zararlara uğranılmakta idi. Fakat bunun yerine birçok gemide hisselerin olması ise riski daha da düşük tutmaktaydı, çünkü gemilerde oluşan kayıpların sadece kısmi kayıpları hissedarlara yansımaktaydı. Bu hisselerin şekli aynen günümüzde olduğu gibi kullanıcıların gemilerde hisselerinin bulunmasıyla ve tam bir yatırımcı olmamasıyla şekillenmiştir.

Vergiye tabi plasman olarak gemi fonlarının konsepti 60'lı yıllarda başlamıştır. Gemi hisseleri piyasası ilk on yılda tam bir şeffaflığa kavuşmamıştı. Çok fazla arz eden olmasına rağmen gerek sistemin standartlarının yeterli olmaması gerekse iletişim eksikliği yüzünden talep arzu edilen düzeyden uzaktı. Arz edenin ve sermayedarın katılımındaki artış, yapılan düzenlemeler ile amortisman kaybı nedeniyle vergilerin optimal hale getirilmesinde yarar. 80'li yıllarda meydana gelen gemi krizleri ise piyasanın dramatik olarak kötüye gitmesine ve ayrıca gemi fonlarının zorluklara düşmesine ve arz edenlerin piyasadan çekilmesine neden olmuştur (Barthol, 2004).

70'li yılların başında ise emisyon meclisleri gemi hisseleri piyasasına girdi. Flensburger gemi yapım şirketinin finansman müdürü olduğu sıralarda Hermann Ebel'in gemi yolunun kriz içersinde olduğunu görmesi ve çoğu kuruluşun yeni gemilerin finansmanını sağlamak için kapital üzerinden hareket edemediklerini fark etmesi Hansa Truhand adlı emisyon meclisini 1983 yılında kurmasına neden olmuştur.. Gemilerin finansmanı için gerekli öz kapitalin eksik olmasından dolayı bankaların gemi finansmana ilgileri yoktu ve çekimser davranmaktaydılar. Ebel'in bu problem için öngördüğü çözüm ise gemi hisseleri fonunun

oluşturulmasıydı (Sommer, 2003).

80'li yılların sonunda ise piyasa konumunda ve projelerin kalitesinde belirgin bir düzelme gözlenmeye başlanmıştır. Bu gelişme arzda kayda değer bir artış ile imtiyaz sahibi ve pazarlama şirketlerinde sürmüştü. Şu sıralar ise piyasanın yüzde 80 oluşturan çok az sayıda şirketler hüküm sürmektedir (Barthol, 2004).

80'li yılların sonlarına doğru yatırımcılar, yatırım evresinde % 300 kadar olan bir olumsuz vergi sonuçlarını hesaplamışlardır (Pieper, 2003). 90'lı yılların başında ise zarar tahsisi sürekli bir düşüşe geçmiştir (Dobert, 2003). 1999 yılında tonaj vergisinin dahil edilmesiyle hedeflenen gemi hisseleri piyasasının sermayedar için cazip hale getirilmesiydi ve bu amaca da ulaşılmıştır. Özellikle vergi tasarruf modeli gemisinden, işlevsel hasılatın kati kriteri olan net tonaj vergi modeline doğru bir geçiş olmuştur (Thiede, 2004). 1 Ocak 2007 tarihinden itibaren bileşke model kesin olarak geçerliliğini yitirmişti, bu da fon şirketlerinin, fonu öncelikle tonaj vergisiyle mi yoksa geleneksel vergilendirme ile mi başlatmaları konusunda karar vermeleri gerektiği anlamına gelmişti. Kar hesaplamaları yöntemiyle sermayedara oldukça ekonomik avantajlar sunduğundan dolayı tonaj vergi modelinden hareket edilmelidir uygun olacağı ortadadır (Der Fond, 2004).

Gemi yollarında kapital yoğunluğu söz konusu olduğundan armatörlük bakış açısına göre gemi hisselerin uygulanma gerekçeleri öz kapitalin sağlanmasında yatmaktadır.

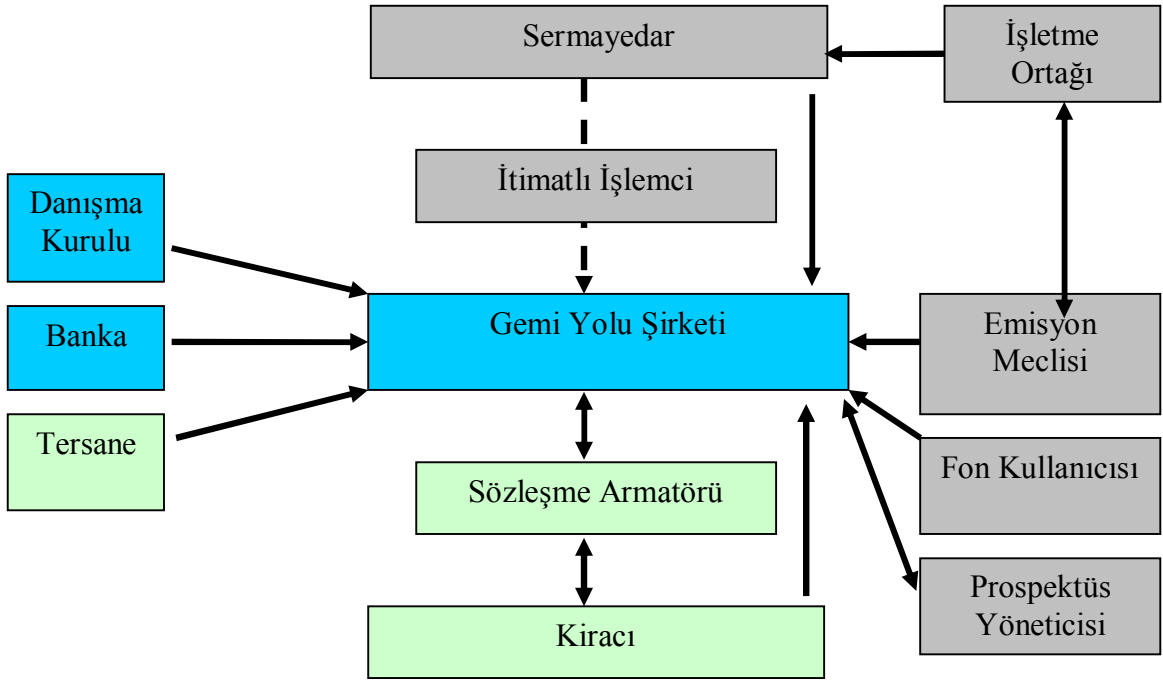
Gemilerin sürekli büyümesi, kullanışlı hale gelmesi ve böylece fiyatının da artması nedeniyle günümüzde özellikle öz kapitalin sağlanması sürekli önemli hale gelmiştir (Stuhlmann, 2002). Yeni gemilerin finansmanı için para bulunması gerekmektedir. Bankalar finansman için güvence istiyordu, fakat gemi ipoteğinin devredilmesi bankalar için yeterli bir güvence olarak görülmemekteydi. Bankalar öz sermaye vasıtasıyla finansmanın güvence altına alınmasını talep etmekteydi. Bu yüzden şirketler için öz kapital tedarik etme büyük önem arz etmekteydi. Gerekli kapitalin, kapital piyasadan tedarik edilmesi fikri doğmuştu. Bu münasebetle hisse konsepti geliştirilmiştir. 90'lı yılların sonuna kadar gemi hisselerine

yatırımda bulunan sermayedarlar vergi gelirlerinin indirgenmesi olanağının araştırması içerisindeydiler. Bu ihtiyacı karşılayabilmek için vergi modeli bu fonlara uygun bir olanaktı.

Bunu müteakip 2002 yılı başlangıcında yatırımcıların neden gemi fonlarına katıldıklarının iki nedeni vardı. Nedenlerden biri menkul kıymetler borsasının sürekli düşüşünde, diğeri ise vergi politikalarındaki gel-git kurları nedeniyle piyasa katılımcısının tedirginliğinde yatmaktaydı (Möller, 2003). Başka nedenler ise, kesin vadeli mevduat faizlerinin o zamanlar düşük olması ve rakip kapital plasmanın kazanç tahmini olarak sıralanabilir. Kapital piyasası faizleri üzerinde olan gemi hisseleri kaancı ve sermayedarın yüksek güvence ihtiyacı gemi hisselerinde gerçekleşir. Gemi fonlarının dağıtımını büyük ölçüde vergiden muaftır ve Almanya'nın ekonomik gelişimine bu finansman yönetiminin uluslararası sermayeyi çekerek katkıda bulunduğu gözlemlenmektedir. (Dobert, 2004a).

4.2. Önemli Katılımcı Tarafların Tanıtımı

Gemi finansman modeli olarak ortaya çıkan KG sisteminin oluşmasında farklı tarafların katılımları sözkonusudur. Bu bölümde öncelikle katılımcıların kimler ve neler olduğu ele alınmakta, daha sonra sistemin ana unsuru olan önemli gemi sınıfları incelenmektedir. Gemi hisselerinde aşağıda şematize edilmiş farklı tarafların katılımları mevcuttur.



Şekil 1. Gemi hissesine katılan taraflar (MPC, 2004a).

Bu katılımcı taraflar aşağıda irdelenmektedir.

4.2.1. Gemi Yolu Şirketi

Bir gemi yolu şirketi genelde limited ve komandit (GmbH & Co. KG) şirketi şeklinde ortaya çıkar. Gemi yolu şirketleri genelde tek bir gemiden oluşan münferit gemi şirketleri olduğu gibi birden fazla gemiye sahip şirketler olarak da bulunabilirler. GmbH & Co. KG formunda söz konusu olan, kapital bir şirket olmayıp, daha ziyade şahsi limitet şirketi olarak da tanımlayabileceğimiz şahıs şirketleridir. Komandit şirketler, ortaklık üstlenicisi olarak ortaya çıkmaktadır. GmbH & Co. KG tarzındaki şirketlerde farklı iki tip ortak söz konusudur. Bunlar bir taraftan ticaret sicilinde tespit olunan ve esas itibariyle kararlaştırılan mevduatlar üzerinden sorumlulukları sınırlandırılan komanditer olup, diğer taraftan ise sorumlulukları sınırlı olmayan bir komandittir (Lüdicke v.d., 2005).

Komandit henüz mevduatını sağlamadıysa ya da mevduatının bir kısmını ödettiyse, şahsi sorumluluğu tespit olunan mevduat miktarına kadardır. GmbH & Co. KG şeklindeki şirketlerin özelliği, komandite de söz konusu olanın gerçek kişi olmasından daha çok GmbH olmasıdır. GmbH sorumluluğu ortak sermayesi üzerinden sınırlandırılmıştır (Memento Rechtshandbücher, 2003). Komandite GmbH kapitali çoğunlukla sadece yasal olarak talep edilen 25.000 Euro tutarındaki asgari sermayeye dayanmaktadır. Bu tarz şirketin avantajı ise, iş idaresini ve temsilciliği yürüten ortağın sınırsız şahsi sorumlulukları üzerine almak zorunda olmamasında yatmaktadır. GmbH & Co. KG tarzındaki şirketlerdeki iş idaresi aynı zamanda şirket dışındaki bir şahsa da devredilebilmektedir.

Fon şirketi yatırımcıları, genelde sınırlı sorumluluğu elde ettiklerinden dolayı komanditler olarak ortak olmaktadır. Şirket hukukuna göre uygun olmakla birlikte komanditerler iş yönetimi hakkına sahip değildirler. İş yönetimini komandite – GmbH bünyesinde bulundurmaktadır. Bunun usulüne uygun olan işleri yönetme gibi bir görevi vardır, bunun ihlal edilmesi durumunda ise komanditlere tazminat yükümlülüğünü doğurur. GmbH & Co. KG, harici olarak GmbH tarafından temsil edilir.

4.2.2. Fon Kullanıcısı

Fon kullanıcıları genelde vergi danışma ve mali denetim şirketleri veya bankalardır. Fon kullanıcıları bağımsız olmalıdır ve gemi yolu şirketi kapitalinin emisyon prospektüsü yatırım planında nasıl yazıya döküldüyse aynen o şekilde kullanılacağını garantisini vermelidir. Ancak tüm sözleşmeli tayin olunan emisyon prospektüsünün talepleri şirket tarafından yerine getirildiğinde fon kullanıcıları yatırım ödemesi üzerinden fon şirketi hesaplamaları için tasarrufta bulunabilir. Yani kısaca fon kullanıcıları, şirketin sözleşmeli olarak tayin olunan taleplerini yerine getirmekle yükümlü olduğu ve kapitali aynen emisyon prospektüsünde tespit olunduğu şekilde kullanacak olan bağımsız kontrol makamıdır. Mantıklı ve sermayedarın korunmasına yönelik olarak hareket etmektedir (MPC, 2004a).

4.2.3. Tersane

Tersane gemi yapımı sorumluluğunu taşımaktadır. Ayrıca gemilerinin piyasaya uygun bir dizayna sahip olması, iyi bir işçilik kalitesine sahip olması ve yüksek verimliliği barındırması oldukça önemlidir. Bu durum daha sonra gemi yolu şirketi aracılığıyla edinilecek kazançlar için oldukça önemlidir, zira şirket kazanç konumuna olumlu etki edebilen ve yatırımcıların beklentilerine olumlu cevap verebilen iyi bir kazancı ancak iyi bir gemi için hedefleyebilir (MPC, 2004a). Ayrıca siparişi veren şirket tarafından istenilen yapı teknikli tedbirler teknik olarak uygulamaya konulabilmek zorundadır, yani tersane gemi yapımı için gerekli olan hemen-şimdi yöntemini elinde bulundurmak zorundadır.

4.2.4. Sözleşme Armatörü

Sözleşme armatörü diğer bir deyişle Management company, armatör harcı olarak tanımlanan gerekli ücret için gemilerin teknik ve ticari işletme yönetimini üstlenir. Bu amaçla sözleşme armatörü geminin kiralanması ve teknik ve personel işletmesini gerçekleştirir. Diğer bir görev ise gemi adamlarının seçimi ve finansal yönetimidir (MPC, 2004a). Sözleşme armatörü; yersiz kayıplardan ve bunun oluşturacağı ek masraflardan kaçınmak için sürekli gemilerin işletmeye hazır konumda olmasını sağlayacaktır.

4.2.5. Kiracı (Charterer)

Üçüncü bir yükleme adına nakliyenin gerçekleştirilmesi için kiracı (charterer) gemiyi kiralar. Uzun vadeli kira (charter) süresi üzerine yapılan anlaşmalar genelde gemi yolu şirketi için oldukça avantajlıdır, bu şekilde uzun bir süre gemi işletimi garanti altında tutulmaktadır. Fakat kiracının kira taksitlerini kısmi yada tamamen ödememesi ve böylece fon şirketinin tahsilatı deftere geçirmemesi ya da düşük tahsilatı deftere geçirmesi riski de mevcut olabilir (MPC, 2004a).

Bunun sebepleri navlun piyasalarındaki düşmelerden olabilir. Bundan dolayı kayıp risklerinin indirgenebilmesi için bir kiracının, iyi bir kredibiliteye ve sözleşmenin

güvenirliliğine sahip olması oldukça önemlidir. Ayrıca düşen piyasa taksitlerinde bir kiracının piyasa koşulları nedeniyle kira taksitlerini yeniden pazarlığa tabi tutmaya çalışması ve böylece fon şirketinin veriminin düşmesi gibi riskler de söz konusudur. Böylelikle yatırımcının beklentileri de gerçekleştirilemeyecektir. Gemiye diğer şekilde kiralamak zorunda kalması durumunda armatör için, piyasada göreceli daha kötü koşullara (miktar ve süre açısından) doğru tekrardan bir kiralama gibi bir problem ortaya çıkabilecektir. Yani buna karşın kira taksitlerinin düşürülmesine varılacak bir uzlaşma yolu çoğunlukla bulunacaktır. Bu uzlaşma da umumi olarak gemi yolu şirketi tarafından ödenmesi ve böylece yatırımcı tarafından ödenmesi sonucuna götürecektir (Weitkamp, 2001)

Kiralamada söz konusu olan genelde hat armatörlüğüdür. Bu bölümde hat armatörlüğü ve tramp dediğimiz navlun armatörlüğünden bahsedilecektir.

Aşağıdaki kriterlerin yerine getirilmesi durumunda ancak hat armatörlüğünden bahsedilebilir:

- Herhangi bir malın tamamen veya parçalı olarak nakliyatı. Parça mallara, hem ambalajlı hem de ambalajsız yükler dahil olabilir, örneğin konteyner yada birim yüklemeler gibi. Aynı zamanda parça mallar sınıfına sıvı maddelerin (yağ, gaz v.s.) yada dökme yüklerin (maden, kömür v.s.) nakliyatı da girer.
- Periyodik olarak eşit sırada aynı yükleme ve boşaltma limanlarının kumanda edilmesi halinde
- Tek bir yükleyen değil birden çok yükleyen olması durumunda.

Hat hizmeti için gemilerde mülkiyetin önemi yoktur. Bundan dolayı hat armatörlüğünün, navlun armatörlüğünün müşterisi olması geçerli bir uygulamadır. Hatlarda çalışan gemilerin piyasa koşullarına göre yeterli olmaması veya bakım için hattan çıkan gemilerin yerine gemi kiralanması sıkça karşılaşılan durumlardır. (Satori, 1973).

Hat armatörlüğüne karşın navlun armatörlüğündeki fark, navlun armatörlüğü için gemilerin belirli istihdam beklentisi içerisinde inşa edilmemesinden ve ihtiyaca göre hat

armatörlüğünde kiralanmasından oluşmaktadır. Bundan dolayı navlun armatörlüğü ihtiyaç armatörlüğü olarak da tanımlanabilir (Satori, 1973) Navlun armatörlüğünde gemi yolunda her daim gemi için tekrardan yeni iş aranır, yani tayin olunan bir istihdam söz konusu değildir. Navlun ve yerine göre kısa süreli kira taksitleri spot piyasada pazarlığa tabi tutulur ve uzun müddetli olarak pazarlığı yapılan kira taksitlerine oranla piyasaya bağlı olarak belirgin bir miktarda değişebilir (Weitkamp, 2001).

4.2.6. Danışma Kurulu

Danışma kurulu, ortaklar toplantısında seçilebilir. Danışma kurulunun görevi, gemi yolu şirketi iş yönetimi danışmanlığında tüm önemli iş hususlarının görüşülmesinden oluşmaktadır ve şirket sözleşmesinde işlenen tedbirler hakkında kararları da almaktadır. Bu kontrol ve yönetime katılma hakkıyla sermayedarın mümkün olan en iyi çıkar temsilciliğinin garanti altına alınması gerekir. Eğer katılımcı şirket üzerine bir iştirak gerçekleşirse, bu durumda genelde ilgili gemi yolu şirketi için danışma kurulu olarak da ortaya çıkan genel danışma kurulu oluşturulur (MPC, 2004a).

4.2.7. Banka

Gemi finansmanı, gemi ipotek bankası ve iş bankası (işletme finansını sağlayan banka) aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bunlar güvence olarak gemi ipotek kayıtlarını alırlar. Bu bankalar komandit kapitali üzerinden tahsilatı yapılmayan yatırım hacmi kapitalini sağlarlar. Aynı zamanda bu bankalar gerekli komandit kapitalin tamamen yürütülmesine kadar özel fon ara finansmanını da sağlamaktadırlar.

Bankalar kapitali uzun vadeli kapital şeklinde hizmete sunmaktadır. Finansman oranı; yabancı kapitallerde %60-70 arasında ve öz kapitallerde %30-40 arasındadır.

Ancak şirketlerin kredibilitesine göre % 85 oranlarına da çıkabilir. Bankalar sürekli olarak henüz eksik olan komandit kapitali için tüm sınıflandırmalara kadar bir de ara finansman kredisi sunmaktadırlar. Gemi yolu şirketi, faiz ödemeleri ve itfalar için olan

yabancı kapital masraflarını hasılatlardan sağlamaktadırlar. Gemilerin likidasyon sırasında kalan banka borcu ödenemediğinde bu borç geminin satış hasılatından karşılanmaktadır. Yabancı kapital sağlayıcısının ödemesi, öz kapital sağlayıcısının direktifindedir, bu da satış hasılatından sonra ilk etapta ortak olunması anlamını taşımaktadır. Bu durum arta kalan borcun itfa edilmesi durumunda geçerlidir (MPC, 2004a).

4.2.8. Emisyon Meclisi

Emisyon meclisleri genelde gemi departmanlarının genel konseptini düzenleyen özel şirketlerdir. Geçtiğimiz yıllarda emisyon meclisleri, armatörlükler, tersaneler ve pazarlama şirketleri arasında bir birleşme meydana gelmiştir. Bu birleşmeler, emisyon meclislerinin daha kolay ve daha iyi koşullarda gemi edinmesine yol açmıştır. Yalnız bu durum emisyon meclisinin bağımsız olmaması ve bundan dolayı uygun olmayan koşullarla şirket için gemi sağlamak zorunda kalması gibi dezavantajları da ortaya çıkartabilir. Hisselerin genel başarısı, fonların genel konseptine bağlı olduğundan dolayı, bir emisyon meclisinin veya yönetiminin tecrübe sahibi ve profesyonel olması öncelikli bir önem taşımaktadır.

Bir emisyon meclisi için en önemli koşul, gemi yolu piyasası ve diğer piyasa katılımcıları hakkında detaylı tecrübeleri hizmete sunabilmesidir. Fon finansmanında, emisyon meclisi önemli görevleri üstlenmektedir. Görev, diğer sözleşme ortağının ve bunların birleşmelerinin tercihinde meydana gelmektedir. Ortağın olası düşüşleri önceden önlemesi ve bu şekilde mümkün olan en güvenilir genel konseptin oluşması oldukça önemli olduğundan bu konuda büyük sorumluluklar taşımaktadır. Diğer görevleri ise finansman komisyonculuğunun ve komandit paylarının giderlerinin hisse prospektüsü düzenlemesi fon konseptinde ve mali denetleyici ve avukatların ortak çalışmasındaki pazarlama evraklarının düzenlenmesidir.

4.2.9 Pazarlama Ortağı

Pazarlama ortakları, emisyon meclisleri ile ortak çalışır ve sermayedara karşı fon paylarının pazarlanmasından sorumludur. Pazarlamanın güncelliğini koruyabilmesi ve

sermayedarın zamanında ve uzman bir şekilde bilgilendirilmesi için, emisyon meclisleri pazarlamayı ayrıntılı olarak bilgilendirmek zorunda olup, aynı zamanda iyi bir iletişim içersinde olmalıdır. Pazarlama ortaklığında, müşteriye çok kritik sorularda dahi doğru ve yeterli bilgiyi verebilecek yetenekli ve iyi eğitimden geçmiş şahısların bulunması gereklidir. Pazarlama ortaklığında; pazarlamayı izleyen serbest münferit şahıslar, emisyon meclisi görevlileri ya da özel şirketler olabilir.

4.2.10. Prospektüs Denetleyicisi

Prospektüs denetleyicisinde söz konusu olan; emisyon meclislerinin ana prospektüsünü eksiksiz, doğru ve tam olarak kontrol etmek zorunda olan bağımsız mali denetleme şirkettir. Aynı zamanda değer yargısı, neticelerin tutarlılığı ve şans ve risk beklentileri hakkındaki verilerin değerlendirmesi yapılmalıdır. Böylelikle bağımsız mercinin kendi doğrultusunda verileri denetlemesi sağlanmış olacaktır (MPC, 2004a).

Bugüne dek kontroller sadece IDW-standartları baz alınarak mali denetleme şirketleri aracılığıyla icra edilmiştir. 01 temmuz 2005 tarihinde ise satış prospektüsü yasası değişikliği geçerlilik kazanmıştır. Böylelikle mali hizmetler denetlemesi için federal kurum emisyon meclisleri ve kapalı fonlar üzerinde kontrol makamı olmaktadır, yani bu noktadan itibaren prospektüsler, mali hizmetler kontrolü federal makamı vasıtasıyla gerçekleştirilecektir (Ummen, 2004). Çalışmaların daha sonraki aşamalarında mali hizmetler denetlemesi federal makamı genelgesi ve bunların etkileri üzerine detaylara girilecektir.

4.2.11. Güvenilir Kişi

Güvenilir kişilerin görevleri; komandit mevduatlarının ve muhafazasının ve sermayedarın yakın zamandaki bilgilerinin idaresinde yatmaktadır. Aynı zamanda sermayedarın çıkarlarını korumakla da yükümlüdür. Güvenilir kişinin görevleri ayrıca muhasebe, yıllık bilançonun düzenlenmesi ve yıllık şirket toplantılarının denetlenmesinde de olabilir. Güvenilir kişi; şirket / yedieminlik sözleşmesinin ve geçerli hakların tayin olunan standartlarına sahiptir (MPC, 2004a).

Güvenilir kişi, emisyon meclisinden ayrı olabileceği gibi, aynı zamanda ekonomik olarak da bağlı olabilir. Orta ölçekli armatörler kısmen güvenilir kişiyi tercih etmemekte, bunun yerine armatörlük departmanı ve harici vergi danışmanı vasıtasıyla bu işleri yoluna koydurmaktadır (Weitkamp, 2001). Bunun avantajı ise masraf tasarrufunda yatmaktadır.

Sermayedar için güvenilir kişinin şirketten bağımsız olması avantajlı olarak gözüktür.. Fakat banka gibi ilk adreslerle bağlantı içerisinde olan ve piyasa imajı nedeniyle bir bağlılığın şüphesine düşmemesine ve böylece itibarının zedelenmemesine dikkat edilen saygın yedieminlik şirketlerinin ya da güvenilir kişilerin itibarına dikkat edilmelidir (Franz, 2004).

4.2.12. Sermayedar

Sermayedar, gemi yolu şirketine komandit olarak ya da güvenilir kişi olarak iştirak edebilir ve bu şekilde de geminin müşterek ortağı olur. Komandit olarak iştiraklerde söz konusu olan direk iştiraktır. Sermayedar, ticaret siciline tescil olunur ve komandit mevduatını da harici oranlardan üstlenir. Buna karşın yedieminlik şirketi, idari güvenilir kişi olarak faal olur. Ticaret siciline direkt kayda müteakip sermayedar girişimciye karşı sorumlu olur (örneğin ödemelerin tekrardan talep edilmesi gibi). Sicil vekaletnamesi ile, dağıtımın nötr vergili olarak yatırımcıya iletilmesini sağlayan ticaret siciline kayıt gerçekleşir. Kayıtların vergiye yönelik bir etkisi olmayıp, sadece komanditlerin tescillenmesini için geçerliliği vardır.

Yedieminlik hisselerde, sermayedarın ticaret siciline alınmadığı dolaylı bir katılımı söz konusudur. Yedieminlik şirketi, uygun görülen kapital mevduatı harici oranlardan üstlenir. Aynı zamanda sermayedarın katılım şirketi üzerinden farklı gemi projelerine katıldığı bir tepe fon yapısı veya filo fonları da mevcuttur. Bu model ancak sermayedarın birçok gemilere iştirak etmek istemesi halinde tercih edilir. Böylece katılımı bir şirkette kararlaştırılır.

Komanditin ticari sicile direkt olarak kaydedilmesinde şirket alacaklılarına karşın sorumlu olunur(örneğin katılım miktarına göre ödemelerin yeniden talep edilmesi). Dolaylı katılımı ise güvenilir kişi harici oranlarda sorumlu olur, fakat iç oranlarda sermayedara

müracaat eder. Esas itibariyle sermayedar, direk ya da dolaylı katılım olup olmadığına bakılmaksızın her zaman mevduatıyla sorumlu olur (MPC, 2004a).

4.3. Önemli Gemi Sınıflarının Kategorize Edilmesi

Çalışmanın bu kısmında gemi fonuyla katılımların gerçekleştiği farklı gemiler tanıtılacaktır. Bunlar hisselerine göre gemi katılım tabakasında tanıtılmaktadır. Bunlardan en önemli üç grup ise; konteyner gemiler, tankerler ve yük boşaltma gemisidir. Diğer gemiler ise piyasa hacmi nedeniyle fazla bir önem arzetmediğinden ve bu işte çok fazla önem arz etmediğinden diğerleri altında bir araya getirilir.

4.3.1. Konteyner Gemiler

Konteyner gemiler yalnız konteynerların nakliyatı için tasarlanmıştır. Konteyner gemileri yük taşıma birim olan TEU’de büyük gruplara ayrılmıştır. TEU’nun açılımı “Twenty-foot-equivalent-unit” olup, bir geminin mevki yeri kapasitesi için ölçü anlamını taşımaktadır.

TEU ile uzunluğu 6,10 m olan ve 8 tabanlı, yani 2.44 genişliğinde veya yüksekliğinde olan 20 taban standart konteynerlar nitelendirilmiştir. Büyük sınıflar 200 TEU dan başlamakta ve aşağı yukarı 9.000 TEU üzerinde durmaktadır. Günümüzde 12.000 TEU ve üzeri konteyner kapasitesine sahip konteyner gemiler planlanmaktadır. Konteynerların çok farklı türleri mevcuttur. Mesela soğutucu konteyner, üstü açık konteyner), havadar konteynerlar (örneğin kahvelerin nakliyatı için), oto konteyner, yük boşaltma gemi konteynerları (yük boşaltma nakliyatı için), bobinaj konteynerlar (çelik sac bobinajlarının nakliyatı için).

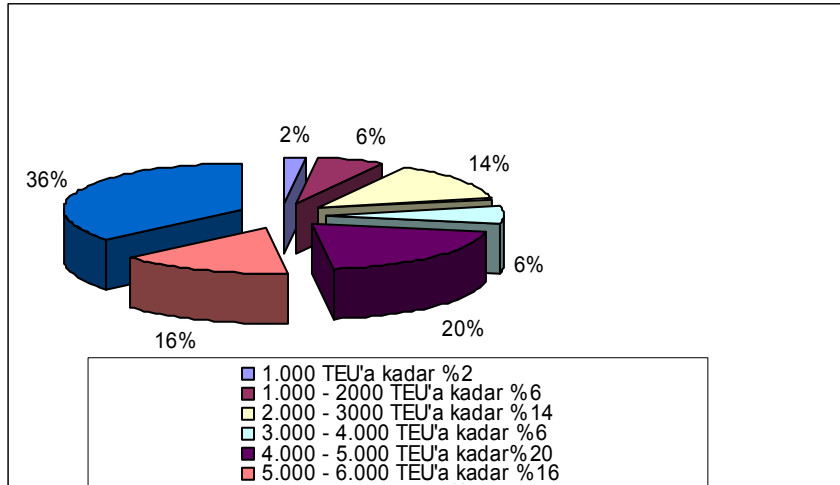
Buradan da nakliyat olanaklarının konteynerlarla yapılmasının ne kadar rahat olduğu ve her türden mal için uygun bir konteynerın mevcut olduğu bariz bir şekilde görülmektedir. Bundan dolayı Çin’deki iktisadi artışın ve konteyner filolarındaki artışın son yıllarda ortalama % 10 bulması ve gelecekte ortalama %11-12 olarak tahmin edilmesi pekte fazla yadırganmamaktadır (Schiffshyothekenbank zu Lübeck AG, 2004).

Farklı türlerde konteyner gemilerinin çeşidi vardır, örneğin belirli bir teçhizatı olmayan normal konteyner gemiler ve diğer taraftan ise güverte de konteyner köprüsüne sahip konteyner gemiler, yani gemiyi kendiliğinden boşaltabilmek için vinç ve yükleme takımına sahip olan gemiler gibi. Diğer özel bir model ise soğutucu konteyner gemilerdir. Konteynerlara akım tedarikinin sağlanabilmesi ve böylelikle soğumanın gerçekleşmesi için, soğutucu konteynerlara yönelik olarak özel elektrikli bağlantılar ile gemiler donatılmıştır. Aynı zamanda gemiler Gantry olarak tanımlanan vinçler ile de donatılmıştır, ki bunlar toplam gemi genişliği ve gemi uzunluğu üzerinden yayılmaktadır

Diğer bir model ise yardımcı konteyner gemileri (feeder) tabir edilen gemilerdir. Burada söz konusu olan 2.000 TEU kadar olan büyüklük tertibatındaki konteyner gemilerdir. Bu gemiler, limana varamayan ya da limana varamayacak olan konteynerların ana limandan diğer küçük limanlara nakledilmesi için kullanılır.

Dolu konteyner gemiler sürekli büyüme arz ettiğinden, konteynerların taksim edilmesi için sürekli daha fazla ve büyüklükte feeder gemilere ihtiyaç duyulmaktadır (Weitkamp, 2001).

Konteyner gemilerinin 2003 tarihli sipariş defteri aşağıdaki gibi belirlemiştir:



Şekil 2. TEU sınıfına göre konteyner gemiler için 2003 tarihli sipariş defteri (Lemper, 2003).

Yukarıdaki şekil vasıtasıyla oran üzerinden siparişlerin büyük olan konteyner gemilerine göre oldukça büyük ve buna karşılık sürekli büyüme arz eden gemiler için yüksek finansman ihtiyacının oluştuğu bariz olarak görülmektedir.

4.3.2. Tanker

Tankerler sıvı ve gaz halindeki maddelerin taşınmasında kullanılır. Bunlar tdw deki taşıma kapasitelerinde sınıflandırılır. Tdw'nin açılımı "tons deadweight" olup, anlamı ise 1.000 kg.'a varan güverte tonajındaki bir geminin azami taşıma kapasitesidir. Bu; yükleme, yakıt, denge ağırlığı, donatım, erzak ve yolcular ile birlikte geminin maksimum yüklemesi için bir ölçüttür.

Saf yağ tankerlerinin sınıflaması genelde 60.000 tdw de başlamakta ve 320.000 tdw yi aşmaktadır (Weitkamp, 2001). Ayrıca yağ, gaz ve kimyasal madde/ürün tankeri olarak ta ayrılmaktadırlar. Yağ tankerleri, saf yağların nakliyatı için kullanılmaktadır. Avrupa birliğinin aldığı karar itibariyle 2002 ile en geç 2015 tarihleri arasında tüm üye ülkeler bürümeli (tek cidarlı) tankerleri trafikten çekecek ve bunun yerine malların hareketine karşın emniyeti sağlayan çifte bürümeli (çift cidarlı) tankerleri kullanacaktır. 2015 tarihinden itibaren dünya denizinde sadece çifte bürümeli tankerler trafiğe sunulabilecektir.

Bunlardan diğer biri ise gaz tankerlerdir. Bu tankerler sıvı gazların kullanımına yöneliktir. Sınıflandırma ise metre küp üzerinden yapılmaktadır. Yüklenecek olan sıvı gazlar büyük basınç tanklarında iletilmek zorunda olduğundan ve bu esnada sıvı gazların üstlerinde gaz teşekkül ettiğinden gaz tankerleri teçhizat yoğunluğuna sahip ve pahalı gemilerdir. Bu yolla da yükleme gidişatını kesintiye uğratan bir basınç yapılanması da meydana gelebilir. Bundan dolayı basınç indirgemesinin oluşması için meydana gelecek gaz sıvı hale getirilmelidir. Gaz, güverteye ait yüksek basınç kompresörleri ile emilir, sıvı hale getirilir ve yüklemeye tekrardan devam edilir. Yüklemeden önce oksijen kalmayınca kadar tankların havası alınacaktır. Bundan dolayı yüklemeye önce oto atık gazına benzeyen ve tank dolumu yapılırken havalandırma vasıtasıyla yumuşayan kıymetli gaz ile doldurulur. Faaliyet alanı ve bu şekilde sızan ağırlıkları nedeniyle gaz tankları uzun ömürlü olarak kullanılabilir.

En son grupta olanlar ise kimyasal madde ve ürün tanklarıdır. Kimyasal madde tankları yüksek yüzdeliğe sahip alkol, şarap ve yemek yağları da dahil olmak üzere farklı kimyasal sıvıların (çözelti, asit) nakliyatında kullanılır. Buradaki tanklar, kısmen farklı yabancı maddelerin nüfuzuyla oluşacak korozyondan korunması için genelde paslanmaz çelikten inşa edilmiştir. Ürün tankları saf yağ yerine hazır ürünlerin nakliyatında kullanılmaktadır. Saf yağ tanklarından farkı ise ürünlerin eş zamanlı olarak sürme ve devretme olanağını sağlayan dar tank bölmelerinden oluşmalarıdır. Tank duvarları kaplanarak yabancı maddelerin neden olacağı korozyon önlenecektir, (örneğin benzinin neden olabileceği.) (Weitkamp, 2001)

4.3.3. Yük Boşaltıcı Konteyner (Kitle Mal Gemileri)

Burada söz konusu olan maden, kömür, tahıl gibi ambalajsız mallarının nakliyatında kullanılan farklı büyüklükteki kitle mal yük gemisidir. Yük boşaltıcılarında yapılan sınıflama aynı tdw şeklinde yapılır. En küçük yük boşaltıcısı 10.000 tdw ile başlar ve büyük olanlar ise 210.000 tdw üzeri olur. Malların nakliyatı sırasında yüksek yüklemeye maruz bırakıldığından yük taşıyıcılarda çift taban mevcuttur. Çift taban geminin sabitesini ve direncini artırmaktadır. Çeliklerde çentikler oluşabileceğinden madenler yüklenirken belirli bir hız sınırına mutabık kalınacaktır. Ambalajsız mallar çoğunlukla çelikten meydana gelen bir kepçe ile boşaltılır ki bu aynı zamanda güçlü bir materyal zorlamasını da ifade etmektedir. Bundan dolayı yük boşaltıcıların ortalama dayanma süresi kısıtlıdır (konteyner gemiler gibi). Gemilerin genelde kendine özgü bir boşaltma mekanizmaları yoktur, bundan dolayı limanların boşaltma ve yükleme tesisleri tahsis edilmiştir. Gerekli derinlemesine gidişatların hedeflenebilmesine yönelik olarak boş seferlerde gemi fazla su ile nakliyat yapmalıdır, böylece pervanenin boşa dönmesi önlenmiş olacak, gemi deniz üzerinde emniyetli konumda bulunacak ve düzlem üzerinde karina duracaktır.

Yük boşaltıcısı büyük ölçüde dünya ekonomisi gelişimi ile orantılıdır. Çünkü maden ve kömüre olan talep bu gelişmeyle birbirine bağlıdır. Tahıllarda ise hava koşullarına bağlıdır, örneğin çoraklığın ya da uygunsuz hava koşullarının mahsulü tahrip edip etmediği ve bu nedenle tahılın ithal edilip edilmemesi gerektiği önemlidir (Schiffshyothekenbank zu Lübeck AG, 2004).

Ayrıca yarı konteyner gemiler olarak da tanımlanan kafesli yük boşaltıcısı vardır. Bunların yükleme alanında çıkartılabilir ara kapakları vardır ve bunların üzerinde parça malların ve ağır malların her tür nakliyatı yapılabilir. Aynı zamanda ara kapaklar çıkartıldığında da ambalajsız malların her tür nakliyatı yapılabilir. Yükleme alanı dahil olmak üzere kaporta üzerinde konteynerlar taşınabilir. Fakat doluluğu nedeniyle kafesli yük boşaltıcılar kıyaslanabilir dolu konteyner gemilerine oranla daha yavaştır, bundan dolayı da konteynerlar için olan charter taksitleri daha düşük olmaktadır. Kafesli yük boşaltıcıların avantajı universal olarak kullanılabilirliğinde yatmaktadır (Weitkamp, 2001).

4.3.4. Diğer Gemiler

Diğer gemilere; çok yönlü gemiler, Ro/Ro gemileri, taşıyıcılar (arabaların nakliyatı için özel gemi, asıl kullanıcı ise otomobil üreticileridir), kağıt yük gemisi, ağır yük gemisi ve deniz gezisi gemisi gibi gemi türleri örnek olarak verilebilir (Dobert, 2001).

V. GÜNCEL VERGİ MEVZUATINA GÖRE GEMİ HİSSELERİNİN VERGİSEL İNCELEMESİ

01 Ocak 1999 yılında tonaj vergisinin takdimi şirketler için bir tercih hakkının oluşmasını sağlamıştır. Net tonaj vergi modeli arasından, bileşke modeli ve vergiye tabi modeli seçme olanağını sağlamaktadır. 10 yıllık bir süre için kuruluşlar tercih edilen şekle bağımlı kılınmıştır. Yeni düzenlemeler ise gemi yolu uyum yasası aracılığıyla yapılmış olup, gelir vergisi yasasında kararlaştırılmıştır.

5.1. Üç Modelin İncelenmesi

Bu bölümde net tonaj vergi modeli, bileşke model ve vergiye tabi model aralarındaki farklar itibariyle ele alınmaktadır.

5.1.1. Gelir Vergisi Yasasına Göre Net Tonaj Vergi Modeli

Sermayedarın tonaj vergi modelinde vergi zararlarını geçerli kılabilcek bir olanağı yoktur. Kazançlar daha başlangıçta tonaja (NRZ) göre vergilendirilir. Tonaj vergisinin uygulanması alman deniz yolu gemilerinin teşvik edilmesine yönelik olup, ayrıca Avrupa birliği tarafından da önerilen bir gemi yolu vergilendirmesidir. Zarar tahsisinin sürekli ardışık olarak indirim tabi tutulmasından ve böylece sermayedar için gemi hisseleri yatırımlarının sürekli cazip olmaktan çıkartılmasından dolayı takdim gerçekleşmiştir. Tonaj vergisi sermayedar için yeni meraklar uyandırmaktadır.

Bu modelde sermayedar için önemli olan ise gemilerin ekonomik kazançlara gitmesi ve böylece sermayedara yüksek dağıtım getirmesidir. Aynı şekilde gemilerin tekrardan satış fiyatının da iyi olması bu açıdan önemli olmaktadır, çünkü bundan dolayı tahsilat vergiden

muaf kılınmakta ve geminin tekrardan satış fiyatı ne kadar yüksek olursa sermayedar için getirisi de bir o kadar yüksek olmaktadır. Tonaja göre vergilendirmenin sermayedar açısından önemi, gemi kazançlarının olağanüstü uygunlukta bir vergilendirmeye tabi olmasındadır. 100.000 Euro tutarında olan bir katılım üzerindeki vergi için düşen toplam, katılımın % 0,1 – 0,2 arasındadır. Fakat tonaja göre vergiler, geminin kazanç sağlanmaması hatta ciddi zararlara maruz kalması durumunda da ödenmesi gerektiği gibi bir problemi de barındırmaktadır. Bundan başka komandit mevduatın ön finansmanına yönelik faizlerin artık geri çekilemeyeceği gibi bir dezavantajı da vardır. Fakat durum ne olursa olsun, gemi işletme harçlarının ve aynı zamanda tonaja göre verginin düşük olması ve böylece armatör için neredeyse vergiden muaf gibi görünmesinden dolayı armatör zaten avantajlı konumda olmaktadır (Weitkamp, 2001).

5.1.2. Bileşke Model

Bileşke model günlük dilde “Doppel-Whopper” olarak da tanımlanmaktadır. Burada ilk üç yıl içersindeki zarar tahsisinden çıkan bileşimler söz konusudur ve buna müteakip tonaj vergisine yansıtılır. Gerçi 2007 yılından itibaren başlayan kayıplar ve daha sonraki kazançların vergilendirmesi ile net tonaj vergi modeli yada gemi hisseleri olasıdır. Buradan da anlaşılacağı üzere bileşke modelde söz konusu olan hareket modelidir (Dohmen, 2005). Götürü usuldeki kazanç tespitine yönelik kambiyo (tonaja göre vergilendirme) işleme konulabilmesi için, geminin armatörlüğünün yurtiçinde olması gerekir. Şirket iş merkezinin yurtiçinde olması gerekir ve geminin ağırlıklı olarak yurtiçi deniz sicilinde kayıtlı olması gerekir.

Sermayedar ilk üç yılda olumsuz vergi sonuçlarından faydalanabilir ve buna müteakip tonaj vergisi aracılığıyla dağıtım vergiden muaf olarak tahsil edebilir. Eğer ki tonaja göre vergilendirme kambiyo gerçekleşmişse, bu kazanç tespitine 10 yıllık bir bağlılık yürürlüğe girer. Bu aşamadan sonra ise yatırımcının özel işletme giderleri (örneğin vergi danışmanı, yeniden finansman masrafları v.s. gibi) vergisel açıdan geçerli kılınmaz. Bileşke modeli vergi açısından sermayedar için bir risk oluşturmaktadır. Çünkü tonaj vergisi optimal hale getirildikten sonra geminin sabit rezervleri geçici kazanç olarak tayin edilmek zorundadır.

Rayici üzerinden marjdan ve geminin muhasebe değerinden çıkan fark tutarı kastedilmektedir. Bu fark tutarı, gemi devredilirken vergilendirilmek zorundadır. Özellikle şuan içinde bulunduğumuz ikinci el gemilerinin tavan satış fiyatları evresinde fark tutarı oldukça yüksek çıkmaktadır (Dobert, 2004). Bu münasebetle sermayedarın vergideki avantajları oldukça kısıtlanabilir ve hatta komple takas bile edilebilir. Fark tutarının vergi ödeme etkisi, gemilerin rayici düşük olduğu sürece o kadarda dramatik değildir. Fakat fon mükellefiyeti sırasında, geçiş müddetine yönelik olarak gemiler için piyasa durumunun nasıl seyredeceği konusunda da kati bir ifade bulunamaz. Bu da sermayedar için bir risk oluşturmaktadır ve bundan dolayı daha ilk etapta bu problem üzerine vergi danışmanın bir kontrol yapması sağlanmalıdır.

Finans idareleri fark tutarının nasıl tespit edileceğine dair girişimcileri sürüncemede bırakmaktadır. Bu açıdan yukarıda da belirtildiği üzere yatırımcı için önemli bir vergi riski anlamına gelebilecek olan sürüncemede bırakma taktiği uygulamaktadır. Net tonaj vergi modelinde temlik hasılatı tamamen vergiden muaftır (Fischer, 2004a). Burada belirtilen zorluklardan, bileşke model süresinin sadece “süre bitimi” nedeniyle 2007 yılına kadar sayıldığı değil aynı zamanda fark tutarı vergisi ödemesinin de bileşke modelin artık sermayedar için cazip bir yönün kalmadığı ortaya çıkmaktadır. Gemi hisse zamanı, vergi tasarrufu modeli olarak sayılmıştır. Şirketler bu zorluklar üzerine tepkilerini net tonaja göre vergi fonunun takdimiyle göstermektedirler.

5.1.3. Vergiye Tabi Model

Belirtilen üç modele karşın net vergiye tabi model sermayedar için en son tercih edilecek bir modeldir. Gerçi başlangıçta olumsuz bir vergi sonucunu doğurmakta ve tüm süre zarfında harcamalarını vergiye tabi kılmaktadır. Cari kazançlar ve temlik kazançları sermayedar tarafından tamamen vergiye tabi tutulmak zorundadır. Amortismanlar uzun vadeli olarak kullanılabilen ve tüm süreyi kapsayan harcamalar amorti edilebileceğinden vergi avantajları oldukça vasat olmakla birlikte bileşke modele oranla biraz yüksektir. Tonaj vergisinden faydalanma olanağı yoktur (Fischer, 2004a).

Çok düşük teşvik yönü nedeniyle şirketler tarafından yatırımcılara sunulmayacağından dolayı uygulama için bu modelden vazgeçilmelidir. Bu üç modelinin tanıtımından da orta vadeli olarak net tonaj vergi modelinin şirketler tarafından arz edileceği sonucu çıkmaktadır..

5.2. Katılım Türleri

Bu bölümde; direkt hisse, dolaylı hisse ve sabit hisse şeklinde olan gemi hisselerine katılım türleri ele alınmaktadır.

5.2.1. Direkt Hisse

Direkt hisselerde sermayedar fon şirketi komanditleri tarzında direkt ortak olur. Komanditlerin ortak teşebbüs vazifeleri için ticari sicile kaydolunması ve HGB madde 166 gereğince ortak teşebbüs inisiyatifinin ve ortak teşebbüs risklerinin tamamlanmış olması gereklidir. Bunun için ortaklar haklarını planlı olarak şirketler toplantısında veya yazılı oylama ile geçerli kılabilenlerdir. Ayrıca tayin olunan yatırım planı dışında kalan diğer kararlar sermayedar tarafından onaylanmak zorundadır. Ortak teşebbüs riski ancak ortağın, kuruluşun başarı veya başarısızlığında payı olması durumunda itfa edilmiş olur. Ortaklar cari kazançlarda ve zararlarda ve sabit rezervlerin ilerletilmesinde rol almak zorundadırlar. Dolaylı iştirak edene oranla direkt iştirak eden ortak, fon şirketinde zorunlu olarak güçlü bir vazife almak zorunda değildir. Bu durum şirket sözleşmesindeki anlaşmaya bağlıdır (Lüdicke v.d., 2005).

5.2.2. Dolaylı Hisse

Dolaylı hissede sermayedar yedieminlik şirketi / yedieminlik komanditleri üzerinden fon şirketine iştirak eder. Sermayedar, yedieminlik şirketi ile bir yedieminlik ve idari sözleşme yapar. Yedieminlik komanditi kendi komandit mevduatını sermayedarın uygun hisse payı etrafında fon şirketinde yükseltir. Ticari iratların mahsubu için gerekli olan ortak teşebbüs riski ve ortak teşebbüs inisiyatifi bu durumda yedieminlik şirketi tarafından ortaklara tahsis edilmelidir. Bundan dolayı yedieminlik verene (sermayedar), şirket sözleşmesi başına dolaylı

iştirak edenin direk iştirak eden ortağa eşit kılınabileceği ve bu şahsın ortak teşebbüs vazifesini kabul edebileceği bir onay, kontrol ve bilgi hakkı verilir (Lüdicke v.d., 2005)..

Yedimlilik şirketi kendi adına dışardan hareket eder, fakat yedimlilik verenin hesapları için ise içten hareket eder. Kural gereği yedimlilik sözleşmesinde, yedimlilik verenin dolaylı iştirakini her zaman için direkt iştirake dönüştürebileceği kararlaştırılır.

Dolaylı katılımlardaki şirketin avantajı, büyük bir rakamın komanditlere ticari siciline kaydolunmak zorunda olmadığından fon idaresinin basitleştirilmesinde yatmaktadır. Yedimlilik şirketi, yatırımcının vergilendirmesine yönelik olarak dolaylı katılımlarda sağladığı fayda kadar direk katılımlarda da işe yaramaktadır ve bu vesileyle fon şirketi idari görevi kaldırmaktadır (Bieg ve Kussmaul, 2000).

5.2.3. Sabit Hisse

Sabit hissede; tipik ve tipik olmayan sabit hisse arasından bir seçim yapılmak zorundadır. Tipik olanda yatırımcı fon şirketine tutar açısından kısıtlı bir varlık mevduatı sağlar. Ortaklar genelde cari kayıplara iştirak etmez. Aynen yabancı kapital finansmanında olduğu gibi götürü usulde bir ödeme alırlar. Yalnız sabit sermayedar mevduatıyla, olası bir likidasyon düşüş tutarına iştirak etme zorunda kalabilir. Yani belirli bir risk alma söz konusudur. Ortakların kazançları, EstG yasası madde 20 no 1 gereğince kapital varlıklardan elde edilen kazançtır (Lüdicke v.d., 2005). Yani sabit sermayedarın, normalde sağlanan mevduat ve henüz sağlanmamış olan kazanç dağılımı geri ödenmesi üzerinde hakkı vardır (Bieg ve Kussmaul, 2000).

Sabit olmayan hissede ortak sadece finansman sağlayıcı olarak değil aynı zamanda birlikte iş alıcı olarak da kendisini belli eder. Fakat bunun için ortak teşebbüs riski ve ortak teşebbüs inisiyatifi koşullarının yerine getirilmiş olması gerekir. Ancak buna müteakip yatırımcı iratları, EstG yasası madde 15 paragraf 1 satır 1 no 2 açısından ticari işletmeden elde edilen iratlar olur (Lüdicke v.d., 2005). Sabit ortak kazanç hissesi üzerinden aynı zamanda şirket varlıklarına ve böylece sabit yedeklere de katılmış olur (Bieg ve Kussmaul, 2000).

Sabit hisseler, ilgili şirketlerin yapılan sözleşmedeki kararına göre komandit hisselerine dönüştürülebilir.

5.3. Genel Vergi Esasları

Gemi hisseleri yatırımcıları, yediemin şirketinin ya direk yada dolaylı yediemin vereni olarak fon şirketine iştirak eder. Yatırımcıların hedefi ise hisselerinden kazanç üretmektir. Gemi yolu şirketi ortakları, EstG yasası madde 15 paragraf 1 no 2 gereğince ortak teşebbüs eden kişilerdir. Daha sonrasında ise yapılacak ve açıklanacak olan gemi hisseleri çerçevesinde önem arz eden vergi düzenlemeleridir.

5.3.1. Ticari İşletmeden Elde Edilen İratlar

Genelde gemi yolu şirketleri ticari açıdan faaldir. GmbH & Co. KG şeklinde işletilen fon şirketinde ve KG'nin iş yönetimini sağlayan komandite GmbH şirketinde EstG yasası madde 15 paragraf 3 no 2 gereğince söz konusu olan, ticari açıdan etkili şahsi şirkettir. Hedeflenen kazanç amacına ulaşabiliyorsa şirket faaliyeti ticari olarak geçerli kılınır. Hedeflenen kazanç amacından kastedilen ise varlıklardan faydalanılan (toplam kazanç) tedbir süresi sırasında vergi açısından olumlu genel sonuçtan sonraki kısımdır.

Genelde şirket kurulduktan hemen sonra olağan tüccarın değerlendirmesi yapıldıktan sonra genel kazanç hedefleri için büyük olasılıkların oluşacağı gerçek icraat başvurusu şeklinde tespit olunur. Yasa koyucu tarafından toplam kazanç için belirli bir miktar tayin olunmaz, fakat ekonomik açıdan ağırlığını da korumalıdır (Vendura Finanzkontor GmbH, 2005b). Gemi yolu şirketi zatında vergi hukuku konusu değildir ve bundan dolayı zatında vergi yükümlülüğü yoktur. Vergisel kazançlar ve kayıplar ortaklar düzeyinde tahakkuk eder ve katılım toplamına göre yüzdeler halinde dağıtılır. Hem direk katılımcı ortaklar hem de yediemin verenlerin hisselerinden hedefledikleri, gelir vergisi yasası madde 15 gereğince şirketteki ticari iratlardır (MPC, 2004a).

5.3.2. Sınırlı Sorumluluklardaki (Limited Şirketlerindeki) Kayıplar

Ortaklar kayıplarını kapital hesap miktarına kadar derhal geçerli kılabilirler. Bunun anlamı, kayıpların denkleştirilmesinin sorumluluk çerçevesinde sınırlandırılmış olmasıdır. Mevduata kadar olan kayıplar diğer olumlu iratlar ile mahsup edilebilir. Mevduat üzeri kayıplar söz konusu olduğunda ise eşit hisseden elde edilen olumlu vadeli iratlar ile mahsup edilecektir. Yalnız mevduatın ödenmesinde vuku bulan gecikmeler kayıpların vergisel açıdan tanınmamasına neden olabileceğinden sermayedarın kapital mevduatını zamanında sağlaması gereklidir.

Yediemin üzerindeki hissede tahsilatların vergi yükümlülüğünde olması halinde geçerlidir, eğer ki alınmaya muktedir eksik yıllık net kar eksi konumda olan Kapital hesabı artırıyor. Yediemin veren, bunun neticesinde, aynı miktarda mahsup edilebilir kayba neden olabileceği ve özellikle daha sonraki yıllarda şirket kazancı ile mahsup olabileceği dağılım miktarında fiktif bir kazanç vergilendirmelidir. Dağılımın daha öncesinde gerçekleşmesi nedeniyle dolaylı hissenin,- direk hisseler için olan düzenlemelerin geçerlilik kazanması için-, komanditlerin ticari sicile kaydedildiği direk hisseye dönüştürüp dönüştürülmemesi gerçekten düşünmeye değerdir (Vendura Finanzkontor GmbH, 2005a).

5.3.3. Tonaja Göre Vergi

Tonaja göre vergi götürü usulde bir vergidir. Burada söz konusu yeni bir vergi türü olmaktan ziyade özel kazanç tespit tüzüğüdür. Bu tarz bir vergilendirme kapalı fonların katmanında emsalsidir. Bu tarz bir vergi türü geminin işletme yılının hakiki kazancından bağımsız olarak vergilendirilir. Hesaplama ise geminin net tonilatosu (NRZ) temel alınarak yapılır. Net tonilato geminin tespit olunan kullanışlılığı için bir ölçüttür. Bu, gemi ambarının, kesit yüksekliğinin ve şahıs sayısının genel içeriğine bağlıdır. Net tonilato özel formül yardımıyla bulunur (Bundesamt für Seeschiffahrt und Hydrographie, 2005).

Tonaja göre verginin uygulanması için gemi armatörlüğünün ve iş yönetiminin yurtiçinde olması koşuldur. Buradaki amaç, Alman deniz yolculuğu gemilerinin ilerletilmesi

ve armatörlerin Alman işçileri çalıştırması için teşvik edilmesidir. Ayrıca gemilerin ağırlıklı olarak yurtiçi deniz siciline kaydolmuş olması gerekmektedir. Malların veya insanların taşınmasına yönelik olarak uluslar arası trafiğe sokulmuş olması gerekir ve kira tonajının teçhizatı, çartırı yapan kişi tarafından gerçekleştirilmiş olmalıdır. İş yılı içerisinde hedeflenen kazancın, her daim 100 net tonaj için uluslar arası trafiğe çıkan tüm ticari gemilerinin işletmesinin gün başına düşen belirli bir tutarı vardır ve bunlar belirli orana göre tespit olunur. Bu oranlama aşağıda da belirtildiği üzere derece tarifesi vasıtasıyla gerçekleşir:

Tablo 1. Tonaj vergisine yönelik derece tarifesi (Gelir Vergisi Yasası madde 5 a)

Bir tonajda:	
Beher 1.000 net tona kadar yüzde net ton başına	0,92 Euro
10.000 net tona kadar 1.000 ton üzeri olanlarda	0,69 Euro
25.000 net tona kadar 10.000 ton üzeri olanlarda	0,46 Euro
25.000 net not üzeri olanlarda	0,23 Euro düşmektedir.

5.3.4. Kayıp Mahsubu

İratlar türü içerisinde vuku bulan kayıp mahsubu gerçekleşme yılında sınırsız olarak mümkündür. Aynı zamanda 2004 yılından beri gerçekleşme yılında tekrardan denkleştirilebilir irat türleri, olumlu iratlar ile farklı irat türleri arasında sınırsız olarak mahsup edilebilir. Bu yeni düzenleme (veya bu düzenlemelerin yeniden dahil edilmesi) yatırımcı için vergi açısından bir avantajdır. 1999 yılında takdim edilmesiyle, kayıpların denkleştirilmesi hususunda artık bir sıkıntı kalmamaktadır (MPC, 2004a).

5.3.5. Kayıpların Yansıtılması veya Kayıpların Rapor Edilmesi

Kayıpların yansıtılması veya kayıpların rapor edilmesi ancak oluşan kayıpların gerçekleşme yılı içerisinde, EstG yasası madde 2 paragraf 3 gereğince diğer olumlu iratlar ile gerektiği gibi mahsup edilememesi halinde sermayedar için değerlendirmeye alınır.

Sermayedarın kayıpları bir önceki yıla ya da onu takip eden yıla erteleme olanağı vardır. Erteleme EstG yasası madde 10 D paragraf 1 gereğince 2001 yılından itibaren sadece bir önceki yıl için olanaklıdır. Bekarlardaki en yüksek değer 511.500 Euro ve evlilerdeki en yüksek değer 1.023.000 Euro'dur.

01 Ocak 2004 yılında kayıpların kısıtlanmasına yönelik açıklama yapılmıştır. Bu açıklamanın içeriği ise bekar olan sermayedarın yıllık sadece 1.000.000 Euro ve evli olan sermayedarın ise yıllık sadece 2.000.000 Euro kayıp ibrazında bulunabileceği şeklindedir.. Ayrıca buna müteakip kalan toplam tutarın % 60 nıda her iki sermayedar hesaba katabilir (MPC, 2004a).

5.3.6. Komandit Mevduatlarda Borç Faizlerinde İndirime Gidilememesi

Safi tonaj vergilendirmesinde komanditer, borç faizlerini, komandit mevduatı yabancı finansmanı için iskonto edemez. Aynı durum fon şirketinin kazancı, işletme varlıklarının kıyaslanmasıyla ele alındığında da (bileşke model, vergiye tabi model) geçerlidir. Burada sermayedarın borç faizlerinin tamamını özel işletme gideri olarak oluşum yılında vergiye tabi etme olanağı vardır (Vendura Finanzkontor GmbH, 2005a).

5.3.7. Kayıpları Tahsis Edildiği Şirket

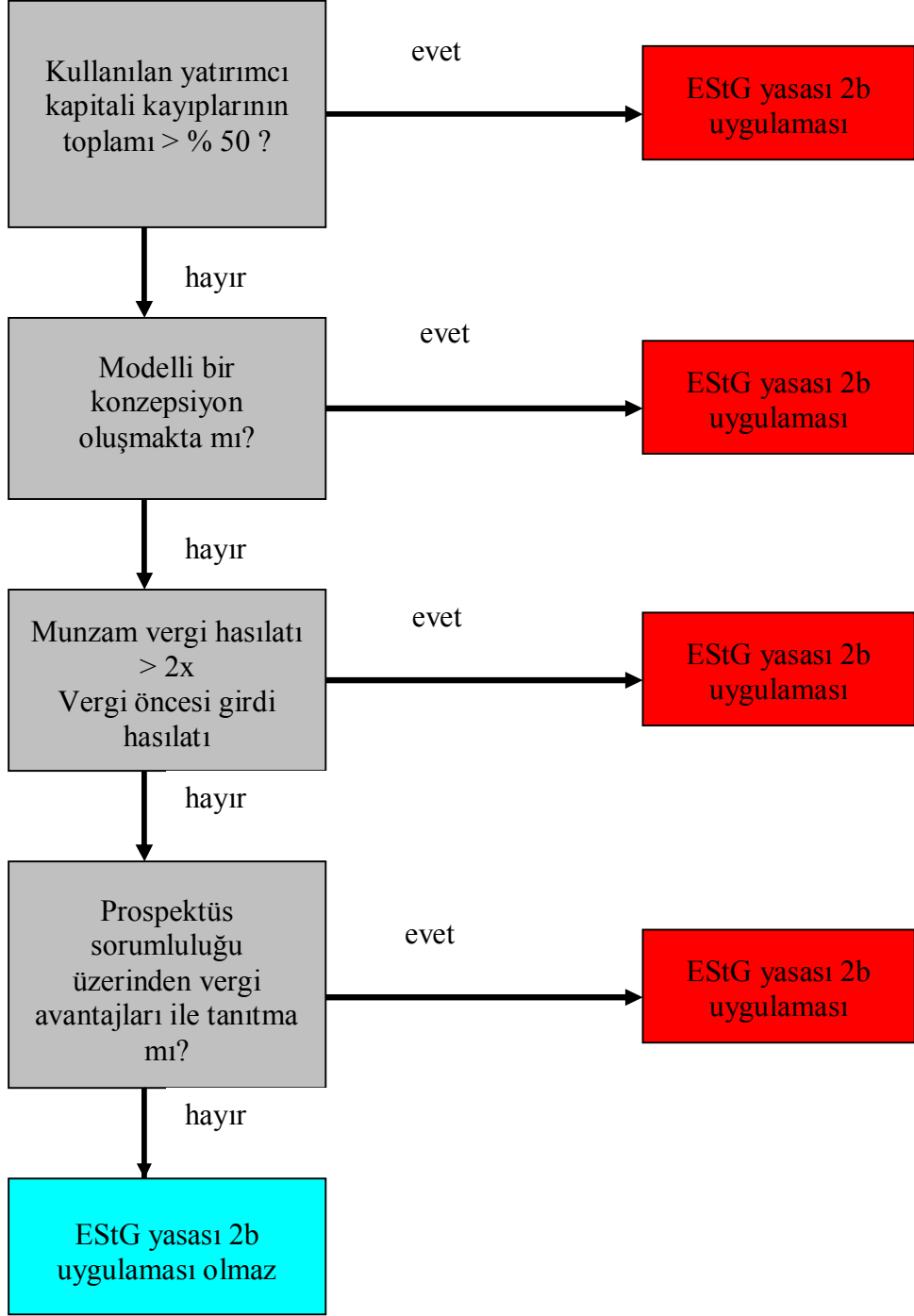
Yargısal karara sahip şirketler için kayıp tahsis şirketlerinin anlamı, bu şirketlerin kazanç hedefleme gibi bir niyetlerinin olmayıp, daha ziyade vergisel avantajların başarısında çıkarlarını korumaktır (Lüdicke v.d., 2005). Kayıp tahsis şirketlerinin ortaya çıkması 2 örnek standarda bakmaktadır: Bunlardan birincisi düzenlenen kapitale yönelik şirket hasılatlarını vergilendirdikten sonra vergi öncesi hasılatların iki katı çıkmasıdır, diğeri ise yatırımcılara kayıp tahsisi yoluyla vergi indiriminin arz edilmesidir.

Kayıp tahsis şirketinin var olup olmadığının tespiti için Şekil 3.'de yer alan bir kontrol şemasının devamlı olması gerekir. Burada ilk etapta kontrol edilmesi gereken kayıp toplamlarının her defasında ortaya konulan kapitalin % 50'sini aşp aşmadığıdır. Buna

müteakip kontrol edilmesi gereken ise başlangıç yılına yapılan kayıp tahsisinin kullanılacak olan kapitalden daha yüksek olan vergi indirimine neden olacak şekilde kaleme alınan hisselerin modelli düzenlemesi olup olmadığıdır. Daha sonrasında kontrol edilmesi gereken ise kullanılacak olan kapital munzam vergisinin aynen vergi öncesi girdiler kadar yüksek olup olmadığıdır. Buda iç faiz oranlar metodu yardımıyla bulunur. Yatırımcının buradaki özel durumu dikkate alınmaz.

Bu kriterler tamamlandığında düzenleme örneği gerçekleşmiş demek olup, söz konusu olan artık kayıp tahsis şirkettir. Düzenleme örneği için iki durumun kontrol edilmesi gerekir; bunlardan biri kayıplar ile mi tanıtımın yapılıp yapılmadığı, yani kazançlara karşın kayıpların belirgin olarak vurgulanıp vurgulanmadığı ve böylece şirketlerin prospektüs sorumluluğu gerekçelerinden çıkan sınırları aşıp aşmadığıdır. Bu koşul gerçekleştirildiğinde ise EstG yasası madde 2 b açısından söz konusu olan kayıp tahsis şirketi de olur (Vendura Finanzkontor GmbH, 2005a).

Yukarıda belirtilen açıklamalar doğrultusunda Gelir Vergisi Yasası madde 2b uygulamasına yönelik oluşturulan kontrol şeması aşağıda yer almaktadır.



Şekil 3. Gelir vergisi yasası madde 2 b uygulamasına yönelik kontrol şeması (Lüdicke v.d., 2005)

5.3.8. Temlik veya Amaçlanan Kazançların Vergilendirilmesi

Tonaj vergisinin derhal uygulamaya konulmasında sermayedarın fark tutarını vergilendirmesine gerek yoktur. Ancak zati vergi oranına mahsup olunur.

İşletme varlığı mukayesesinden sonraki kazancın saptanmasında sermayedar fark tutarını esas itibariyle tamamen vergilendirmek zorundadır (Vendura Finanzkontor GmbH, 2005a).

5.3.9. Şirket Düzeyinde Vergilendirme

Bu bölümde şirket düzeyinde vergilendirme kalemlerinden işlem vergisi ve işletme gelirleri vergisinden bahsedilmektedir.

İşlem Vergisi

Genelde gemi fonları EstG yasası madde 4 no 2 ve madde 8 gereğince işlem vergisi ödentisinden muaftır. Gemilerin uluslararası deniz ulaşımında kullanılması nedeniyle normalde gemi hisselerinde mevcut olmayan safi yurt içi işlemlerinde şirketin faal olması durumunda istisnai bir durum hasıl olur. İşlem vergisinden muaf kılınmada UstG yasası madde 15 paragraf 3 gereğince özel bir durum vardır. Çünkü şirketlerde vergi öncesi girdilerin ıskatı bulunmamaktadır, yani tarafınızın hesabına yazılan işlem vergisi şirketlere geri ödenir (Lüdicke v.d., 2005).

İşletme Gelirleri Vergisi

Gemi yolları şirketleri sanayi işletmeciliğini yürüttüğünden dolayı işletme gelirlerinin vergilendirilmesine tabidir. Şirket ödemeleri vergisel olarak faaliyet getirisi hesaplarına katılır ve aynısının indirimine yol açmaz. Tonaj vergi fonu opsiyonunda veya öncesinde tercih edilen tonaj vergi modelinde, götürü usulde tespit olunan kazanç, EstG yasası madde 5a EStG gereğince işletme gelirleri vergi getirisinin saptanması için temel alınır. İşletme gelirlerini

vergi yasasından sonra hesaba katma ve kesintiler, fiktif tonaj vergi kazancının değişimine yol açmaz.

Faaliyet getirisi, GewStG madde 10a gereğince bir önceki evrede ortaya çıkan faaliyet vergisine tabi kayıp raporu ile mahsup edilebilir olarak kalır. Ortaklardan birinin hissesini temlik etmesi, miras bırakması ya da bağışlaması durumunda fon şirketinde ortağın hissesine düşen oran üzerinden faaliyet vergisine tabi bir kayıp icraatı ortaya çıkar. Bu da şirket için işletme geliri vergisinin artması anlamına gelir. Şirketin fesih edilmesinde veya geminin temlik edilmesinde ise muhasebe değerinden ve hakiki değerden çıkan fark tutarı üzerine işletme gelirin e göre vergilendirme düşmez. Bunun için olan koşul her şeyden önce şirketin fesih edilmesinin ve geminin temlik edilmesinin birlikte olmasıdır (Lüdicke v.d., 2005).

5.4. Gemi Fonlarının Diğer Vergi Avantajları

Gemi hisselerindeki mevcut diğer avantajlar ise veraset vergisi ve intikal vergisi alanında ve ayrıca tazminatın plasmanında ve işletme emekliliğinde yatmaktadır.

5.4.1. Veraset Vergisi ve İntikal Vergisi

Geçmişte vuku bulan yüksek kayıp tahsisi vasıtasıyla sermayedarın kapital hesabı çok çabuk çözülmüştür ve hatta bazı durumlarda olumsuz olmuştur. Buda veraset ve intikal vergisi için çok düşük tutarın tahakkuk etmesine ya da hiç tahakkuk etmemesine yol açar. Bu, sermayedar için oldukça ilginç tasarım olanakları sunmuştur ve gemi hisseleri daha öncesinde çoğunlukla mirasçılara devredilmiştir. Yasa koyucunun sağladığı kayıpların sürekli indirgenmesiyle günümüzde gemi hisseleri için yüksek veraset ve intikal vergi tutarı ortaya çıkmıştır (Bartholl, 2004). Gerçi gemi hisseleri günümüzde de halen yatırımcı için veraset ve intikal vergi avantajlarını sunmaktadır.

Vergilendirmenin esası geminin hakiki değerine dayanmayıp, daha ziyade gelir bilançosundan çıkan değere dayanmaktadır. Yani vergilendirme için esas olan muhasebe değeridir. Genelde muhasebe değerleri geminin hakiki değerine oranla oldukça düşüktür.

Böylece genelde taahhüt tutarları oldukça aşağıda tutulur. Buna müteakip gemi hisselerinde girişimci katılım söz konusu olduğundan sermayedar, ErbStG yasası madde 13a'nın sağladığı işletme varlıklarının geçerli vergi indiriminin avantajını kullanır (Oldehaver, 2003). ErbStG yasası madde 13 a paragraf 1 satır 1 no 1 gereğince işletme varlıkları için 225.000 Euro tutarında vergiden muaf bir meblağ bulunmaktadır. Fazla tutar, ErbStG yasası madde 13 a paragraf 2 gereğince % 65 oranında kararlaştırılır. Bu iskontonun uygulanması için iktisap edenin (varis ya da intikalci) hisseyi en az 5 yıl devam ettirmesi ve fon şirketi işletmesinin bu süre zarfında istihdam edilmemesi koşulu vardır.

Yani bu iskonto, iktisap edenin hisseyi henüz bu süre zarfında tutacak konumda olup olmamasına bağlıdır. Garantili bir şekilde teminat, ancak devir işlemlerinin yaşayanlar altında gerçekleşme ve fon şirketinin olağanüstü hal nedeniyle daha öncesinde çözülmeyecek şekilde garantisinin sağlanması halinde var olur. Genelde gemi hisselerinde belli bir süre kararlaştırılmıştır ve fonların öncesinde çözünmesine neden olacak olan olağanüstü hallerin vuku bulması olasılığı çok düşüktür (Lüdick v.d., 2005).

Gemi hisselerinin güçlü oryantasyonu, veraset ve intikal vergisi açısından baktığımızda da, varis veya intikalci vergiye tabi gemi hisselerindeki vergi avantajlarından faydalanamadıysa sermayedar için bir avantajdır. Bundan dolayı veraset ve intikal vergisi açısından baktığımızda gemi hisselerinin yeni modelleri kesinlikle yatırımcı için çok ilgi çekicidir.

5.4.2. İvaz Plasmanı

Vergiye tabi modelde ve bileşke modelde sermayedarın; vergilendirilen gelirlerinin oldukça büyük artış gösterdiği yılda ivazlar kayıp tahsisi aracılığıyla vergiye uygun olarak yatırım yapma olanağı vardır. İvazlar ve buna benzer ödemeler, EStG yasası madde 34 gereğince olağanüstü iratlar altında oluşur. Vergilendirilecek olan iratlarda artış arz edebileceğinden bunların vergilendirilmesinde ilk etapta tutardan hareket edilir.

EstG yasası madde 34 paragraf 1 gereğince imtiyazlı düzenlemesi vasıtasıyla yatırımcı “beşte biri” olarak adlandırılan düzenlemeyi uygulamaya koyabilir, yani ivaz tutarları beşe bölünür, böylelikle vergi değeri bulunur ve buna müteakip tekrardan beş katı alınır. Beşte biri, kaynak gelirlere hesaplanır. Verginin bu şekilde çıkartılması yöntemi ancak olağanüstü iratların 600.000 Euro olan tutarına kadar olan kısımları için mümkündür. Yatırım yılında yukarıda belirtilen hisselerin yatırımı ile, olumsuz vergisel iratlar ve buna müteakip olumlu iratlar ile mahsup edilebilecek girdiler ortaya çıkar.

Hisse modelinin anlamlı bir şekilde düzenlenmesi halinde bu durum gelir vergisinin önemli ölçüde düşürülmesine yola açabilir. İvazların yada buna benzer ödemelerin girdilerinde sermayedar en iyi plasman stratejisini oluşturmak için muhakkak vergi danışmanı ile güçlükler hakkında müzakerede bulunmalıdır. İvaz plasmanın vergi açısından avantajı, başlangıçtaki kayıpları artık geçerli kılınamayacağından dolayı safi tonaj vergisinde artık mümkün değildir (Schaffer, 2005).

5.4.3. Gemi Hisseleriyle Birlikte İşletme Emekliliği

Kapalı fonla her geçen gün işletme emekliliği alanı için ilginç hala gelmektedir. Orta dereceli birçok işletme, gerçekten mutabık kalacaklarının emniyetini sağlamadan yönetici kadro görevlilerine emeklilik taahhüdünde bulunmaktadırlar. Emeklilik taahhüdünün fon eksikliği sadece işletme problemlerini beraberinde getirmez, aynı zamanda görevlinin ihtiyatı yaşlılık tedbirini de tehlike altına sokabilir. Bundan dolayı kuruluş, emeklilik taahhüdünün uygun bir yedek fon ile garanti altına alınmasını sağlamak zorundadır. Almanya’da tüm emeklilik taahhütlerinin yaklaşık % 90’ı hayat sigortasıyla güvence altına alınmıştır. Hisse senetleri piyasasının yaşadığı durgunluk nedeniyle hayat sigortası bakiyesinin o zamanlarda olduğu gibi % 6-7 arasında değil de ortalama olarak sadece % 4 dolaylarında olması nedeniyle bu durum çoğu emeklilik teminatının yeter derecede rucua güvence edilmemesine yol açmaktadır. Belirgin yükseklikteki hasılatlar, kapalı fonların katmanında ekonomiye kazandırılabilir. Özellikle burada dikkate alınması gereken, bu plasman şekli riskinin hayat sigortasından daha yüksek olduğudur. Hayat sigortası tamamen kapalı fonlar ile

tamamlanmamalıdır, çünkü ölüm himayesi için devamlı olarak ihtiyaç duyulabilir. Kapalı fonlar hayat sigortasının bir tamamlayıcısı olmalıdır.

Hayat sigortasına karşın kapalı fonlar vergisel açıdan avantajlı hale getirilebilir. Çünkü hayat sigortasında işletme varlıklarında mevcut vergisel avantajlar geçerli kılınmaz. Zira ortaya çıkan getiriler aynı emeklilik plasmanından çıkan faizlerde olduğu gibi vergiye tabi tutulur. Bu durum, kapalı fonlarda vergilendirmeden önce % 6-8 hasıllattan ve vergilendirmeden sonra ise % 4-6 hasıllattan hareket edilmesine neden olur.

Hayat sigortasında; vergilendirmeden önce % 4-5 oranında bir hasılat ve vergilendirmeden sonra ise % 2,4-3 oranında bir hasılat hesaba katılmalıdır. Buradan da işletme emekliliği için kapalı fon tabakasının ne kadar ilginç olduğu rahatça ortaya çıkmaktadır (Fischer, 2004b).

Bileşke modelde henüz likidasyon ve hasılat avantajları oluşmadığından gemi hisseleri kapalı fonlar alanında oldukça ilginç plasman olanaklarını sunmaktadır. Bunun pozitif etkileri ise katılım zamanındaki vergi yükünün başlangıçtaki vergi neticeleriyle indirgenebilmesidir. Ayrıca işletme evresindeki dağıtım, tonaja göre vergilendirme ile olabildiğinin en iyisi şeklinde vergiden muaf olmaktadır. Vergi yükü, kullanılan kapitalin yaklaşık % 0,2-0,4 oranı arasında yatmaktadır. Bileşke modele karşın safi tonaj vergi modeli, başlangıçta vergi sonuçlarının indirgenememesi dezavantajına sahiptir. Fakat aynı zamanda toplam işletme evresindeki dağıtım burada da vergiden muaftır ve fark tutarının vergilendirilmesi olayı burada da vuku bulmaz. Riski az olan imtiyazlı kapitale sahip hisse ile rucua güvence sağlanması halinde gemi hisseleri ek bir güvenceyi sunar. Bu vesileyle taahhüt edildikten itibaren ilk kazanç sağlanmış olur ve likidasyon karında imtiyazlı bir hisse elde edilir. Bu durum imtiyaz için büyük bir güvence sağlar. Finanse edilecek kuruluşu için mal varlıklarının yapılandırılması sadece maliyetsiz değil aynı zamanda likidasyonda da kazanç sağlar ve oldukça önemli net karlar üzerinde de şans oluşturur (König&Cie, 2003). Gemi hisseleri veya kapalı fonları emeklilik ihtiyatının güvencesi için kullanan kuruluşlar, muhakkak pay finansmanının itfasından sonra dağıtımını tekrardan yaşlılık ihtiyatı için ayrılmasına ve finans

kaynaklarının başka amaçlar için kullanılmamasına ehemmiyet vermek zorundadırlar. Bu tehlike hayat sigortasıyla yapılan safi güvencelerde söz konusu değildir.

5.5. Şirketlerin Alternatif Yapıları

2007 başlangıcında artık bileşke model sunulamayacaktır. 01.01.2006 tarihinden önce gemi alanlar ya da geminin yapımına başlayanlar, başlangıçtaki kayıplardan sonra halen tonaj vergisine dönüştürebilirler. Eksi vergi neticesinden sonra safi vergiye tabi modelde kazançlar tamamen vergilendirilmek zorunda olduğundan safi tonaj vergi modeline yönelim artmaktadır.

Piyasadan sıyrılmak için şirketler açısından bileşke model oldukça ilginçtir. Bundan dolayı bileşke model kriterleri gerçekleştirilmeden, devlet hazinesinden çıkartılacak bileşke model vergi avantajının kullanılabilceği türde yeni model gemi fonları tasarlanması düşüncesi hasıl olmaktadır.

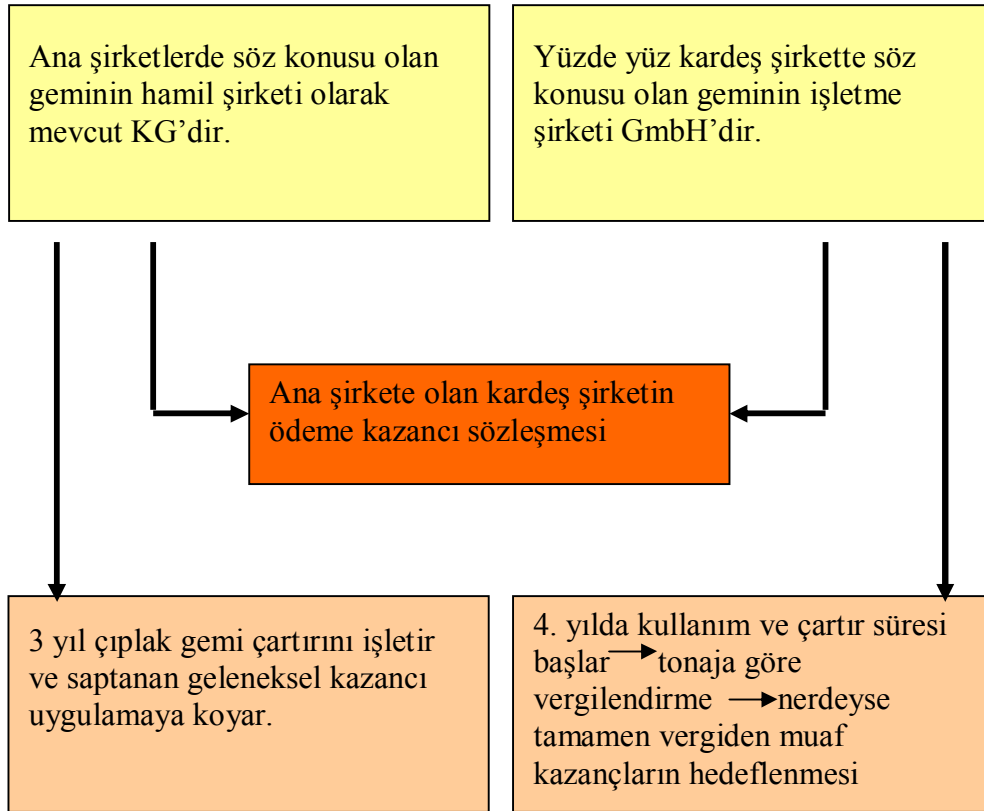
Bununla birlikte altı model çeşidi vardır:

5.5.1. Birinci Model Çeşitleri

Bu model çeşitlerinde firma ayrımları ele alınmaktadır, yani şirketlerden biri kayıp evresine sahip, diğeri ise tonaja göre vergilendirmeye sahip ve buradan çıkan kazançları içinde barındırmaktadır. Bir komandit şirket bir gemiyi mülkiyetinde bulundurmakta olup GmbH şeklindeki kardeş şirketlere sahiptir. Kardeş şirketin mülkiyetine zati gemisi yok, fakat sözleşme akdi gereğince KG'nin çartır süresine bağlı faaliyetleri için yetkilidir. Ana şirketle birlikte kar ve zarar ödemesi sözleşmesine sahiptir, yani GmbH'nin kazandığı her Euro KG'ya teslim edilmek zorundadır. Ana şirket ilk dört yılda normal kazanç vergilendirmesini seçer, yani vergisel açıdan talep gören asli kayıpları geçerli kılabilir.

Ana şirket safi çıplak gemi anlaşması (Bareboat) olarak (mürettebatsız ve teçhizatsız) gemi işletmeciliğine çartırlar. Ana şirket ilk üç yıl zarfında geleneksel çartır süresi altında

gemi tayfasıyla işletmeye geçemez. Dördüncü yılda ise sözleşmede tayin edildiği üzere kardeş şirketin çartır süre anlaşması başlar. Bunlar her ne kadar zati gemilerine sahip olmasalar da, daha başlangıçtan itibaren tonaja göre vergilendirmeye tercih edilmişlerdir. Dördüncü yılda ana şirket gemiyi temlik eder. Ödeme kazancı sözleşmesinden faydalanarak elde edilen kazançlar nerdeyse tamamen vergiden muaf olarak tahsil edilebilir. Bu modelde söz konusu olan hamil ve işletme şirketlerinin ayrılmasıdır. Asli kayıplar vergi açısından geçerli kılınarak buna müteakip kazançlar tonaja göre vergilendirmeden sonra tahsil edilebileceğinden bu yapı tarzı bileşke model tanımına çok benzemektedir. Kardeş şirket gemiyi ancak dördüncü yılda ana şirketten devralabileceğinden, mali mahkemelerinin düzenlemenin kötüye kullanılmasını maiyetine vermesiyle bu modelde tereddüt duyulacak bir şey yoktur. Yasaklanmış olan bugüne kadar gelen işletmelerin ayrıştırılması modelinde, ayrıştırma başlangıçta mevcuttu, bu model çeşidine olan farkı ise burada yatmaktadır (Der Fond, 2004). Yukarıda anlatılanlar doğrultusunda 1. modelin grafiksel tasarımı aşağıda Şekil 4.'de yer almaktadır.



Şekil 4. Birinci model çeşitlerinin grafiksel tasarımı (Der Fond, 2004)

5.5.2. İkinci Model Çeşidi

İkinci model çeşidi, birinci çeşidin sadeleştirilmiş halidir. Burada münferit gemi tercihi yapılmaz, sermayedarın iştirak ettiği birden fazla gemiye yatırım yapılır. Gemilerinin işletilmesi ortak komandit şirket (Pool-KG) üzerinden gerçekleşir. İlk üç yılda gemiler Bareboat-gemilerinde olduğu gibi işletilir ve normal kazanç vergilendirmesine tabidirler, yani asli kayıplar geçerli kılınabilir. Dördüncü yılda ise zati gemileri bulunmayan Pool-KG kullanımına aktarılır. Pool-KG şirketi en başta tonaj vergisine tabi tutulur ve akabinde birleşmeden kaynaklanan kazançları paylar halinde fon şirketlerine öder. Birleşen gemilerin avantajı ekonomik açıdan çok iyi temellenmektedir. Çünkü bu tarz birleşme, sermayedar için çeşitlendirme aracılığıyla yüksek bir güvence sunmaktadır (Der Fond, 2004).

5.5.3. Üçüncü Model Çeşidi

Üçüncü model çeşidinde söz konusu olan birden fazla gemi ortaklığıdır. Bununla mevzuattaki bir açıklıktan istifade edilir: Bu modelde örneğin Kıbrıs'tan sahip olunan pahalı büyük bir gemi ve küçük bir kitle yük gemisi işletmeye konur. Kitle yük gemisi en başta tonaj vergisine tabi tutulur, konteyner gemisi geleneksel vergilendirme ile Kıbrıs'ta işletmeye konur (kayıpların tahsisi) ve dördüncü yılında ise tekrardan Almanya'ya döner. Götürü usulde kazancın saptandığı önerge tüm şirket için geçerli olduğundan, konteyner gemisi otomatik olarak tonaja göre vergilendirmeye tabi olur. Bu modelde her daim konteyner gemileri için ilk üç yıl zarfında kayıp tahsisi kullanılabilir. Böylece iki geminin toplam kazancının tonaja göre vergilendirmeye tabi olması ve böylece nerdeyse tamamen vergiden muaf kılınması gibi bir avantaja sahip olur (Der Fond, 2004)

5.5.4. Dördüncü Model Çeşidi

Bu model çeşidi söz konusu olan tonaja göre vergilendirme için bir alternatiftir. Bununla sözelimi Hollanda'dan ya da Büyük Britanya'dan işletilen gemilere yatırım yapılır ve aynen Almanya'da olduğu gibi götürü usulde saptanan kazançlar tonaj vergisine tabi olur. Bunun diğer bir avantajı ise oldukça düşük işçilik maliyetlerinde yatmaktadır. Özellikle sosyal

giderlerin düşük olması burayı sermayedar için daha da cazip kılmaktadır. Çifte vergilendirme anlaşması gereğince fazladan bir vergilendirme sermayedar için söz konusu olmayacaktır, yani kazançlar götürü usuldeki safi vergilendirmeye tabidir. Aynı zamanda Almanya'da olduğu gibi sürekli mevzuat değişikliği riski de mevcut değildir. Şirketin yurtdışına tasfiye edilmesi ortaklar için büyük bir problem arz etmemektedir (Der Fond, 2004).

5.5.5. Beşinci Model Çeşidi

Burada söz konusu olan, 15 yıllık asgari çartır süresini kapsayan ve 10 yıl sonra geleneksel kazanç vergilendirmesinin tonaj vergisine tabi kılındığı gemilerdir. Model için, çoğunlukla çartır süresi 20 yılı aşan oldukça büyük sıvı gaz tankerleri uygundur. Bu tarz gemilerin çartırlandığında itibarı yüksek büyük gaz ve yağ şirketleri söz konusudur (Der Fond, 2004).

5.5.6. Altıncı Model Çeşidi

Diğer bir düşünce ise müzik ya da medya fonlarıyla birlikte gemi fonlarının tepe fona kombine edilmesinden oluşmaktadır. Bu arada müzik ve film fonlarıyla ilk etapta kayıplar hedeflenebilirdi ve akabinde tonaja göre vergilendirmeden nerdeyse tamamen vergiden muaf tahsilat ve medya fonları getirileri hedeflenebilirdi (Der Fond, 2004).

Bize düşen hangi konseptin 2007 yılına doğru rağbet göreceğini beklemektir, çünkü girişimcilerin kendisi bile henüz hangi çeşide öncelik vereceği konusunda bir mutabakata varamamıştır. Ayrıca hukuki görüşlerin bazı modelleri etkileyip etkilemeyeceği de merak edilen bir durumdur. Tüm katılımcılar için bunu mevzu olarak takip etmek ve zamanın ne getireceğini beklemek oldukça ilginçtir. Ortaklar, sermayedarın bakış açısına göre hareket etmek zorunda olduklarının ve bu tutarlılığı en sona saklamamaları gerektiğinin bilincinde olmak zorundadırlar. Bununla birlikte, safi tonaj vergi fonlarının çalışmasına Almanya'da devam edilecektir. Yurtdışına kurulması ile beşinci model çeşidi de kesinlikle üstünde durulmaya değer bir çeşittir, çünkü bu şirketler için oldukça düşük harcamalar arz etmektedir. Bu tabakadaki gelişim tüm katılımcılar için çekişmeli bir durumdur.

VI. GEMİ HİSSELERİ RİSKİ VE ŞANSI

Gemi hisseleri, sermayedarın hem kazanca hem de kayılara iştirak ettiği teşebbüsçü katılımdır. Bu doğrultuda gemi fonlarının sermayedarları çeşitli risklere maruz kalmakta ve bununla beraber şanslara da açık olmaktadır.

6.1. Gemi Hisseleri Riski

Bu bölümde gemi hisselerinde ortaya çıkabilecek olan riskler ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

6.1.2. Üretim Riski

Fonların, işletmeye hazır bir gemi tedarik etmek yerine henüz yapım aşamasında olan bir gemiyi tedarik etmesi durumunda, tersanenin gemiyi usul dairesinde teslim etmemesi, yani ya hiç teslim etmemesi yada kusurlu olarak teslim etmesi riski oluşur. Gemi yapım sözleşmelerinde, finansman gerekçelerinden taksitle peşin ödeme anlaşması güçlükleri oluşmaktadır. Geminin teslimatı sorununa gelindiğinde ise fon taksitlerinin usul dairesinde geri ödemede yeniden tasfiye zorunluluğu hasıl olmaktadır. Sermayedar için bunun anlamı ise, fonların yan harcamaları koşulları altında özellikle yerleştirme masraflarının elinde kalabileceği demektir. Gerçi bu risk, Non-delivery güvencesi olarak tanımlanan tedbir altında güvence altına alınabilir. Fakat bunun için ek harçlar tahakkuk eder (Lüdicke v.d., 2005).

6.1.3. Teslimat ve Sevkiyat Riskleri

Tersane tarafından geminin geç yada kusurlu teslim edilmesi her zaman fon şirketi tarafından ödenmek zorundadır. Çünkü çartırı yapan şahıs, gemiyi hizmete soktuğunda taksitlerini ödeme ile başlamaktadır. Bu risk, genelde gemi yapım sözleşmesinde geç teslimatın vuku bulması halinde tersanenin sözleşmeden doğan para cezası tespiti ile

hafifletilmektedir. Çartırı yapan şahıs geminin kararlaştırılan teslimat yerine getirilmesini sağlamak zorundadır (Lüdicke v.d., 2005).

6.1.4. İfa Riskleri

İfa riskleri; kredibilite, piyasa, sevk ve idare risklerini bünyesinde barındırmaktadır. Bu risklerde söz konusu olan genel teşebbüs riskleridir.

Kredibilite risklerinde çartırı yapan şahsın ödeme yükümlülüğünü yerine getiremeyecek konumda olmamasına bilhassa dikkat edilecektir. Bu durum aynı zamanda fon şirketi için çartır taksitlerinin komple düşmesi anlamına gelir. Şirket çartır taksitlerinin ödenmesi için çartırı yapan şahıs ile bir çözüm bulmaya çalışacaktır ya da yeni bir çartırcı arayacaktır. Piyasanın şirket tarafından tasarlandığı gibi gelişim arz etmemesi halinde ve çartırı yapan şahsın koşullarının ıslah edilmesini talep etmesi ve böylece fon rantının düşmesi halinde piyasa riskleri ortaya çıkar. Başka bir tehlike ise çartır süresinin başlamasından sonra geminin daimi olarak çartırlanamamasından ya da koşulların oldukça kötüye gitmesinden kaynaklanır. Sevk ve idare riski ise fon şirketi yönetiminin doğru kararları almamasında veya yanlış kararlar almasında yatmaktadır. Ortaya çıkan hatalar, yanlış hesaplamalardan ya da planlama hatasından kaynaklanabilir. Bundan dolayı yatırımcı her zaman, iş yönetiminin gerçekten gerekli tecrübeye ve profesyonelliğe dayalı olarak yürütülüp yürütülmediği bilgisini takip edecektir (Weinberger, 2004).

6.1.5. Döviz Kurlarında ve Faizlerde Meydan Gelen Dalgalanma Riskleri

Gemi hisselerinin çoğunda finansman dolar bazında ve kısmen de yen bazında finanse edilir. Çartırı yapan şahsın çartır ödemeleri genelde dolar bazında olur. Böylece sermayedar iki katı riske maruz bırakılmış olur. Bir taraftan faizlerin artmasıyla finansman için ayrılan harcamaların artış arz etmesi, diğer taraftan ise döviz kurularının şahsın aleyhine dalgalanma arz etmesi, yani olumsuz kambiyo rayici gelişimi nedeniyle finansmanın beklendiğinden daha fazla çıkması söz konusudur. Fakat şirketlerin bu riskleri opsiyonlu ve/veya türevsel işlemler yoluyla güvence altına alması da mümkündür. Ayrıca dolar kurunun düşmesiyle kambiyo

rayıcındaki değişikliklerin olumsuz olarak tahsilatlara yansıma riski de mevcut olup tahsilatlar beklendiği kadar yüksek çıkmayabilir (Siebel, 2001)

6.1.6. Çartır Süresinin Riski

Çartır süresi ne kadar düşük olursa, genelde çartır taksitleri bir o kadar yüksek olur. Gerçi süre bitiminden sonra geminin tekrardan çartırılanmaması yada çartır taksit seviyesinin piyasada düşürölmesi riski de mevcuttur.

Çartır süresi ne kadar uzun tutulursa, tahsilat planları da bir o kadar güvenli adımlarla yürütölür. Fakat çartırı yapan şahsın ödeme yükümlölüğünü yerine getirmeme ya da getirememe gibi bir riski de vardır. Güvenilir bir çartırı yapan şahısta uzun vadeli çartır süresi yatırımcı için yüksek bir güvence sağlar (OPC GmbH, 2005).

6.1.7. Servis ve Bakım Riskleri

Gemi işletmesi için olan harcamalar, önceden tahmin edilemeyen tamiratlar ve bununla bağlantılı işlememe süresi nedeniyle oldukça artabilir. Aynı zamanda ücretlerdeki ve yakıtlardaki ücret artışı da hesapta olmayan masraf artışına neden olabilir. Çartır süresi bittikten hemen sonra geminin tekrardan çartırılanamaması durumunda bile harcamalar işletmeye hazır hale getirilmek zorundadır. Fon şirketinin gelirlerinin karşısında bilinmeyen masrafları vardır. Gerçi şirketler bu tarz harcamaların planını yapmaktadır, fakat bu alanda planlanmayan masraflar her daim ortaya çıkabilir ve buna müteakip sermayedara yük arz edebilir (Siebel, 2001). Bunun dışında ayrıca teknik arızalardan dolayı geminin işletmeye konamaması nedeniyle çartır kaybına götürebilecek bir riskte mevcuttur.

6.1.8. Hukuki Riskler

Özellikle Almanya'da hukuki riskler oldukça yüksektir, çünkü burada önceden tahmin edilmeyen sürekli yasa değişiklikleri meydana gelmektedir. Bu tarz yasa değişikliklerinin

etkisi çoğu zaman fon şirketleri için göz ardı edilemez bir durumdur. Yatırımcılar bu riskle birlikte yaşamayı öğrenmek zorundadırlar (Siebel, 2001).

6.1.9. Sorumluluk Riskleri

Gemi fonları; hem kendi kusurları nedeniyle hasıl olan hasarlar için, hem de gemi tayfasının kusurları nedeniyle hasıl olan hasarlar için sorumluluk taşır. Bu bir taraftan gemi işletilirken meydana gelen hatalar nedeniyle gemide oluşan hasarları kapsar. Sorumlu gemi personeline karşın rücu ve tazminat talebinin geçerli kılınması kesinlikle mümkün değildir. Diğer taraftan ise gemi fonları, ihtilaf yada çevre kirlenmesi gibi dıştan gelen hasarlar için sorumluluk üstlenmek zorundadırlar. Çevre kirlenmesinin yol açtığı hasarlar özellikle tank gemi sürüşü alanında ortaya çıkabilir. Bu alanda oluşabilecek işte tam bu hasar tazminat talebi kendi sonuçunuzdan çıkartılabilir, bundan dolayı riskin tahmin edilebilir ölçütlere indirgenebilmesi için fon şirketlerinin uygun teminat formlarını kararlaştırmalıdır.

Gemilerin güvence altına alınmasında, gemide meydana gelen hasar olayları için var olan kasko sigortası işe yaramaktadır. Dışardan oluşan hasarlar için kullanılacak sorumlu yükümlülük sigortası vardır. Bundan dolayı daha sonra bu tarz önemli hasarlar konusunda sorumluluk üstlenmemek için sermayedar gemilerin sigorta çeşitleri üzerinde önceden bilgi edinecektir (Lüdicke v.d., 2005).

6.1.10. Misilleme Riskleri

Gemi hisseleri için henüz belli bir kurala bağlı ikinci piyasa olmadığından pazarlanabilirlik oldukça kısıtlanmıştır ve çoğunlukla da sermayedarın zararına işlemektedir. Bundan dolayı yatırımcılar daha başlangıçta kapitallerinin 10-21 yılları arasında bağlı kalacağı konusunda kararlılık göstermelidirler. Bazı emisyon meclisleri girişlerde sermayedarlara, payların devralınması gibi özel durum olanaklarını sağlamaktadır. (Llyod Fonds, 2004).

6.1.11. Ek Olarak Sermaye Koyma Riski

Esas itibariyle sermayedarlar sadece komandit sermayeleriyle sorumludurlar. Fakat mali darboğazlarda sermayedardan ek olarak sermaye koyması talebi olabilir. Ek olarak sermaye koyma talebi zorunluluğu durumunda kayıplar riski oldukça büyük bir artış gösterebilir. Bu durumda sermayedar, satışlarda tamamen kaybetmek zorunda kalacağını hesaba katmak durumundadır.

6.1.12. Alış-Veriş Riski

Buradaki tehlike; şirketlerin gemiyi çok pahalıya satın alması ve planlanan hasılatları elde etmek için çartır taksitlerinden çıkan hasılatların yatırım harcamaları için çok düşük olması veya yeter derecede yüksek olmamasıdır. Sermayedar burada da gemi piyasasını ayrıntılı bir şekilde kontrol etmelidir ve tercih ettiği fonlardan gemi tedarik masraflarını diğer geminin ücretleriyle kıyaslamalıdır. Bu kıyaslamadaki amaç ise tedarik edilen gemilerin ücretlerinin ölçülü olup olmadığının ve piyasa koşullarının üstünde olup olmadığının veya piyasa koşullarına göre oldukça yüksek olup olmadığının kontrol edilmesi, böylece şirketlerin gemilerin çok fazla pahalıya alınmasının kontrol altında tutulmasıdır. Bunun için sermayedar, fon girişimcisinin bilirkişi değer raporunu kendisine sunmasını sağlamalıdır (OPC GmbH, 2005).

Gemi fonlarının dezavantajı, projeye bağlı kapital bağlantılarda ve özellikle uzun vadeli yatırım süresinde yatmaktadır. Fonların yerleştirilmesinden önce olumlu bir öngörü yatırımcı için dezavantajlı bir durum da arz edebilir. Diğer bir dezavantajı ise plasmanların kontrolünü güçleştiren karmaşık hukuki ve vergisel düzenlemelerdir (OPC GmbH, 2005).

6.2. Gemi Hisseleri Şansı

Gemi hisselerinin riski olduğu kadar aynı zamanda şansları da vardır. Bu konuya aşağıda detaylı olarak değinilmiştir (OPC GmbH, 2005).

6.2.1. Hasılat Şansları

Sermayedarların iyi bir girişimcinin yanında ortalamanın üstünde bir hasılat hedefleme olanağı vardır. Özellikle tecrübeli bir fon idaresi, gemi yönetimi tecrübesini ve ağır piyasa koşullarına tepki gösterme tecrübesini elinde bulundurmaktadır.

6.2.2. Piyasa Şansı

Gemi yolu piyasasındaki gelişme günümüzde büyük bir büyüme göstermektedir ve bu trend kalıcılık arz etmektedir. Yani geleceği olan bir piyasaya yatırım yapılmaktadır. Piyasanın planlanmış olarak iyi bir gelişimi, yerleştirilmede planlanana oranla sermayedar için daha iyi bir hasılatla yönelik olarak teşebbüsçü bir şans sunmaktadır. Aynı zamanda çartır oranlarının olumlu gelişimi ile hesaplanandan daha yüksek tahsilatların yapılması olanağında vardır.

6.2.3. Alış-Veriş Şansı

Gemi veya gemilerin fon şirketlerinin oldukça uygun alım fiyatına iktisap edilmesiyle, hasılatların planlanandan daha yüksek olması halinde oluşur.

6.2.4. Tekrardan Satma Şansı

İkinci el gemiler için gemi piyasasının, şirketlerin planladığından daha olumlu gelişmesi halinde daha yüksek tekrar satış fiyatı hedeflenebilir. Buda başlangıçta planlanana oranla daha yüksek hasılatlara yol açar.

6.2.5. Döviz Kurlarında ve Faizdeki Dalgalanma Şansı

Kati kaleme alınma evresinden sonra faizlerin öncesine oranla daha düşük olması halinde faizlerde meydana gelecek değişiklikler şirket için olumlu etki yapabilir, çünkü finansman masrafları daha elverişli olacaktır. Kambiyo rayicinde meydana gelen elverişli

değişiklikler aynı zamanda çoğunlukla dolar bazında yürütülen çartır taksitlerinin daha yüksek hasılat sağlamasına yol açabilir.

Yabancı finansmandaki kambiyo rayici değişiklikleri, finansman masraflarının planlanandan daha düşük olmasına yol açabilir. Burada yatırımcı şansına düşen olumlu hasılat gelişimidir.

6.2.6. Hukuki Şanslar

Hukuki ve/veya vergisel çerçeve koşullarında meydana gelen değişiklik vergi yükünün düşmesine yol açabilir. Ayrıca tonaj vergisine tabi gemi koşullarının uzun vadeli olarak iyi yönde gelişim arz edeceği üzerinde durulması gereken bir konudur. Sosyal giderler ve ücret vergisinin tayfa devşirmesine indirgenmesi ve hatta feragat edilmesi masraflarda tasarruflara gidilmesini sağlayacaktır (König & Cie, 2004).

6.2.7. Servis ve Bakım Şansları

Bakım ve tamirat için olan masraflar planlanandan daha düşük olmaktadır ve böylece masrafta tasarruf sağlanmaktadır. Ayrıca yakıtlardaki ücret düşüşü masrafların düşmesine yol açabilmektedir. Piyasanın olumlu gelişmesi halinde gemi için hesaplanandan daha çabuk ve daha yüksek bir çartır bağlantısı bulunabilir ve böylece şirket tahsilatları tahmin edilemeyecek kadar artış arz eder.

Gemi hisselerinin avantajı, uzun süreli çartır açılış taksitlerinde yatmaktadır. Bu süre zarfında şirket tahsilatları normal koşullar altında garanti altına alınmıştır. Tonaja göre vergilendirme sayesinde armatörler ve yatırımcılar tahsilatları neredeyse vergiden muaf olarak tahsil edebilirler. Ayrıca gemi hisseleri, sermayedarın kullanabileceği veraset ve intikal vergisi avantajına da sahiptir. Sermayedarların kendilerine has bir idari giderleri yoktur ve hisseler yatırımcının şahsi ihtiyaçlarına kesilebilir. Birleşme oluşumu veya farklı gemi fonlarının (tanker, konteyner v.s.) tercih olanağı sayesinde sermayedar risklerini vergilendirebilir ve düşürebilir. Yukarıda belirtilen risklere karşın burada şansları da vardır ve

aynı zamanda riskleri indirgeme veya kısıtlama olanakları da bulunmaktadır. Sermayedarın yapmış olması gereken, kendi gözüyle şansların riskleri telafi edip edemeyeceğinin sorgulanmasıdır (OPC GmbH, 2005).

6.3. Gemi Hisselerinin Eleştirilmesi

Gemi hisseleri sermayedarın hem kazanca hem de kayıplara iştirak ettiği teşebbüsçü katılımdır. Fonun kötü idare edilmesi halinde hasılatlar düşebilir veya tamamen yok olabilir. Başa gelebilecek en kötü durum ise yatırımcılar yatırdıkları tüm sermayeyi kaybedebilirler. Bundan dolayı sermayedarın şirket seçerken dikkatli olması ve emin adımlarla hareket etmesi oldukça önemlidir. Bunun için sermayedara, fon şirketlerinin, geçmişte uygun olarak ekonomiye kazandırıldığını gösteren eski münferit şirketlerin hizmet bilançosu yardımcı olabilir (Finanztest, 2004).

Ayrıca iktisap olunan dağıtım ile hakiki hasılatların kastedilmediği, daha ziyade bunların varlıklardan ortaya çıktığı da göz önünde bulundurulmalıdır. Yani bununla, kullanılan kapitalin geri ödemesi gerçekleşmektedir. Asli dağıtımlar öne alınmış vergiden muaf çıkarmalardır. Hakiki dağıtım ile sermayedarlar ancak yaklaşık 12 yıl sonrasında hesaba girebilirler. Ancak bu süre zarfından sonra hisseler sermayedar için kazanç sağlayabilir. Fonların ekonominin kısılacına girmesi halinde şirketler her daim dağıtımlarını tekrardan talep edebilirler. Bunun nedeni, şirketlerin ekonomik durumları nedeniyle bankaların bunu talep etmesi olabilir.

Bankalar, katılımcı komanditerin yenileme için ek sermaye koymasını talep ederler. Bu durumda yatırımcının buna karşı koyması önerilmez. Çünkü böyle bir teşebbüste bulunması halinde gemiler zorunlu olarak artışa geçirilebilir ve böylece tüm sermayenin kaybedilmesi riski doğar. Sermayedarların yapması gereken, sunulan dağıtımların ne kadar yüksek olduğu değil de, gerçekte hasılatların ne olduğunu kontrol etmektir. Şu da akıldan çıkartılmamalı ki, şirketler tanıtımlarını dahili faiz oranı metoduyla bulunan hasılatlarıyla yapar. Bu veriler kesinlikle doğru olmakla beraber, diğer plasmanların hasılatlarıyla kıyaslanabilirlik bu yolla

sanıldığı kadar kolay değildir. Yatırımcılar dahili faiz metotları hakkında detaylı bilgi edinmelidirler (Finanztest, 2004).

Şu anki problem ise gemilere olan talebin artmış olması ve bunun doğal sonucu olarak gemi ücretlerindeki fazla artıştır. Böylece hasıl olan tehlike, şirketlerin gemileri çok pahalıya satın almalarıdır. Diğer bir taraftan baktığımızda ise charter taksitlerinin büyük bir artış arz etmesiyle pahalıya satın alınan geminin günümüzdeki charter taksitlerinin, herhangi bir zamanda düşüş arz eden charter taksitleriyle ekonomik dengesi sağlanarak borçtan kurtarılması gerekir. Aksi takdirde öngörülen taksitlere mutabık kalınamayacaktır. Fakat kesin olan şudur ki; charter sözleşmelerinin genelde riayet ettiği ve özellikle büyük hat armatörlüğünün günümüzde kriz durumunda bile uzun süre charter anlaşmalarını sürdürebilecekleri çok yüksek kazançlara yol açmaktadır (Reichel, 2004).

Gemilerin yüksek talep görmesinden olaya bakarsak çok fazla tonajların sipariş edilmesi ve buna müteakip gemilerin tamamen işletilmeyecek ve buradan kaynaklanarak charter taksitlerinin gerilemesine yol açabilecek şekilde ileriki taleplerin yeterli olmayacağı tehlikesi bulunmaktadır. Bu duruma özellikle Asya'daki olası dinamik azalma yol açabilir. Bu gibi olayın vuku bulması halinde tonajlara olan aşırı arz nedeniyle charter taksitleri düşecektir ve şirketler önceden tahmin edilen hasıllara ulaşamayacaktır (Dobert, 2004b).

Jürgen Dobert'in 23 girişimcinin 816 fon gemilerini kendi performansları üzerinde, yani fonların 31.12.2001 yılına kadar ne kadar ödeme yaptığı üzerinde yaptığı incelemede çıkan sonuç; % 60 üzeri fonların prospektüste ibraz olunan dağıtıma ulaşamadığı olmuştur. Fonların %14,5'i ise prospektüste sunulan dağıtımdan daha fazlasını gerçekleştirmiştir. İtfada tespit olunan ise neredeyse fonların dörtte birinin ödenmemiş borçları üç aylık taksitten fazla değildir. Yalnız şu konuda emin olabiliriz ki yaklaşık gemilerinin %70'i prospektüse uygun yada iyi itfa etmişlerdir. Her üç gemiden biri itfa ve dağıtım açısından prospektüs verilerini sorunsuz bir şekilde yerine getirmiştir.

Geriye kalan % 20 ise prospektüs verilerinin altında kalmıştır, fakat özel itfa ve itfa avantajı yoluyla telafi etmişlerdir. Sayın Dobert bunun gerekçeleri olarak tahsilat

beklentisindeki tahminlerin çok fazla iyimser olduğuna ve gemi işletmeciliği girişimcilerinin oldukça yüksek fiyat arzıyla yapım yada satış ücretlerini tahsil etmelerini görmektedir. Bu gibi durumun diğer bir kaynağı ise; sürekli artış gösteren piyasada bazı şirketlerin daimi artış gösteren çartır tahsilatları ile hesaplamasında yatmaktadır ki burada süre kesin değildir ve gemilerin tamamen piyasa çöküşüne terk edilmesine yol açacak kadar çoğu çartır sözleşmesinin süresi kısadır (Deutsche Verkehrszeitung, 2003).

Burada yapılan eleştiri sermayedarı korkutmamalı, aksine sermayedarın beklentilerini elde edebilmesi için girişimci ve fon seçiminin çok önemli olduğu konusuna eğilmelidirler.

6.4. Gemi Hisseleri Katmanında Gelecekteki Gelişmeler

Gemi piyasası 2002 yılından itibaren oldukça yükseklerde uçmaktadır. Ana gemi piyasasında 2002 yılına ait daimi bir taksit artışı tescillenebilmektedir. Tanker taksitleri 2003 yılında %74 ve %122 dolaylarında artış göstermiştir. Tanker alanındaki yük gemi taksitlerinin gelişimi, yağ üreten ülkelerin destek miktarına ve ayrıca bunların tasarladığı ücretlere bağlıdır. Yağa olan yüksek rağbet, Çin ekonomisinde meydana gelen konjonktürde patlama ile oldukça etkilenmiştir. Saf yağ tankerlerin taksitleri de, endüstri ülkelerinde yaz aylarına oranla kış mevsiminde mazota daha çok ihtiyaç duyulduğundan mevsime bağlıdır (Schiffshypotheken Bank zu Lübeck AG ve Deutsche Bank AG, 2004). Tanker filosunun tonaj gelişimi 2002 yılına oranla 2003 yılında % 3,3 seyretmekteydi. 2006 yılına kadar olan sipariş mevcudu, 2003 filo mevcudiyetinin % 25,3'üdür. Azami suya kadar yüklenen 32 milyon yük üzeri ile tek cidarlı tankerler artık emniyet taleplerini karşılayamamaktadır. Bu nedenle ya hurdaya çevrilmelidirler yada sabit ürün birimlerine dönüştürülmelidirler. Orta vadeli bir süre zarfında tek cidarlı tankerler kaldırılacağından, yani çift cidarlı tankerlere rağbet artacağından kalkınma çift cidarlı tankerlere doğru yol almaktadır. Bu nedenle tanker katmanlarında büyük bir kalkınma potansiyeli vardır (Schiffshypotheken Bank zu Lübeck AG, 2004).

Hatta yük boşaltma gemilerinde % 90-200 taksitlerde artış vuku bulmuştur. Çartır taksitlerinde vuku bulan artışlar özellikle demir ithalatı % 33 ve çelik ürün ithalatı % 50 artış

gösteren Çin'deki kalkınmadan etkilenmiştir. Çartır taksitleri zirvesine Şubat/Mart 2004 yılında varmıştır. Yük boşaltma gemilerinin tonajına olan % 70 rağbetin Çin'den kaynaklandığı varsayılmaktadır. Burada problem arz eden ise yük boşaltma gemi filolarının büyük ölçüde Çin'de meydana gelen kalkınmaya bağlı olmasıdır. Yük boşaltma gemilerinin sipariş mevcudu 2002 yılına oranla 2003 yılında % 3 dolaylarında artmıştır. 2006 yılına kadar olan teslimatlarla sipariş mevcudu 2003 tarihli filo mevcudunun % 16'sıdır (Schiffshypotheken Bank zu Lübeck AG, 2004).

Konteyner gemilerinin çartır taksitlerinde % 18,5-38,5 oranında artış meydana gelmiştir. Konteyner gemi filolarının tahmini artışının 2007 yılına kadar ortalama % 12 civarında olacağı düşünülmektedir. Konteyner piyasasında vuku bulan kalkınma; büyük ölçüde Asya'dan Amerika ve Avrupa'ya olan ulaşımıyla ve ayrıca iç Asya ticaretinde meydana gelen gelişmeyle belirlenmektedir. Yakıt merkezi ise gene ihracatı % 35'i bulan Çin'dir. 7.500 TEU üzeri konteyner gemiler için 2007 yılına kadar olan teslimatlar ile sipariş mevcudiyetini yeni yapı yöneticilerinin % 37,5 kararlaştırmaktadır. Buda 2003 konteyner filo mevcudunun % 16 karşılamaktadır. Bu tarz büyüklükteki konteyner gemilerine olan büyük rağbet bu birimlerin aynı zamanda bilinen uzak doğu, kuzey Amerika ve kuzey Avrupa dışında da kullanılıyor olmasından kaynaklanmaktadır (Schiffshypotheken Bank zu Lübeck AG, 2004).

Gemi piyasasının kalkınması Çin'de meydana gelen ekonomik yükselişten büyük ölçüde etkilenmektedir. Eğer bu böyle devam ederse daimi yükseliş gösteren gemi piyasası da beklenen bir sonuç olacaktır. Ayrıca büyüme dünya ekonomisinde meydana gelen kalkınmadan da etkilenmektedir. OECD tahminine göre 2003 yılına oranla 2004 dünya ticaretindeki yükselme %7,8 ve 2004 yılına oranla 2005 yılında ise artı % 9,1 dir.

Bu beklentilerin gerçekleşmesi halinde artış gösteren gemi piyasaları da gözönünde bulundurulmalıdır. SHL tahminlerine göre aynı zamanda orta vadeli olarak gemi piyasasının iyi bir gelişimi de beklenebilir. Fakat uzun vadeli olarak tonajlara aşırı arzın oluşması tehlikesi vardır, buda doğal olarak çartır taksitlerinde çökmeye neden olacaktır. Bu nedenle günümüzde sürekli siparişlerini yaparken fazla tonaj arzına yönelmemeye özen gösterecek gemi fon girişimcileri aranmaktadır.

Aynı zamanda dünya ekonomisindeki uzun vadeli çöküş riski de bir tarafa kaydedilmelidir. Gemi piyasasında meydana gelen kalkınma her zaman sabit ekonomik kalkınmalarda çok iyidir. Tüm ortakların üzerine düşen sorumluluklarını yerine getirmeleriyle sermayedarın çıkarlarını da korur. Bunun için sermayedar her zaman için bir gemi fonuna yatırım yapmadan önce gemi piyasasında vuku bulan gelişmeleri izlemelidir (Schiffshypotheken Bank zu Lübeck AG ve Deutsche Bank AG, 2004).

VII. GEMİ HİSSELERİNDE FİNANSAL İNCELEMELER

Bu bölümde finansman ve yatırım çeşitleri ele alınmakta ve sonrasında hasılat, finansal kaldıraç etkisi, tahsilat/giderler, nakit akışı başlıkları altında finansal incelemeler yapılmaktadır.

7.1. Finansman ve Yatırım

Finansmanda genelde söz konusu olan işletmeye dayalı hizmet üretimini yürütmek için finansal kaynakların tedarik edilmesidir. Finansmandan kastedilen, bir kuruluş veya şirket alanında işletmeye dayalı hedeflerde tertiplenen tedbirler ve işlemlerdir. Esas itibarıyla burada finansal kaynakların şekli, süresi ve kullanımı açısından kısıtlama yapılmaz. Ayrıca kapitalin tekrardan ödenmesi ve kapital değişikliği gibi kapital temini de bunun içerisinde değerlendirilir. Finansmanın farklı şekilleri vardır (Lücke, 1991).

7.1.1. Genel Finansman

İki tür finansman tercihi vardır; iç finansman ve dış finansman. İç finansmanda yatırım için gerekli kaynak işletmeye dayalı hizmet süreciyle temin edilir. Bu durum plasman mallarının temliki ile gerçekleşir. Dış finansman ikiye ayrılır; zati finansman ve yabancı finansman. Zati finansmanda müteşebbis kendi varlıklarını kuruluşa getirir veya farklı türlerde iştirake bulunacak bir ortak temin eder. Yabancı finansman için kuruluşlar para teminini bankalardan yapmak zorundadır (Wöhe, 2002).

Dış finansman işleyişi ve karakteristiği açısından farklı olduğundan dolayı öz kapital ve yabancı kapital arasındaki fark gözetilebilmelidir. Öz kapital demek, bir şirkete para temin eden şahsın aynı zamanda ortak olması demektir. Öz kapital koyan şahsın söz söyleme, kontrol etme, karar verme yetkisi ve hakları vardır. Şirket tipine bağlı olarak hatta iş yönetimi yetkisini de alabilirler. Öz kapital genelde şirkete süresiz

devredilir. Para yatıran şahıs şirketin hem zararına hem de kazancına ortak olur. Öz kapitalin kayıpları denkleştirme gibi bir işlevi vardır. Öz kapital hiçbir şekilde şirket vasıtasıyla zorunlu ödeme yükümlüğüne bağlı değildir, yani şirket kazanç sağlayamasa ortaklara da ödemek yapmak zorunda değildir. Bütün bunlardan da öz kapitalin misilli bir riske girdiği ve buna göre de ölçülü bir hasılatı gerçekleştirmek zorunda olduğu görülmektedir.

Buna karşın yabancı kapitalde zorunlu bir ödeme yükümlülüğü vardır. Miktarı ve ödeme zamanı sözleşmede belirtilir. Ödemelerde söz konusu olan faizlerin ve itfaların sağlanmasıdır. Yabancı sermaye sağlayan, ne kazanca ne de kayba ortaktır. Esas itibarıyla, öz kapital sağlayana oranla yabancı kapital sağlayan; alacakları olarak ödemede ilk etapta hak sahibi olduklarından ve kapitallerinin kayıpların denkleştirilmesi hizmetinde bulunmamasından dolayı, daha az riske girmektedir. Kapitaller çoğunlukla sigortalanarak güvence altına alınırlar. Diğer düşük bir risk ise yabancı kapital sağlayanın ödeme olarak sabit bir faizi elde etmesidir. Fakat bu genelde öz kapital hasılatlarının çok çok altında kalmaktadır. Bunlar ödeme olarak en başta sabit bir faiz elde etmektedirler. Ayrıca yabancı kapital sağlayanlar iş yönetiminde söz, kontrol, karar verme yetkisi ve hakkına da sahip değillerdir. Fakat şu konuya değinilmelidir ki, yüksek borçlanma derecesinde otorite pozisyonları nedeniyle gerekli söz söyleme ve kontrol işlevlerini de elde ederler. Faiz ödemeleri kuruluş için bir giderdir veya işletmeye dayalı harcamadır ve böylece vergi neticelerini de indirir. Öz kapital sağlayıcılarına yapılan kazanç dağılımında söz konusu olan, ekonomiye kazandırılan ve zaten vergiye tabi tutulmuş olan kazançların uygulanmasıdır (Bieg ve Kussmaul, 2000).

7.1.2. Bağlı Finansman

Gemi hisseleri katmanında dış finansman özellikle büyük bir rol oynamaktadır. Gemiler genelde % 70 kadar yabancı kapital ile finanse edilir. Geriye kalan kapital ise kapital piyasası üzerinden öz kapital şeklinde temin edilir. Şirkete mevduat getiren öz kapital sağlayanlar çoğunlukla komanditer olarak şirkete iştirak ederler. Bu durum mevduat kayıpların denkleştirilmesini sağlar. Öz kapital sağlayanlar, kazanca ortak olur. Kapitallerinin geri ödenmesinin de dahil olduğu bir dağıtım elde ederler.

Komanditer olarak öz kapital sağlayıcılar iş yönetimine iştirak etmezler. Komanditerler şirket sözleşmesinde tayin olunan belirli söz söyleme, kontrol etme ve karar verme yetkisi üzerinden hareket ederler. Genelde öz kapital saptanan müddet için bırakılır. Normalde bu müddet gemi hisselerinde 10-21 yıl arasında değişmektedir.

Yabancı kapital bankalardan sağlanır. Bankalar ise güvenceyi sağlamak için gemi üzerine ipotek koyar. En başta bir itfa ve sabit bir faiz oranı belirlenir. Bankalar; kazanca ve kayba ortak değildir.

7.1.3. Genel Yatırım

Genel yatırım ifadesinden oldukça uzun süreye bağlanmış yüksek kapital tutar girdisi anlaşılmaktadır. Hedef ise planlanan belirli bir tutarlılığa ulaşmaktır. Önce tediye yapılır ve akabinde ise para yatırılır. Yatırımın karakteristiği, kararların çok zor tekrardan gözden geçirilebilir olmasıdır. Belirlenen hedef, kapital girdisinden çok yüksek olan daha sonraki etkilerin hedeflenmesinde yatmaktadır. Yatırımlar, hakiki ve finansal yatırım olarak ele alınabilir. Finansal yatırımlarda söz konusu olan talep ve katılım haklarından doğan iktisap için tediye. Fakat bunların bu işte bir rolü yoktur. Emlak veya maddi varlıklara yapılan yatırım; yenileme, yedekleme, modernleştirme ve genişletme yatırımları olarak kendi aralarında ayrılabilirler. Yenileme yatırımında söz konusu olan bir kuruluşun yada bir kısmının yeniden yapılandırılması için finansal kaynak girdisidir. Diğer üç yatırım şekli ise zaten var olan mevcut varlıkları değiştirir (Altrogge, 1996).

Yatırım mallarındaki değer kaybı, aşınma payını vergiden indirme (AfA) üzerinden çıkar. Aşınma payının vergiden indirme (AfA) uygulamasında farklı metotlar vardır. Gemi hisseleri için önemli olanlar aşağıda açıklanmıştır:

7.1.4. Bağlı Yatırım

Gemi fonu alanında söz konusu olan maddi varlıklar, değerinde yeni bir yatırım olan gemidir. Bir ya da daha fazla gemi üzerine yatırım yapılabilir. Duruma göre teçhizat

yatırıma gidilebilir. Yabancı ve öz kapital, gemilerin tedarik edilmesi ve teçhiz edilmesi için kullanılmaktadır. Aynı zamanda tedarik edilen kapital ile bu bağlamda tahakkuk eden masraflar denkleştirilir.

Gemi değer kaybı AfA üzerinden tescillenir. Taşınabilir ekonomik malların (buna gemiler de dahildir) amortismanı için bugüne kadar olan uygulanabilir yarıyıl düzenlemeleri feshedilmiştir. Taşınabilir ekonomik mallar tam ayına göre 2004 yılından itibaren amorti edilecektir. Amortismanlardan çıkan olumsuz vergi sonuçlarının tahsisi esas itibariyle tam ayına göre yapılan amortisman nedeniyle, katılımcı şirket ekonomik malı (gemi) ne kadar geç tedarik ederse o kadar düşük sonuç elde edilir (Wagner, 2005). Gemilerin kullanım süresi resmi olarak 12 yıl sürmektedir. Fakat bu tam olarak hakiki kullanım süresini kapsamamaktadır. Yük boşaltma gemilerinin ömrü yaklaşık 20 yıl, tankerlerin ömrü ise 20-25 yıl ve konteyner gemilerin ise yaklaşık 30 yıldır.

Verginin Afa'ye olan etkisi, tonaja göre vergilendirmede söz konusu olan götürü usulde kazanç saptama yöntemi olduğundan tonaj vergisi modelinden ziyade bileşke modelde ve vergiye tabi modellerdedir. Bundan dolayı Afa kazanç indirimi olarak işleme konulamaz. Bileşke modelde ise olay farklıdır. Azalan oranlı Afa maksimum % 20 olmak üzere sabit oranlı Afa tutarında olabilir (Schönfelder, 2005). Afa, yabancı kapitalin yanısıra işletme masrafları v.s. ilave edebilir ve böylece vergisel sonuçların veya kayıp tahsisinin indirgenmesini sağlar. Bileşke modelde söz konusu olan cari bir model olduğundan Afa'ya fazla yaklaşılmalıdır.

7.1.5. Fon Kaynağı ve Kullanımı

Aşağıda yer alan Tablo 2. yardımıyla; finansman için finansal fonların hangi kaynaktan gelebileceğine ve bu kaynakların nasıl kullanılacağına dair birtakım olanaklar gösterilmeye çalışılmıştır.

Tablo 2. Fon kaynakları ve kaynak kullanımları tablosu (König & Cie, 2004)

Fon kaynağı	USD	EUR	EUR	% halinde
1. komandit mevduat				
Fon kapitali		7.400.000		
Emisyon meclis mevduatı		50.000		
Komandit şirket mevduatı		25.000		
Yükletme ve gemi işletmeciliği şirketi mevduatı		25.000		
Katılımcı şirket mevduatı		25.000		
Yedeminlik şirketi mevduatı		10.000	7.535.000	% 37,6
2. Yabancı Kapital				
İpotek kredisi	14.800.000	11.989.000		
Cari hesap kredisi	650.000	526.000	12.515.000	% 62,4
Toplam fon kaynağı			20.050.000	% 100,0
Kaynakların kullanılması				
Tedarik ücreti	21.950.000	17.773.000		
Teçhizat	150.000	121.000	17.894.000	% 89,2
2. Tesis ve Kuruluş Maliyeti				
İdari masraflar, prospektüs değerlendirmesi v.s.		218.000		
Yedi eminlik harcı		21.000		
Yerleştirme garantisi		110.000		
Finansman komisyonu		170.000		
Pazarlama ek ödemeler		80.000		
Pazarlama (1)		1.406.000	2.005.000	% 9,6
3. Likidite Rezervi		151.000	151.000	% 1,2
Toplam Kaynak Kullanımı			20.050.000	% 100,0
1) diğer pazarlama kullanımı için olan komandit mevduatın %5'nin tahakkuk eden prim ilavesiyle				

Yukarıdaki tabloda da anlaşılacağı üzere kapital sadece fon kapitallerinden ve yabancı kapitallerden oluşmamaktadır. Katılımcı şirketler çoğunlukla sermayedara olan güvenlerini ve bu sorumluluğu üstlendiklerini göstermek için fonlara katılım göstermektedirler. Kaynak kullanımı sadece gemilerin tedariki ve teçhizi için yapılmamakta, aynı zamanda bununla bağlantılı olan masraflar ve harçlar için de yapılmaktadır.

7.2. Finansal İncelemeler

Bu bölümde gemi hisseleri ile ilgili finansal kalemler incelenmektedir.

7.2.1. Hasılat

Gemi hisselerindeki hasılatlar genelde iç faiz oranı metoduna göre hesaplanmaktadır. Bu durum gemi hisselerindeki hasılatların, hasılatlarla veya sabit faiz oranlı kıymetli evraklarla mukayese edilmemesine yol açar. Sabit faizli kıymetli evraklarda, geniş kapsamlı garanti ihtiva eden ve toplam müddet üzerinden tayin olunan dağıtım mevcuttur. Kapitallerin geri ödenmesi için geri ödeme garantisıyla birlikte saptanan bir zaman vardır.

İç faiz oranına göre gemi hisselerinde çıkartılan hasılatlar, planlanan hisse akışında bir sapma olmayacağını varsayar. Hesaplama bir sapma meydana gelir gelmez hasılatlar değişiklik arz eder. Bundan dolayı sermayedar kıymetli evraklarda belirlenen hasılatlara göre hareket edemez. Gemi hisseleri hasılatına şanslar ve riskler etki eder. Planlanan ödeme zamanı dikkate alınarak iç faiz oranı metodunda bilimum gelir (likidite rezervinin ve temlik karlarının dağıtımı, vergi iadesi, tediye) ve giderler (kazanç payına veya fark tutarına yapılan ödeme, vergi ödemesi) birbirleriyle mukayese edilir (Atlantic GmbH & Co. KG, 2003).

Esas itibariyle bir örnek ile iç faiz oranının tespitinde uygulanan yaklaşım şekli gösterilecektir. -50 tedarik giderinden, 10,15,10,15 taksit tutarından ve 60 en son ödemeden oluşan bir ödeme akımı seçilecektir. İş bu tanımlanan yatırım ile rantabilitenin bulunması için, seçilen faiz hesap oranı ile ödeme sırasının tahsilatı yatırım süresi üzerine iskonto edilecektir. Faiz hesap oranı % 6 olarak tercih edilecektir.

Tablo 3. İç faiz oranı tespiti tablosu

-50	+10	+15	+10	+15	+60	
	10/1,06	15/1,06 ²	10/1,06 ³	
	9,434	13,35	8,396	11,88	44,835	87,9

Bu hesaptan aynı zamanda net peşin değer 87,9 çıkmaktadır. Bu değer -50 tedarik gideri üzerinden 37,9 yapar. Çıkan fark, yatırımın kapital değeri olarak tanımlanır. Buradan da hesaplanan üzerinden uygulanan hakiki faizin % 6 olduğu görülmektedir. Uygulanan faiz, % 6'yı karşılması halinde peşin değer de sıfır olacaktır. Artı peşin değer demek, uygulanan faizin yüksek olduğu demektir. Şimdi esas problem olan uygulanan faizin tam olarak ne kadar yüksek olduğudur. Bunu yatırımın iç faiz oranı verir. İç faiz oranı, yatırımın değer üretimini kapital değer şeklinde hesaplamaz, daha ziyade yatırımın kullanılan kapitali için finans matematiğiyle eksiksiz bulunan faiz oranı şeklinde hesaplanır. Teknik açıdan iki yol vardır:

1. İlerde yapılacak tüm tahsilatlar, finans matematiğiyle bulunan faizler ile yatırımın başlangıç noktasına iskonto edilir ve sonrasında tedarik edilen giderin değerini karşılayan bir toplama ulaşılır. Burada çıkartılan faiz tutarı % 23,91 dir.

Tablo 3a. İç faiz oranı tespiti tablosu

-50	+10	+15	+10	+15	+60	
	10/1,2391	15/1,2391 ²	10/1,2391 ³	
	8,07	9,7696	5,2563	6,363	20,5408	50

2. Ödeme sırasının son değeri üzerinden bulunan faiz oranı ile yüksek bir hesaplama çıkartılır.

Tablo 3b. İç faiz oranı tespiti tablosu

-50	+10	+15	+10	+15	+60	
	15*1,2391 ³	10*1,2391 ²	15*1,2391		
	23,5736	28,5371	15,3537	18,5865	60	146,05

Akabinde ise bu şekilde bulunan 146,05 tutarındaki son değer % 23,91 iç faiz ile yatırımın peşin değeri üzerine iskonto edilir.

$$146,05/(1,2391)^5 = 50$$

Yani iç faizler, yatırımın kapital değeri hangisinde sifıra eşitse ona tanımlanabilir. Bir yatırımın katma değeri, kapital değer şeklinde değil, daha ziyade ödeme sırasında uygun yükseklikteki faiz oranı şeklinde gösterilir. Ayrıca kapital geri ödemelerinin elde edildiği

oldukça yüksek dağıtımlar nedeniyle sermayedarın parasını tekrardan koyabilmesi ve böylece faiz avantajlarını talep edebilmesi için şirketler bunu göz önünde bulundurur (Weitkamp, 2001).

7.2.2. Finansal Kaldıraç Etkisi

Finansal kaldıraç etkisi, toplam kapital gelirinin ödenecek olan yabancı sermaye faiz oranı üstünde bulunması halinde, öz kapital rantabilitesinin, artış arz eden borçlanma ile artış göstereceği demektir. Bu durum, toplam kapital rantabilitesinin yabancı kapital faizi üzerinde durduğu sürece öz kapital rantabilitesinin artış arz eden borçlanma ile artış göstereceği anlamına gelir. Toplam kapital rantabilitesi yabancı kapital faizine eşit olmasından itibaren ilave bir borçlanma, finansal kaldıraç etkisinin artmasına yol açmaz. Toplam kapital rantabilitesinin yabancı kapital faiz oranından daha düşük olması halinde öz kapital rantabilitesi artış arz eden borçlanma ile düşer. Hatta eksiye bile düşerek öz kapitalin tüketilmesine kadar gidebilir (Lücke, 1991)

Optimal finansal kaldıraç etkisinden faydalanabilmek için borçlanmanın doğru derecesi ayarlanmalıdır. Finansal kaldıraç etkisi esnaflar tarafından yüzyılı aşkın bir süredir bilinen bir olaydır. Bu durum, aynı zamanda öz kapital rantabilitesi üzerindeki borçlanmanın kaldıraç etkisi olarak tanımlanmaktadır. Finansal kaldıraç etkisine yönelik örnek aşağıda yer almaktadır.

Bir şirketin 100.000 Euro yatırım miktarına ve % 10 yıllık kazanca sahip bir gemiyi işlettiğini varsayalım. Yabancı kapital için olan faiz oranı % 6 olsun. Şirket, toplam yatırımın % 50'sini kredi almış olsun. 3.000 Euro miktarında yabancı kapital masraflarının çekilmesinden sonra 7.000 Euro kazanç geriye kalır. Bu da yüzdelik halindeki öz kapital finansmanında % 10'a karşın % 14 öz kapital rantabilitesini karşılar. Buradan da anlaşılacağı üzere bir yabancı finansmanın toplam finansmana ilişkilendirilmesi kesinlikle sermayedar için bir avantajdır. Fakat her şeyden önce dikkat edilmesi gereken yabancı kapital hizmetinin sürekli sağlanabilir olmasıdır. Mesela piyasada meydana gelen değişiklikler nedeniyle tahsilatların kötüye gitmesi halinde finansal kaldıraç etkisi tam tersi bir durum arz edebilir ve

öz kapitali çökertebilir. Sürekli artış arz eden yabancı finansman ve faiz farklarının iyice düşmesiyle tehlike sinyalleri iyice belirginleşir (Weitkamp, 2001). Bu durumda şirketler, yabancı kapital hizmetinin düşüş arz eden tahsilatlarda sorunsuz olmasına ve artış arz eden faizlerde sağlanabilir olmasına dikkat edecektir.

7.2.3. Tahsilat ve Gider

Fon şirketlerinin tahsilatları, geminin çartırılmasından sonra hat ya da otostop armatörlüğüne çıkar. Çartır taksitleri geminin tipine göre az ya da çok büyük dalgalanmalar gösterir. Bunlar yükleme varidatlarına ve gerekli geminin kullanılabilirliğine bağlıdır.

Fon şirketi giderleri, yabancı kapital için sağlanmak zorunda olan itfa ve faiz taksitlerinden oluşur. Kurulum ve danışma masrafları tahakkuk eder. Bu masrafları; kredi işlem masrafları, gemi ipotek kayıtları, hukuki ve vergi danışma masrafları, kaynak kullanıcısının ücretleri, ticaret siciline şirket kaydedilmesi masrafları ve ayrıca geminin hazırlanan gemi işletmeciliği masrafları oluşturur. Hazırlanan gemi işletmeciliğinin masraflarında söz konusu olan; gemi şirketinin cari idaresiyle, kalifiyeli personelin sağlanmasıyla, maliye işlerinin yürütülmesiyle bağlantılı harcamaların armatörlük için ödenmesi ve geminin sözleşme inikadı ve işletmeye konulması arasındaki tahakkuk eden masraflardır. Sorumlu ödemeler için harçlar sağlanır, yani eğer bir armatörlük finansmanı koordine ediyorsa ve acil durumlarda sorumluluğu üzerine alıyorsa bunun için kendisine ödeme sağlanır. Yerleştirme garantisi için masraflar tahakkuk edebilir. Burada söz konusu olan ise öz kapitalin yerleştirildiği ya emisyon meclisinin ve/veya armatörlüğün garanti taahhüdüdür. Şirketler aynı şekilde bunu ödetirler.

Aynı zamanda, geminin işletilmesi için kesinlikle gerekli olan gemi işletme masrafları da sağlanmak zorundadır. Bu masrafların içine; personel masrafları, yağ ve işletme maddesi masrafları, tamirat masrafları, bu eksikliklerle bağlantılı diğer masraflar, sigorta masrafları ve diğer masraflar dahildir. Diğerlerine ise şirket masrafları ve vergiler dahildir. Şirket masraflarına dahil olanlar ise şirket paylarının yönetilmesi ve idare edilmesiyle ilgili masraflar, muhasebe takibi, yıllık bilançoların düzenlenmesi, yıllık şirket toplantılarının

düzenlenmesi ve yürütülmesi ile ilgili masraflardır. Ödeme miktarı şirket sözleşmesinde tayin olunur. Genelde bu faaliyetler yedimlilik tarafından yürütülür. Masraflardan kısmak amacıyla küçük şirketler bunu pek tercih etmez, daha ziyade bu işleri harici bir vergi danışmanına yönlendirirler. Şirket, faaliyet getiri vergisini ödemek zorundadır.

Akabinde ise gemi fonu girişimcisi/armatörü için ödemenin söz konusu olduğu ve aylarca veya yıllarca gemi projesini kapsayan ve oldukça da büyük riskleri oluşturan yan masraflar hasıl olur. Şirketler için komandit kapitalin tanıtılması için masraflar, işletme için giderler v.s meydana gelir (MPC, 2004b).

Buradan da anlaşılacağı üzere tahsilatların misilli masraflarla karşı karşıya olması nedeniyle şirketlerin elverişli bir çartırı hedeflemeleri gerekmektedir. Tahsilat ve giderlerini iyice hesaplamalıdır.

7.2.4. Nakit Akışı

Nakit akışında söz konusu olan; bir dönemde başarılı hedeflenen kaynak net kar ödemesini veren finansal tanıtma değeridir. Nakit akışı ile bir teşebbüsün iç finansman gücü yada getiri gücü türetilir. Burada teşebbüs getirisinden harcamalar çıkartılır (Wöhe, 2002).

Gemilerde nakit akışının tespiti için aşağıda belirtilen sayılar bulunur:

Brüt çartır tahsilatı

- yük gemisi masrafları
- armatörlük harçları
- gemi işletme masrafları
- şirket masrafları
- itfa
- faizler

= *nakit akışı*

Nakit akış oranı, komandit kapital oranına yerleştirildiğinde gemi işletmeciliğinden hedeflenen gerçek dağıtılabılır getiriler hesaplanabilir. Fakat öz kapitalin yabancı kapitale

olan oranı özdeş olduğunda diğer gemilerin getirileri ile uzlaştırılabilirlik oluşur (Weitkamp, 2001).

Bir gemi yolu şirketinin toplam kazancının çizelgesi

Farklı gemilerin toplam kazancının kıyaslanması ancak aynı amortisman süresinde mümkündür. Toplam kazanç için olan tespit aşağıda gösterilmiştir:

Armatörlük karları

- gemi ipotekleri için olan faizler
- Sabit hisseler için olan olası faizler
- Cari hesap kredileri için olan faizler
- Yatırımın ek masrafları
- Amortismanlar
- + temlik hasılatı
- geminin muhasebe değeri
- = yatırımın toplam kazancı (Weitkamp, 2001).

Bir gemi yolu şirketinin sadeleştirilmiş kazanç ve kayıp hesabı çizelgesi

Bir gemi yolu şirketi için olan kazanç ve kayıp hesabı aşağıda kısaca ele alınmıştır:

Çartır hasılatı

-gemi seyahati masrafları (liman masrafları, yükletme komisyonu, akaryakıt)

=seyahat bakiyesi

-gemi işletme masrafları

=gemi işletme neticesi

-gemicilik işletmesinin harcı

-şirket masrafları

= armatörlük bakiyesi

-gemi ipoteği için olan faizler

= amortisman öncesi amortörlük sonuçları

-amortismanlar

= amortörlük sonucu

Amortörlük neticesinde söz konusu olan, vergili olarak değil de ticaret hukuklu bulunan neticedir (Weitkamp, 2001).

7.2.5. Komanditerin Kapital Hesabı

Her kapalı fon şirketi ortağı için bir kapital hesap açılır. Açılan bu hesap her bireysel komanditerin öz kapital kimliğini sağlar. Kapital hesap, şirket vergi bilançosundan ve eksi veya artı munzam bilançodaki fazla ya da düşük kapitalden ibarettir. Kapital hesaba; kapital ödeme hareketleri, tahsis olunan kazanç ve kayıp payları, dağıtımlar ve diğer mevduatlar kaydolunur. Kapital hesap, bir komanditerin sorumluluğunun denetlenmesinde de rol oynar. Çünkü kapital hesap dağılımı genel sorumluluk altına indirildiğinde bu yeniden canlanmaktadır. Akabinde komanditer, kapital hesap tekrardan genel sorumluluğu karşılayıncaya kadar şahsi olarak sorumluluk alacaktır. Kötü zamanlarda şirketlerin her zaman için dağıtımları tekrardan talep etme olanakları vardır (HCI Capital, 2005).

7.3. Hizmet Bilançosu

Bu bölümde hizmet bilançosu takdim edilecektir. Hizmet bilançosunda neyin söz konusu olduğu ve bu bilanço incelenirken neye dikkat edileceği üzerinde durulacaktır. Çalışma süresince değinildiği üzere ilgili sermayedarlar şirket fonuna yatırım yapıp yapmama konusunda bir karara varmaları için ilk etapta emisyon meclislerinin hizmet bilançosuna göz atmalıdır. Hizmet bilançosunun, şirketlerin prospektüste yapılan verilerine ulaşip ulaşmadığı veya tahmin edilen sayıları aşağıya mı yukarıya mı sapma gösterip göstermediği konusuna açıklık getirmesi gerekir. Hizmet bilançoları, prospektüs şeklinde şirketlerden çıkartılır. Aynı zamanda emisyon meclislerinin hizmet bilançosu internetten indirilebilir. Hizmet bilançolarında genelde öncelikle kuruluş ve bünyeye dahil edilen taraflar (örneğin amortörlük, yedieminlik v.s.) sunulur.

Emisyon meclisleri iş akışlarını sunar, yani dağıtımların ne kadar yüksek olduğunu, tahsilatları, itfaların nasıl bir gidişat arz ettiğini ve gerekli görülmesi halinde hangi gemi satışlarının faal olduğunu ve satılan gemilerin hangi itfaları getirdiği bilgilerini verir..Ayrıca güncel piyasalar hakkında geçmişteki ve günümüzdeki durumları açıklanır ve gelecekte olası piyasa kalkınması hakkında bir öngörü tanzim edilir. Piyasalar tanıtılırken ilgili şirketin hangi gemileri sunduğu baz alınır. Sadece konteyner gemileri sunan bir şirket esas itibariyle bu alandaki gelişmeye girer. Konteyner, tanker ve yük gemisini sunan bir şirket hizmet bilançosunda farklı piyasalardaki kalkınmaları tasvir eder. Vergisel çerçeve koşullarına, gelecekte hangi vergisel değişikliklerin olacağına ve bunun etkilerine değinilir. Şirket hizmet bilançosunda güvence konseptleri verilir

Hizmet bilançosunda şirket gemileri takdim edilir. Prospektüs değeri ve gerçek değeri verilerek prospektüs değerinde hakiki değere göre bir sapma olup olmadığı incelenir. Prospektüs değerlerinden hakiki değerlere olan tüm gemi fonları sapması bir tablo içerisinde gösterilir. Buna bağlı olarak münferit gemi fonları takdim edilir. Burada sermayedar için önemli olan gemi ipotekleri, çartır hasılatları, dağıtımları ve işletme kar konumlarını ele almasıdır. Kıyaslanabilirlik mevcut olduğundan dolayı sermayedar her daim farklı yıllara ait hizmet bilançolarını şirket hakkında daha iyi bir fikir sahibi olmak için kıyaslamalıdır.

MS Hansa Constitution örneği yardımıyla aşağıda bu tarz gemi özeti çizelgesi sunulmuştur:

Tablo 4. MS Hansa tüzük tam konteyner gemi hizmet bilançosu tablosu (Hansa, 2005)

Yapı tersanesi: Bremer Vulkan AG
Tersane teslimatı: 16.08.1997
Uzunluk: 192,5 m
Genişlik: 32,2 m
Derinlik: 12,8 m
Taşıma kapasitesi: 2.810 TEU
Hız: 22,6 kn

Yatırım ve finansman		Prospektüs	gerçek	sapma
Öz kapital (Primsiz)	TEUR	16.873	17.384	
Yabancı kapital	TEUR	18.407	18407	
Genel yatırım hacmi	TEUR	35.279	35.790	511

Hizmete alımdan itibaren ekonomik kalkınma:

Faaliyet günü		Prospektüs	gerçek	sapma
2002 yılının sonun kadar	günler	1.880	1.901	
2003 rapor yılı	günler	355	365	
Toplam	günler	2.235	2.266	31

Net çartır hasılatları (1)

2002 yılının sonun kadar	TEUR	28.113	26.786	
2003 rapor yılı	TEUR	5.466	6.268	
Toplam	TEUR	35.579	33.054	-525

İşletme karı (2)

2002 yılının sonun kadar	TEUR	12.992	13.048	
2003 rapor yılı	TEUR	2.933	4.453	
Toplam	TEUR	15.925	17.501	1.576

Dağıtımlar

2002 yılının sonuna kadar	TEUR	5.399	1.738	
2003 rapor yılı	TEUR	1.350	1.391	
Toplam	TEUR	6.749	4.229	-3.620

Gemi ipotek durumu

31.12.2003 yılında	TUSD	10.800	6.000	4.800
--------------------	------	--------	-------	-------

Hisse toplamının % halinde vergisel neticeleri (3)

Denkleştirilebilir kayıplar		-102,33	-99,33	
Vergiye tabi tutulacak kazanç		15,27	0,99	

31.12.2003 yılında 100.000 Euro mevduat başına bileşke kapital (4)

Kapital girdisi	EURO	-105,000
Vergi avantajı	EURO	56,178 (5)
Cari kazançlar üzerindeki vergilendirme	EURO	-512
Dağıtımlar	EURO	18.000
Kapital bağlantısı	EURO	-31.334

(1) çartır tahsilatı – yükleme komisyonu – gemi işletmeciliği komisyonu = net çartır hasılatı (kur farkları ve diğerleri dahil olmak üzere)

(2) net çartır hasılatı – gemi işletme masrafları – şirket masrafları – faizler= işletme karı

(3) toplam kapital üzerine çekilmiş

(4) dayanışma ek ücreti dahil olmak üzere ilgili azami vergi oranına dayandırılmıştır.

(5) vergi avantajlarından ve kazanç vergisinden çıkan bakiye

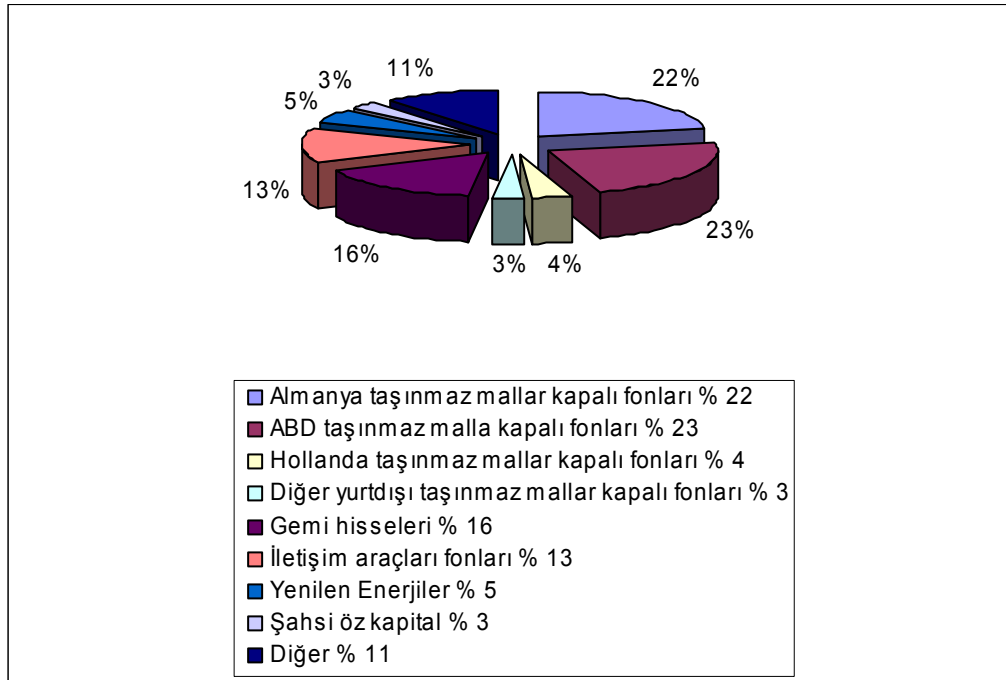
Burada işlenen çizelge sadece şirketin gemi fonlarını göstermekte ve örnek olarak ele alınmaktadır. Yani sermayedarların kapsamlı bir bakış açısı kazanması için sadece tekbir şirketin fonlarını değil hepsinin fonlarını mukayese etmelidir. Bu örnek yardımıyla; net çartır hasılatlarının ve dağıtımların eksi sonuç verdiği, fakat bunun için gemi ipoteklerinin planlanandan daha çok itfa edildiği görülmektedir.

Bundan dolayı zaman akışı içerisinde yatırımcılar artış arz eden bir dağıtımı hesaba katabilirler. Çünkü kredi toplamı beklenenden daha çok itfa edilmiştir ve sonrasında daha fazla bir kapital, yabancı kapital hizmeti için tedarik edilmek zorunda değildir. Prospektüs değerlerinden dolayı fonlarda eksi bir sapma meydana gelebilir. Fakat eksi ve artı sonuçlar en azından denkleştirilecek veya artı olanların eksi olanları geçecek şekilde bu değerlerin karşısında başka bir alanda artı değerler olacaktır.

VIII. TERCİH EDİLEN PLASMAN ŞEKİLLERİ İLE GEMİ HİSSELERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

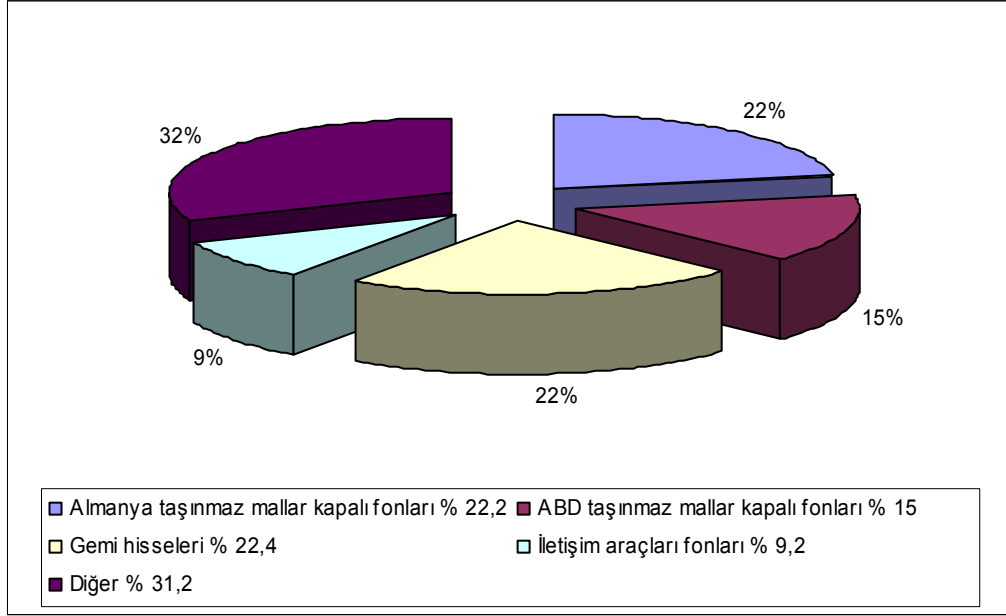
Bu bölümde, karşılaştırmanın yapılması için; taşınmaz malların kapalı fonları, iletişim araçları fonları, yenilenen enerji fonları ve özel öz kaynak/girişim kapital fonları ele alınacaktır. Tüm bu hisse şekillerinde söz konusu olan vergi amortismanı altında yatan girişimci hisselerdir. Gerçi mevcut vergi amortismanının şahsi öz varlık/girişim kapital fonlarında pek fazla bir önemi yoktur. Taşınmaz malların kapalı fonları ise genel olarak ele alınmalıdır.

Aşağıdaki grafikler; kapalı hisse modellerinin bütünlüğü içerisinde bulunan münferit fonların payını göstermektedir.



Şekil 5. Toplam hisse katmanı 2003 münferit fonların payı (Loipfinger, 2003).

Yukarıdaki şekilde görüleceği gibi toplam hisselerde ABD taşınmaz mallar kapalı fonları % 23 ile ilk sırada yer alırken Almanya taşınmaz mallar kapalı fonları % 22 gibi az bir farkla 2. sırada yer almaktadır.



Şekil 6. Toplam hisse katmanı 2003 tercih edilen fonların payı (Dobert, 2004b).

Gemi hisseleri ve Almanya taşınmaz mallar kapalı fonları % 22 ile en çok tercih edilen fonlar olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu bölümde ilk olarak kapalı hisse fonlarında en büyük payı oluşturduğu varsayılan taşınmaz malların kapalı fonları anlatılmaktadır. Sonrasında iletişim araçları fonları, yenilenen enerji fonları ve özel/öz kaynak fonları ele alınmaktadır.

8.1. Taşınmaz Mallar Kapalı Fonları

Farklı kriterlere göre değerlendirildiğinden, taşınmaz malların fonlarında yurt içi ve yurtdışı taşınmaz mallar fonları arasında fark gözetilmelidir. Yurtiçi fonlarında, kayıp tahsisi, kiraya verme ve kiralamadan elde edilen pozitif iratlar ile diğer irat türlerinden elde edilen mahsup olanakları ön plana çıkmaktadır. Bu uygulama için gerekli koşul ise toplam dönemde vergiye tabi bir kazancın ortaya çıkmasıdır. Yurtdışı fonlarında vergiye tabi kayıplar geçerli

kılinamaz, fakat yatırımcı çifte vergi anlaşmasından istifade edebilir. Yurtdışı fonlarının diğeri bir avantajı yüksek vergiden muaf meblağlarda çok düşük vergi oranlarından kaynaklanmaktadır. Ayrıca fon çözümlerinde genelde yüksek vergiden muaf meblağlar ve imtiyazlı vergiye tabi kazançlar sunulur (Hamburger Sparkasse, 2004).

Taşınmaz mallarının fonları geçerlilik süresi boyunca mümkün olan en yüksek kirayı hedefleyerek ev ve arsa mülkiyetine yatırım yapılır. Bu fonlarda söz konusu olan büyük ölçüde ticari ve büro taşınmaz malları olup, ev için olan taşınmaz mallar ise çok nadir yer almaktadır. Geçerlilik süresi boyunca nesnelere değer artışı arz etmesi diğeri bir hedefdir. Çünkü fon geçerlilik süresi bittiğinde çoğunlukla taşınmaz mallarının likidasyonu kalmaktadır. Buraya kadar saydığımız nedenlerden dolayı çoğunlukla ikinci el ticari taşınmaz malların kirasına yatırım yapılmaktadır. Tüm kapalı fonlarda olduğu gibi taşınmaz malların fonları da yeterli bir likidasyon rezervleri üzerinden kullanılmalıdır (Ummen, 2004).

Konsepti bir veya daha fazla taşınmaz mallara elverişli olan bir şirket kurulur. Fonlardaki paylar genelde gerekli toplam iktisap oluncaya kadar birçok yatırımcı tarafından satın alınır. Bu noktadan itibaren fon aynen gemi hisselerinde olduğu gibi kapatılır.

Uygun görülen hisseler artık geri verilemez, bunun yerine örneğin girişimci ve yatırımcı arasında yada yedieminlik şirketi veya henüz ayarlanmamış ikinci piyasa üzerinden ticarete tabi tutulur.

Taşınmaz malların kapalı fonlarında iki hukuki yapı olanağı vardır. Muhasebeye bir yedieminin kaydolunduğu ya bir KG veya BGB şirketi kurulur. Taşınmaz mallar kapalı fonlarının amacı, kira tahsilatı veya taşınmaz malların değer artışı üzerinden elde edilecek olan vergi avantajlarından yararlanmak ve kazanç sağlamaktır (Opitz, 1998).

Finansman genelde % 50 ve daha fazlası olmak üzere yabancı kapital payı ile gerçekleşir. Yabancı kapital, ipotek şeklinde tedarik edilir ve taşınmaz mallar fonunun finansmanı için kullanılır. Taşınmaz mallar fonu sermayedarı, 10-20 yıllık bir süreyle uzun vadeli yatırım konusunda emin olmalıdır. Daha öncesinde bir geri çekilme veya payları uygun

bir ikinci piyasaya devretme olanağı bulunmadığından sermayedar özellikle bu süre zarfında paraya tahsis olmadığı konusunda iyice düşünmelidir. Vaktinden önce yapılan satışlar genelde sermayedar için kayıpla sonuçlanmaktadır.

8.2. İletişim Araçları Fonu

İletişim araçları fonu, diğer plasman türlerinde çoğunlukla GmbH & Co. KG şeklinde düzenlendiği gibi genelde kapalı fonlardır. İletişim araçları fonu belirli vergiye tabi düzenlemelerde başlangıçta büyük kayıplar gösterir, bu kayıplar daha sonra tahakkuk eden kazançlarla toplam bir kazanca dönüşür. İletişim araçları fonları iki farklı şekilde uygulanabilir. Bunlardan biri film projesinde mevcut tüm hakların kesin ücret ile üçüncü bir şahsa temlik edildiği finansal kiralama şeklindeki fonlardır. Bu durumda riskler ve hasılatlar hakkı iktisap edenin üzerine tevdi edilir. Bu doğrultuda sermayedar için çok fazla bir risk söz konusu olmaz ve böylece orantılı bir plan emniyeti üzerinden elinde bulundurur (Oehme, 2002).

Bu çalışmada finansal kiralamaya benzer iletişim araçları fonlarına ayrıntılı olarak değinilmeyecektir, daha ziyade teşebbüsçü iletişim fonları üzerinde durulacaktır. Söz konusu olan olayda filmin tüm hakları direkt olarak fon şirketi tarafından uygulanır ve üçüncü bir şahıs üzerine devredilemez. Bunun sermayedar için getirisi, risklerinin ve gelir şanslarının büyümesidir. Bu yolla sermayedarın fonların toplam değer üretimine katılma olanağı vardır (Finance –management, 2004).

Fon şirketlerinde iki farklı amaç vardır. Bunlardan biri iktisap edenin fonu olarak da tanımlanan müşteri kazanmak amacına yönelik fonlardır ve bunlar iktisap üzerine ve film hakkı uygulamasına dayanmaktadır. Diğeri ise hedefi filme yada uygun filmin prodüksiyonuna olan üretici fonlarıdır (Ortman-Babel, 2002). Fonların geçerlilik süresi 6-8 yıl arasındadır. Aynı anda birçok projeye yatırım yapılması halinde risk çeşitlendirmesi iletişim araçları fonunda oluşur. Bir filmin ekonomik açıdan istenilen başarıyı sağlamaması halinde bu başarısızlığın başka bir film aracılığıyla fon zarfında telafi edileceği fikri vardır. Eğer prodüksiyonda bir gişe birincisi mevcutsa tabiki bu durum sermayedar için büyük bir kazanç

potansiyelini beraberinde getirir. Film prodüksiyonu esnasında uzun bir süre fon kazancını eriten üretim ve yatırım masrafları tahakkuk eder. Fon geçerlilik süresinin bitiminde ise normalde film hakları fon şirketinden temlik edilir ve masraflar çıkıldıktan sonra hasılatlar yatırımcıya dağıtılır.

Medya piyasası, federal maliye bakanlığının 23.02.2001 tarihli bir yazısıyla 2001 yılında büyük sıkıntılar içersine girmiştir. Komanditerler üretici konumlarını yitirmiştir ve iktisap eden konumuna geçmiştir. Bu durum başlangıçta % 100 kayıp tahsisinin uygulanmamasını ve filmin aşırı oranda amorti edilmesini zorunlu hale getirmiştir. Böylece iletişim araçları fonları tüm cazibesini yitirmiştir (Magseman ve Wefers, 2003). Federal maliye bakanlığının 05.08.2003 tarihli genişletme yazısı doğrultusunda, özellikle öz kapital komisyonun yüzde yüz indirilebilirliğinin sağlanması ve diğer harçların ve amortisman ayarlamalarının üreticinin elinde kalması için fonlar birtakım kriterleri yerine getirmek zorundadır.

Bu kriterler ;

- Fon ortakları, film prodüksiyonu üzerine etki edecek önemli olasılıkları düşünebilmelidirler, yani ortaklar film prodüksiyonun tüm süresi boyunca finansman, senaryo, rol dağıtımını v.s. üzerinde etkisini göstermelidir. Ortaklar aynı zamanda hukuki açıdan ve gerçekten bu etkileri geçerli kılacak konumda olacaktır. Ortaklar etkilerini, ne bir yedieminlik şirketine ne de bir danışmana devredebilir.
- Bir danışma kurulunun teşekkülü ancak incelenen kapitalin % 50 iktisap olduğunda mümkündür.
- Danışma kurulunda kendi çevresinden ne bir girişimci ne de bir şahıs dahil olabilir.

Ekonomik mülkiyet fon şirketinde bulunmak zorundadır (Wefers, 2003)

8.3. Yenilenebilir Enerji Fonları

Yenilenebilir enerji fonları çoğunlukla, rüzgar enerjisi, solaryum enerjisi, biyokütle, hidroelektrik gibi tazelenen enerjinin farklı taşıyıcılarına yatırım yapar. Fon şirketleri çoğunlukla GmbH & Co. KG şeklinde kurulduğundan yenilenebilir enerji fonlarındaki sermayedarlar komanditer olarak iştirak eder.

Bu fonlarda da kapitalin bir kısmı banka kredileriyle tedarik edilir. Bankalar güvence olarak, olası bir menkul mülkiyet ya da şirket tarafından iktisap olunan aynı hakları alır. Kapitalin diğer kısmı sermayedar üzerinden öz kapital olarak iktisap olunur. Bunlar başka bir konumda tekrardan tesis edilebileceğinden, eğer şirket kendi zati yerinde üretim yapmayacaksa rüzgar enerji plasmanında bunu bir güvence olarak verebilir (Lüdicke v.d., 2005)

Burada da söz konusu olan kapalı fonlardır ve gerekli kapitalin iktisap edilmesinden sonra artık buraya üye olunmaz. Bu fonlar, sermayedarlara 08.04.2004 tarihli yenilenebilir enerji yasasının (EEG) kalkınma planı aracılığıyla emniyeti sunmasıyla kendini gösterir. Yenilenebilir enerji yasasında, tesis kaydı için tesis işleticisinin tesis siciline başvurması koşulu altında şebeke işletenlerin yenilenebilir enerji üreten tesisleri vakit kaybetmeden şebekesine bağlamakla yükümlü olduğu kararlaştırılmıştır (König ve Cie, 2005)

Müşteri, alınan enerji için EEG yasasında belirlenen asgari ücreti ödeme zorundadır. Bu durum yatırımcı için, üretilen enerjinin her koşulda alınacağı ve fon şirketinin de bu yolla güvenceli getirileri olacağı anlamına gelmektedir. Bu arada diğer Avrupa ülkelerinde de benzer yasalar sermayedarın emniyeti için uğraşmaktadır. Aynı diğer plasman şekillerinde olduğu gibi Alman fonlarında sermayedar özel amortisman ayarları nedeniyle başlangıçta ek vergi iratlara sahiptir. Fakat bu daha sonra artı iratlara dönüşerek başlangıçtaki kayıpları telafi eder. Yurtdışı fonlarında söz konusu olan gelir fonlarıdır (Finance-management, 2004).

Örneğin nükleer santral akımına oranla akım daha pahalı olduğundan daha ekonomik çalışabilmesi amacıyla yenilenebilir enerji fonları devletten yüksek bir para yardımı

almaktadır. Burada sorun olan ise, önceden tahmin edilemeyen tamiratların fonu tehlikeye sokabileceğidir (Buchholtz v.d., 2004). Bundan dolayı sermayedarın özellikle dikkat etmesi gereken, daha ilk başta Rüzgar Enerjisi Asgari Standartlar Federal Konfederasyonuna göre birçok bağımsız rüzgar bilirkışı raporunun düzenlenmiş olmasıdır. Burada sorgulanması gereken rüzgar parkının planlanan noktada oluşmasının uygun olup olmadığı ve bu park ile hangi getirilerin hedefleneceğidir.

8.4. Özel Öz Kaynak/Girişim Kapital Fonları

Özel öz kaynak/girişim fonlarında söz konusu olan spekülatif yatırımlardır. Özel öz kaynak/girişim fonlarında borsaya kayıtlı şirketler belli bir süre için öz kapitallerini hizmete sunmazlar (Moormann, 2003)

Özel öz kaynak ve girişim kapitalinin sınırlandırılmasında girişim kapitali terimi daha nadir ele alınmalıdır. Burada söz konusu olan henüz yeni kurulmuş veya kurulacak olan kuruluşun hisseli finansmanıdır. Özel öz kaynak tanımlanırken hem henüz kuruluş aşamasında olan yeni gelişen kuruluş ve hem de olgunlaşmış kuruluş dahil edilir. Özel öz kaynak rağbetinde söz konusu olan bilinen usulde banka finansmanın olmadığı kuruluşlardır. Çünkü bu kuruluşlarda gerekli emniyetlerde kusur mevcuttur. Olgunlaşan kuruluşlarda ise yeni projelerin icraatıyla başka bir büyümenin geliştirilmesi için iç finansman gücünün yetmemesi problemi vardır. Bu kuruluşlar için aynı şekilde klasik banka finansmanı ayrılır, çünkü bu kuruluşlar da çoğunlukla gerekli güvenceleri yerine getirmemektedir.

İşin bu kısmında, risk mevcudiyeti mutlak güvence dışında kalan yatırımcılar devreye girer. Burada bu hisse şeklinin yüksek riski fark edilir. Kusurlu güvence nedeniyle bankalar yatırım yapmak istememektedir. Fakat her şeye rağmen gene de yatırımcılar yatırımlarını yapmaktadır (Gocksch, 2004). Yüksek risklerin yanı sıra aynı zamanda yüksek gelir şansı da vardır. Bu durum yatırımcıların bu riske girmesini teşvik etmektedir. Bundan dolayı kesin kapital plasmanına ihtiyaç duymayan yatırımlar yatırımcı için son derece cazip olmaktadır. İş gidişatı aynen kuruluş tarafından planlandığı gibi sürerse özel öz kaynak, uygun bir getiri ile

birlikte parasını tekrardan elde eder. Yatırımcının diğerk bir şansı üretken ve başarılı bir kuruluşa başlangıçta iştirak edebilmesidir (Moormann, 2003)

Fonların konsepsiyonu genelde aracı olarak sermaye sağlayan ve sermaye alan arasında görev yapan ticari olmayan GmbH & Co. KG (kapital hisse şirketi) kuruluşunda da var olur. Yani yatırımcı burada da komanditer bir konuma sahip olur. Bu fon oluşumlarında, sermayedara kendi yeterliliğinin güvencesini göstermek için yönetim toplamın % 1-2'si arasında bir ödeme yapar. Fon yapısında genelde birçok hissese yatırım yapılır ve böylece daha iyi bir tedbir sağlanmış olur (Jesch, 2004)

Farklı olarak ticari fonlar ve mal varlığını yöneten fonlar vardır. Ticari fonlarda vergisel motivasyonlar ön plandadır. Buna karşın mal varlığını yöneten fonların yatırımcısı vergisel motivasyondan ziyade ekonomik motivasyonları takip etmektedirler. Hisselerin ekonomik teşviki; hisselerin yüksek gelir şansında ve değer artışında yatmaktadır. Daha önce belirtilen plasman şekillerinde meydana gelen başlangıçtaki kayıplar burada söz konusu değildir. Bu fon şekillerinde vergisel bir teşvik vardır, bunun nedeni ise mal varlığını yöneten fonların temlik kazançlarını vergiden muaf olarak tahsil edilebilmesidir.

Özel öz kaynak/girişim kapital fonlarında mevcut yatırımcıların, şirket sözleşmesinin sona ermesinden sonra kapital hisse şirketinin yatırım kararları üzerindeki etkisi kaybolur. Bu aşamadan sonra kararlar şirket yönetimin eline geçer.

8.5. Plasman Şeklinin Direkt Mukayesesi

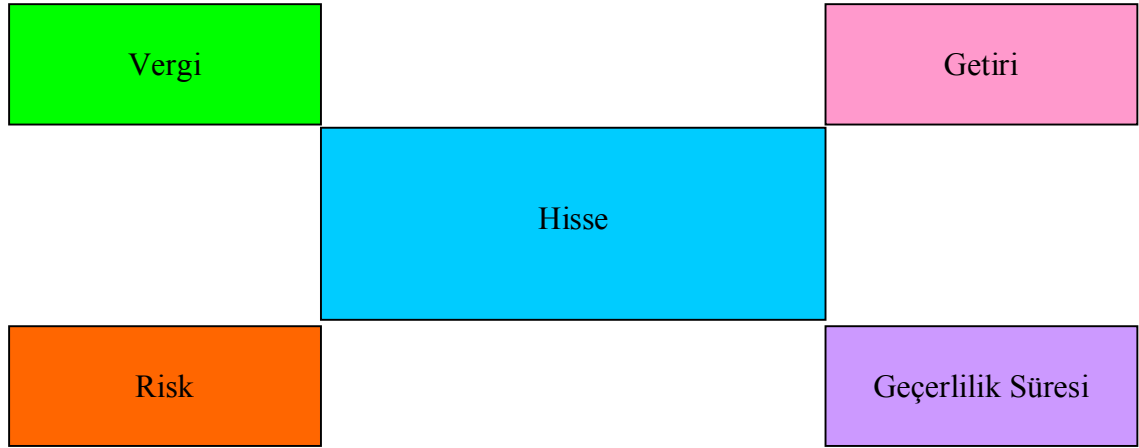
Bu bölümde farklı kapital plasmanları karşılaştırılacaktır. Çoğu kapital plasmanlarda sadece gelirler göz önünde tutulur, fakat daha farklı önemli kriterler olduğundan bu kapital plasman şeklinde tek kriter olarak ele alınmaz. Bu kapital plasmanı şeklinde; kazançların çoğunlukla çok düşük vergilendirildiğini ve/veya yatırımcının başlangıçtaki kayıplarını geçerli kılabileceğini gördük. Sermayedar diğerk kriterleri de dikkate alacaktır. Bir kapitalin bağlayıcılığı ne kadar sürer? Vergi öncesi girdi veya münzam vergi tutarı ne? Hissenin ne

kadar olması gerekir? Uygun kapital plasmanın ilgili riski hangi seviyededir? Vergi etkileri var mı ve nasıl bir etkiye sahip?

Kapital plasmanın optimal değerlendirmesi aşağıdaki Şekil 7.'de şematik olarak ifade edilmiş olan kriterlere göre işlenecektir:

- Geçerlilik süresi
- Getiri
- Hisse
- Riskler ve şanslar
- Vergi etkisi

Sermayedar, aynı zamanda yatırıma karar vermeden önce dikkate alması gereken kapital plasmanın fiyat istikrarı konusunda da bilgi edinebilir.



Aynı zamanda yatırımcı bugüne dek olan plasman durumu, sermayedar mentalitesi (şahsi risk versiyonun risk mevcudiyeti yada derecesi) ve ayrıca şahsi hedefleri ve istekleri konusunda net bir tablo çizecektir.

Yukarıda sayılan kriterler yardımıyla tercih edilen kapital plasmanı için aşağıda bir kıyaslama yapılacaktır. Kıyaslama için farklı tekliflerden çıkan ortalama değerler seçilecektir. Plasman şekillerindeki dalgalanmaları bertaraf ettiğinden ortalama değerler uygun bir kıyaslamayı olanaklı kılmaktadır.

8.5.1. Gemi Hisseleri

Bu bölümde gemi hisseleri; geçerlilik süresi, getiri, vergi etkisi, riskler ve şanslar kapsamında incelenmektedir.

8.5.1.1. Geçerlilik Süresi ve Asgari Mevduat

Gemi hisselerinde, geçerlilik süresi genelde 12-21 yılları arasında olan uzun vadeli katılım söz konusudur. Yatırımcı esas itibarıyla daha önce çıkabilir, fakat bunun sonrasında ikinci piyasasının büyümemesi nedeniyle gemi hisseleri durumunun emniyet altına alınmaması sorunuyla karşılaşır. Zamanından önce yapılan bir temlikte sermayedar hissenin tam iç değerini gerçekleştiremez. Bun durumda yapılması gereken zamanından önceki temliklerden feragat edilmesidir. Gemilerin temlik zamanı, pratikte prospektüs verilerinden sonra değil, daha ziyade piyasa durumuna hakim olmasından sonra netleşir. Asgari mevduat 5.000 ve 25.000 Euro arasındadır. Bu tutarlar girişimciye bağlıdır.

8.5.1.2. Getiri

Gemi hisselerinin getirisi yatırımcılara dağıtım usulünde ödenir. Fakat buradaki dağıtımlar hasılatlar ile karıştırılmamalıdır. Çünkü buradan elde edilen sadece ekonomiye kazandırılan karlar değil kullanılan kapitalin geri ödemeleri de dahildir. Öngörülen geçerlilik süresi sonunda gemilerin hedefi genelde kaynak tedarik ücretinin yaklaşık %20-50'si arasındaki temlik hasılatıdır. Gemilerle birlikte işletme evresi ve geminin geçerlilik süresi sonunda satış hasılatları yıllık armatörlük karlarından çıkar. Dağıtımlar 3 aylık, 6 aylık veya yıllık olarak ele alınabilir ve hisse toplamının % 6-20'si arasındadır. Dağıtımlar geçerlilik süresiyle birlikte artış arz eder. Farklı projeler genelde farklı ödeme miktarlarıyla başlar ve

kalkınma ise çoğunlukla farklı akış gösterir. İç faiz tabanlı modeline göre gemi fonlarının getirisi genelde yıllık % 6-10 arasındadır (Loipfinger, 2003).

8.5.1.3. Vergi Etkisi

Henüz bileşke modeli kullanma olanağı vardır, yani ilk yılda kayıp tahsisi yapılır ve sonrasında tonaj vergisine dönüştürülür. Bu fark tutarının taslağında (geminin ulaşım değeri ve muhasebe değeri arasındaki fark) yatırımcı, gemiyi temlik ederken vergiye tabi tutmalıdır (Fischer, 2004). Bileşke modelinin daha fazla uygulanabilirliği olmadığından safi tonaj vergi modeli büyük bir avantajdır. Buradaki vergi avantajı kazancın vergilendirilmesi yönteminde. Tonaj vergisi, götürü usulde bir vergilendirmeyi arz eder. Kararlaştırılacak olan kazanç net alan sayısı yardımıyla bulunur ve genelde hisse toplamının %0,2-0,3'ü arasındadır. Böylece sadece gemi hisseleri için var olan bir elverişli munzam vergi getirisi oluşur (Pieper, 2003). Bu modelde vergiye tabi olacak fark tutarı yoktur. Geminin temlik hasılatı vergiye tabi değildir. Ayrıca teşebbüsçü bir katılım söz konusu olduğundan gemi hisselerinin intikal ve veraset vergisi avantajı vardır.

8.5.1.4. Riskler ve Şanslar

Artan dünya ekonomisi ve özellikle Çin'de hasıl olan şuan ki kalınma nedeniyle daha sonraki zamanlarda modern gemilere olan rağbet artacaktır. Bu katmandaki getiri kalkınması riskleri de örten birçok faktörlere bağlıdır. Güncel olarak tonaja büyük gereksinim duyulduğundan şu anda çartır taksitleri geçmişteki yüksek değerlere dayanmaktadır. Geçen zamanla birlikte fazla arzın gerçekleşmesi halinde çartır taksitlerinin aşırı derecede düşmesi meydana gelebilir.

Gemi finansmanının ve satışlarının çoğunlukla USD veya Yen ile yapılmasından dolayı gemi hisselerinde kambiyo rayici riski meydana gelmektedir. Çartırı yapanlardan da çoğunlukla ödemelerini USD ile sağlamaktadırlar. Çartır yükümlülüğünü yerine getiremeyecek konumda olunması durumunda çartırı yapanlarda da (hat armatörlüğü) aynı risk mevcut olur.

8.5.2. Taşınmaz Malların Kapalı Fonları

Bu bölümde taşınmaz mallar kapalı fonları; geçerlilik süresi, getiri, vergi etkisi, riskler ve şanslar kapsamında incelenmektedir.

8.5.2.1. Geçerlilik Süresi ve Asgari Mevduat

Geçerlilik süresi 10-30 yılları arasındadır. Burada da zamanından önce fondan çıkış çok zor şartlarda mümkündür ve çıkılması halinde ise büyük kayıplara yol açmaktadır. Asgari mevduat tutarı 10.000 – 20.000 Euro arasındadır. Geçerlilik süresi ve asgari mevduat burada da ilgili fon şirketine ve projeye bağlıdır.

8.5.2.2. Getiri

Geçerlilik süresinin sonunda, taşınmaz malların geçerlilik süresinde ve temlik kazancı esnasında kira tahsilatından taşınmaz mallar fonu getirisi çıkmaktadır. Yani buradan anlaşılacağı üzere sermayedar kazançlarını kiralamadan ve kiraya vermeden tahsil etmektedir. Tediyeleş çoğunlukla %5-8 seyretmektedir ve sermayedarın ilgili vergi oranına bağlıdır (Loipfinger, 2003). İleride işlenecek olan vergi avantajları nedeniyle yurtiçi taşınmaz mallar fon getirisine oranla yurtdışı taşınmaz mallar fonundaki getiriler daha yüksektir.

8.5.2.3. Vergi Etkisi

Kayıplar çok düşük olduğundan yurtiçi fonlarda vergi avantajları neredeyse hiç oluşmamaktadır. Vergi açısından olaya baktığımızda yurtiçi taşınmaz mallar fonunun, yurtdışı taşınmaz mallar fonu kadar cazip olmadığı görülür (Lüdicke v.d., 2005). Almanya birçok ülke ile, çoğu ülkede vergiye hiç ya da çok düşük olarak tabi tutulan taşınmaz mallardan elde edilen iratların Almanya'da sadece progresiyon muhafazası altında kalmasına yol açan çifte vergilendirme anlaşması yapmıştır. Bundan dolayı tahakkuk eden vergilendirme çok düşük, hatta tahsilatlar mümkün olabildiğinin en iyisi olacak şekilde vergiden muaftır (Nordcapital, 2004).

8.5.2.4. Riskler ve Şanslar

Taşınmaz mallarda söz konusu olan enflasyona karşı korunmuş hakiki varlıklardır. Enflasyon oranının artışı yüksek kira tahsilatına yol açar ve objenin konumu nedeniyle veya benzer nedenlerden dolayı değerini kaybetmemesi koşulu altında yeniden yapılan satışlarda taşınmaz malların değeri artar. Taşınmaz mallar fonundaki avantaj, kişinin bizzat kendisinin idare etmek zorunda olmamasından ve bu görevin fon şirketine yüklenebilir olmasından kaynaklanır. Taşınmaz mallar fonu arz edene çok iyi garnizon ile ticari büyüklükteki taşınmaz mallara iştirak etmesini sağlar. Riskler ise kira düşüşünde yatmaktadır. Bu riskleri, kira bitiminden sonra objenin boşa kalması ve bu yolla tahsilat düşüşünün, hatta bakım masraflarının meydana gelmesi oluşturur. Diğer bir risk ise faizlerin artmasından ve son finansmanın böylece planlanandan oldukça pahalıya gelmesinden kaynaklanır. Yurtdışı taşınmaz mallar fonunda ayrıca kambiyo rayici riski mevcuttur.

8.5.3. İletişim Araçları Fonu

Bu bölümde iletişim araçları fonu; geçerlilik süresi, getiri, vergi etkisi, riskler ve şanslar kapsamında incelenmektedir.

8.5.3.1. Geçerlilik Süresi ve Asgari Mevduat

Sözleşmenin geçerlilik süresi genelde sınırsızdır. Prodüksiyondan kaynaklanan haklardan dolayı zaman akışı içerisinde yapılan değerlendirme aracılığıyla sonuçlanır. Fakat geçerlilik süresi uzun süreye yayılabilir (Laubach&Partner, 2005). Fonlardan zamanından önce yapılan bir çıkış burada da çok zor olmaktadır, çünkü bunun için de ayarlanmış bir ikinci piyasa mevcut değildir.

8.5.3.2. Getiri

İletişim araçları fonundaki getiriler önceden tahmin edilemez. Tecrübelerle dayanılarak sınıflama yapıldıktan sonra 5 ila 7 yıl zarfında mevduatın geri dönüşümü söz konusudur. Akabinde ise yatırımcı için fonların müteakip tahsilatlarında daimi katılım avantajı doğar.

Bunun için olan koşul ise, değerlendirme hakkının sürekli olarak pazarlanmasına müsaade etmektir (Key Compare, 2005b). İletişim araçları fonlarının ortalama getirisi % 3,5 ile 14,2 arasındadır (Loipfinger, 2003)

8.5.3.3. Vergi Etkisi

Eğer üretici talepleri karşılandı ise iletişim araçları fonlarındaki vergi etkisi, sermayedar mevduatının % 100 başlangıçtaki yüksek kayıp tahsisinde olur. Yatırımcının tahsilatları; ticari faaliyetten elde edilen tahsilat olarak vergilendirilir ve böylece ticari vergi muamelesine tabi olur (Moormann, 2003).

8.5.3.4. Riskler ve Şanslar

Film, kollarında söz konusu olan kapalı fonlar çerçevesinde özel alandır ve çok az sermayedar bu dalın inceliği ve hilesi konusunda bilgi sahibidir. Diğer bir problem ise kör kuyu karakterinden (Blind-Pool-Character) kaynaklanmaktadır, yani fon aracılığıyla finanse edilmesi gereken tüm film projelerinin en başta kesin olmaması anlamına gelmemektedir. Taşınması çoktağır olmayan bir risk potansiyeli de filmin başarısız olmasından kaynaklanır. Fakat risk potansiyelinin karşısında olağanüstü yüksek getiri şansı da vardır. Sinemanın pazarlanmasının yanı sıra video, DVD, televizyon yayını, ticari emtia v.s. gibi hakları da kapsamı içine alan sermayedarlar fonların toplam tahsilatlarına ortak olmaktadır (Key Compare, 2005b).

8.5.4. Yenilenebilir Enerji Fonları

Bu bölümde yenilenebilir enerji fonları; geçerlilik süresi, getiri, vergi etkisi, riskler ve şanslar kapsamında incelenmektedir.

8.5.4.1. Geçerlilik Süresi ve Asgari Mevduat

Bu fonların geçerlilik süresi 10-20 yıl arasındadır. Vaktinden önce bu fonlardan ayrılma aynı şekilde bir çok zorlukları beraberinde getirmektedir. Çünkü ayarlanan ikinci bir piyasa mevcut değildir. Ayrıca fonların aktarılabilir vergi avantajıyla bağlantısı yoktur. Bu fonlardaki asgari mevduat 2.500 – 15.000 Euro arasındadır (Green Value, 2005).

8.5.4.2. Getiri

Bu fonların getirileri, vergiden muaf dağıtımlardan, başlangıç yılın eksi vergili sonuçlarından ve tekrardan yapılan satıştan çıkmaktadır. Enerji satışından elde edilen getiriler sermayedar için EEG tarafından güvence altına alınmıştır (Key Compare, 2005a). Bu fonların ortalama getirisi %6-8 arasındadır (Loipfinger, 2003).

8.5.4.3. Vergi Etkisi

Sermayedar ortak teşebbüsçü konumunda olduğundan başlangıçta vergisel açıdan % 100 tutarındaki kayıplar geçerli kılınabilir. Tahsilatlar, ticari faaliyetten elde edilen tahsilat olarak vergilendirilir (Key Compare, 2005a).

8.5.4.4. Riskler ve Şanslar

EGG, sermayedar için rehinli güvence anlamına gelen “ekolojik akım” için akım redüksiyonunu 20 yıla kadar güvence altına alır. Bu plasmanların yasaya uygunluğu konusundaki tereddüt Avrupa Birliği tarafından 2001 yılında giderilmiştir ve böylece Avrupa Birliği tarafında da hukuki güvence sağlanmıştır. Plasmanların planlanan miktarda akımı

üretmemesi ve böylece getirilerin planlanan tahsilatları vermemesi sermayedar için bir risk oluşturmaktadır. Rüzgar gücü fonları örneğin hava koşullarına maruz kalır. Planlandığı gibi rüzgarın rol oynamaması veya önceden tahmin edilemeyen tamiratların hasıl olması getirinin düşmesine veya kısıtlanmasına neden olabilir (MIRA, 2005).

8.5.5. Özel Öz Kaynak/Girişim Kapital Fonları

Bu bölümde özel özkaynak/girişim kapital fonları; geçerlilik süresi, getiri, vergi etkisi, riskler ve şanslar kapsamında incelenmektedir.

8.5.5.1. Geçerlilik Süresi ve Asgari Mevduat

Genelde bu fonların geçerlilik süresi 8-12 yıl arasındadır (Jesch, 2004). Asgari mevduat ise 10.000-20.000 Euro arasındadır. Geçerlilik süresi ve asgari mevduat, ilgili fonlara ve projelere bağlıdır (Dima24, 2005). Bu fonlardaki hisseler, özel anlaşmalar nedeniyle geçerlilik süresinin bitiminden önce genelde fesih edilemezler.

8.5.5.2. Getiri

Bu fonların getirisi hisselerin gelişimi ile ilişkilidir. Planlanan senaryo, 10 kuruluşun 2 veya 3 kuruluşun özellikle başarılı olmasıdır. Ancak bu durumda hedeflenen kazançlar daha az başarıyı elde eden kuruluşlardaki kayıpları telafi etmeye yetecektir. İdarenin eksik planlanması özellikle toplam kayıp riskini oluşturur (Key Compare, 2005a). Fakat buna karşın yaklaşık % 20 oranında ortalama bir gelir vardır (Jesch, 2004).

8.5.5.3. Vergi Etkisi

Burada ticari ve varlık idaresi fonları arasındaki ayırım ele alınmalıdır. Ticari fonlarda yatırımcılar başlangıçtaki kayıpları geçerli kılabilirler ve böylece vergilendirilecek olan gelirlerini indirgeyebilirler. Yalnız daha sonraki kazançlar kesinlikle vergiye tabidir, çünkü ticari faaliyetten elde edilen iratlar söz konusudur. Varlık idaresi fonları sürümü olan bir

modeldir ve başlangıçta kayıp tahsisi sunmazlar. Bunun için normalde daha sonra elde edilen kazançlar vergiden muaftır (Key Compare, 2005a).

8.5.5.4. Riskler ve Şanslar

Fonlarda K r Kuyu Riski (Blind-Pool-Risiko) mevcuttur,  nk  daha öncesinde çoğunlukla fon  irketi portföyüne hangi hisselerin kabul edileceği kesin değildir. Yatırımcılara kalan ise idarenin doğru hisseleri seçebilme yeteneğine güvenmektir. İdare tarafından yapılan yanlış bir seçim kapitalin toplam kaybına yol açabilir (Key Compare, 2005a). Fakat bu riskin karşısında uygun miktarda bir gelir  ansı da vardır.

8.6. Farklı Plasman  ekillerinin Kıyaslanmasından  ıkan Sonuç

Daha  nceki bölümde farklı plasman şekillerinin tanıtılmasından ve karşılaştırılmasından sonra söylenecek tek Şey belirtilen plasman şekilleri için bir karar vermenin o kadarda kolay olmadığıdır. Sermayedarın yapması gereken; sermaye konumundan, istihdamından ve riske olan meyillerinden emin olmaktır.

Kendisi için iyi ve uygun bir kıyaslanmanın yapılmış olması gerekir. Sermayedar, yetkili taraflarca değinilen hangi plasman şeklinin kendisi için ihtimal dahilinde olduğu ve kendi Şahsi konumuna hangisinin uygun olduğu bilgisini sağlamalıdır.

Sadece tek bir plasman şekline yapılan yatırımların fazla anlamlı olmadığı buradan ortaya çıkmaktadır.  nk  bir riskin sahneye çıkmasıyla bu plasman şekli, kullanılan kapitalin toplam kaybına yol açabilir. Bu plasmanların birden fazlasına yapılan yatırımların, bu hisselerin farklı risklere tabi olması ve böylece bir riskin ortaya çıkmasıyla kullanılan tüm kapitalin risk altına girmesinin güvence altına alınması gibi bir avantajı vardır. Diğer plasmanlar, diğer plasman şekillerinin kayıplarını yakalamak için normalinde pozitif getirileri ekonomiye kazandıracaktır.

Sermayedar, portföy oluşumunu ele almalıdır. Buradan kastedilen, farklı kapital plasmanlarına yapılan sadece optimal bir çeşitlendirmenin anlamlı olacağıdır. Portföy oluşturulurken farklı plasmanların farklı geçerlilik süresiyle ve riskleriyle ele alınması önemlidir. Bu portföyde sadece risk maruz plasmanlar olmamalıdır. Aksine büyük bir bölümü, farklı risklerin ortaya çıkması halinde sermayedarın tüm varlığının bu emniyetsizliğe maruz bırakılmayacak ve finansal tahribatlara uğramayacak şekilde güvence arz eden plasmanlardan oluşmalıdır. Sabit faizli değerli evraklardan, hisse senetlerinden, açık fonlardan ve kapalı fonlardan oluşan bir kombinasyon sunulmalıdır. Münferit plasmanların farklı risklere maruz kalmasından dolayı bu konuda çeşitlendirmenin yapılmış olması gerekir.

Taşınmaz malların kapalı fonlarındaki hisse, enflasyona karşı korunan aynı değerlerde bir yatırım oluşturur. Bu aynı değerler son yüzyılda iktisadi durgunluğun, enflasyonun ve diğer ekonomik bunalımların üstesinden gelmiştir (Thomsen, 2002). Böylelikle sermayedar, portföyünde enflasyona karşı korunmuş bir plasmaya sahip olmuştur. Ayrıca bu plasman; kendi taşınmaz mallarını iktisap edebilecek konumda olmayan, bunların idarecileri ile uğraşma zahmetinde bulunmak istemeyen veya büyük taşınmaz mallarda hisse sahibi olmak isteyen yatırımcının çıkarlarını gözetmektedir.

Ayrıca sermayedar vergilendirilecek olan gelirlerini indirmek isteyip istemediğini düşünmelidir ve eğer cevabı bu konuda evetse, bu durumda kendine kayıp mahsubu olanağını sunan kapalı bir fon seçimi yapmalıdır. Bunu için uygun olan ise halen bileşke modele göre tanzim olunan iletişim araçları fonları, yurtiçi taşınmaz mallar fonları ve gemi hisseleridir. Bu plasmanlarda sermayedar özellikle hangi plasmanın kendisi için en uygunu olduğu konusunda sürekli bilgi edinmek zorundadır.

Eğer sermayedar daha öncesinde serbest tasarruf tutarını kullanarak tüketmişse, gemi hisseleri, yurtdışı taşınmaz mallar fonları ve yenilenen enerji fonları gibi plasmanlar kendi aralarında son derece uyumludur, çünkü bu dağıtımlar neredeyse vergiden muaf bir konumdadır. Bu fonların tahsilatları kısmen vergiden muaftır veya tonaj vergisi gemi hisseleri gibi sadece çok düşük vergiye tabi kılınmıştır. Yani sermayedar aynı zamanda oldukça iyi bir

munzam vergi geliri üzerinden elinde tahsilatlarını bulundurmaktadır. Özellikle gemi hisseleri iyi bir munzam vergi geliri üzerinden elde edilen ve oldukça güvenceli olan bir plasmandır.

İletişim araçları fonları ve özel öz kaynak/girişim kapital fonları, risklere hevesli ve toplam kaybı göze alma cesareti bulunan sermayedarlar için uygundur. Burada riskin daha sınırlı bir alanda tutulabilmesi için portföy içerisinde çok kısa bir bölümün işlenmesi gereken oldukça spekülâtif plasmanlar söz konusudur. Fakat bunun için aynı zamanda yüksek gelirleri tahsil etme ve böylece büyük bir varlık yapısını sağlama gibi bir şânda mevcuttur.

Son olarak şunu söyleyebiliriz; yatırımcılar, portföyünde anlam oluşturacak plasmanları seçebilmeleri için şahsi konumlarına uygun farklı şekilleri denetimden geçirmelidirler. Sermayedarın girişimci prospektüslerini ve hizmet bilançolarını tam olarak denetimden geçirmesi tüm kapital plasmanların kontrolü için vazgeçilmez bir unsurdur.

8.7. Tasarruf Planı veya Tasarruf Fonu Olarak Gemi Hisselerinin Uzlaşması

Tasarruf planında söz konusu olan sermayedarın aylık ödemeleri sağladığı plasman olanağıdır. Esas itibariyle tasarruf planının avantajı, miktar, ödeme şekli, plasman süresi v.s. açısından sermayedara neredeyse tüm çeşitliliği olanaklı kılmasıdır. Çoğu durumlarda asgari taksitleri sağlamak mümkündür. Sermayedar, tasarruf fonlarında ödeme yaparak fiyatı artmakta olan hisse senedinden daha çok alınan tutarın eşit kalmasından istifade edebilir. Buradan da şu anlam çıkmaktadır, yüksek kurlarda az hisseler ve düşük kurlarda ise fazla hisseler iktisap olunur. Uzun vadeler üzerinden sermayedar bununla uygun bir artma ücretine ulaşır (BVI, 2005).

Kapalı fonlara katılımlarda esas itibariyle bir kereye mahsus ödeme veya oldukça kısa aralıklarla dörde kadar olan ödemeler yapılır. Bunun gerekçesi olarak ise tedarik edilecek veya üretilecek olan objenin kullanımdan önce ödenme zorunluluğu ileri sürülmektedir. Fakat şu sıralar, yatırımcının bir kereye mahsus ödeme yapmak zorunda olmadığı, bunun yerine uzun bir zamana yayılarak aylık düşük taksitlerle ödeme yapıldığı ve bu şekilde kar bırakan hisse arzları piyasadadır. Bu durum sermayedarlara, sabit gelir kesin olmak üzere düşük

finansal kaynaklar ile kar bırakan piyasaya katılımını olanaklı kılmaktadır. Buradan sermayedarın bilinen banka veya sigorta ürünleri dışında diğer ürünlerle de yaşlılık tedbirlerini alma olanağı vardır. Fakat bunların riskten muaf olmamaları nedeniyle tasarruf fonları sadece diğer ürünleri tamamlayıcı nitelikte olmalıdır. Çoğu teklifler taşınmaz mallar hissesine ve özel öz kaynak/girişim kapital hisselerine dayandırılmaktadır (Finanzberatungsservice, 2005).

Günümüzde Hanseatische Sachwert Concept GmbH şirketi tarafından tanzim olunan tasarruf fonu, gemi hisseleri alanında mevcuttur. Bu şirket, HCI-grubuna mensup bir kardeş şirkettir. Burada söz konusu olan HSC yapılanma planı gemi I'dir. Bu fonlar yardımıyla konsept oluşturulmalıdır. HSC yapılanma planı gemi I, bir tepe fondur. Tepe fon, varlıklarını tekrardan başka bir fona yatıran fonlardır. Yatırımın yapılacağı fonların seçimini tepe fon yönetimi yapar (BVI, 2005).

Bu fonlarda, halihazırda tonaj vergisine optimalleştirilen HCI gemi hisselerinin portföyüne daimi olarak yatırım yapılmalıdır. Sermayedar için bunun avantajı, farklı zaman noktalarında hedef fonlara (tepe fonda yatırımı yapılan fonlar) katılabilmesidir ve ortalama üstü getirilere ortak olmasıdır. Farklı gemi fonların yapılan yatırımla çeşitlenir, yani sermayedar için portföy oluşumu yapılır. Sermayedar bu yapılanma planı çerçevesinde başlangıçta üç taksit ve akabinde sekiz ay boyunca asgari 100 Euro aylık taksit öder. Taksitler daha yüksek olabilir, fakat bunun için olan tek koşul yüksek tutarların 50 Euro'ya bölünebilir olma zorunluluğudur. Sekiz yıllık yatırım evresi sırasında gelirler sermayedara dağıtılmaz, bunun yerine biriktirilir, yani gelirler yeniden yatırıma tabi tutulur. Yatırım evresi bittikten sonra dağıtım evresi başlar. Başlangıçtaki dağıtımlar %8,5 olmalıdır ve kalkınmaya göre yani piyasadaki gelişmelere ve gemilerin satış hasılatına bağlı olarak hedef fon % 21 artış göstermelidir. Fonların toplam geçerlilik süresi yaklaşık 21 yıldır. Bu konsept kapsamında sermayedar, 6 aydan fazla işsiz kalınan süre için borçsuz, iktisap etme yetisine veya kesinleşmesine karar verilmesi halinde aynı zamanda taksit ödemesine ara verme olanağına sahiptir (HSC, 2005).

Tasarruf fonlarının konsepti aynı zamanda, genç insanlara ve küçük sermayedarlara, kapalı fon piyasasına katılımını ve kar getiren kalkınmadan bunların ortak yapılması olanağını sağlamaktadır. Tek bir ürünle düşük taksitler aracılığıyla yaşlılık tedbirini alma olanakları da vardır. Gemi hisse fon konsepti sermayedarların çıkarlarına son derece uygundur. Çünkü risk barındıran plasman olmasına rağmen tasarruf fonu ile birlikte portföyüne işlemektedir. Fakat bun hayat sigortası veya yatırım fonu kalkınmasından bağımsızdır. Yani portföyünü yedek bir ürün ile güvence altına almaktadır ki bu da farklı hedef fonlarına yapılan yatırımlar ile sermayedar için yedek bir güvence sunmaktadır.

Gemi fonları alanındaki tasarruf fonları sadece tek bir ihtiyarlık bakımı için sunulan bir hizmet olmayıp, daha ziyade geleneksel plasman şekillerinin tamamlayıcısıdır. Bu gibi durumlarda yapılması gereken tek şey bu fon konseptlerinin nasıl bir gelişim arz edeceğini beklemektir. Yeni hedef grupların ortaya çıkma ve bu yolla pazarın artma ihtimali olduğundan bu fonlar şirketler için çıkar sağlamaktadır. Aynı zamanda şirketlerin, bu fonlar kalıbında yatırım yapan genç nesil ve bu yolla tecrübe sahibi olunarak artış arz eden gelirler ile bu katman için iyice yoğunlaşmaları ve daha sonra münferit gemi fonlarına katılım arz etmeleri söz konusudur. Yani şirketlerin bu yolla yeni sermayedarlara ulaşma ve bu katmanı kendileri için cazip kılma olanağı vardır.

IX. EMİSYON MECLİSİ VE İŞLETMESİ ARACILIĞI İLE YATIRIMCILARIN KAMPANYALARI İÇİN STRATEJİLER

Bu bölümde yatırımcılar ve emisyon meclisi açısından stratejiler incelenmekte, prospektüs sorumluluğu ve bu konu ile ilgili yasal düzenlemeler ele alınmaktadır.

9.1. Yatırımcılar

Gemi hisselerinde yalnızca vergi motivasyonlu plasmanların söz konusu olduğu sıralarda, bu tarz plasman şekillerinin üstlenicileri; büyük ölçüde yüksek gelir üzerinden hüküm süren ve gemi hisseleri tanzimi ile vergiye tabi tutulan kazançlarını kayıp tahsisi ile indirgemeye çalışan sermayedarlardı.

Mevzuat nedeniyle kayıp tahsis olanağının sürekli indirgenmesiyle vergi motivasyonu sürekli arka planda tutulmuştur. Gemi fonları sermayedarlarında güncel olan ise yüksek gelir hedeflemek isteyen ve bunun yanı sıra gelirlerini mümkün olduğu kadar vergisel açıdan optimize etmek isteyen özel yatırımcıların önceliğidir (Hamburg Fondsdiscout, 2005). Özellikle bu alan teşebbüsçüler için giderek cazip hale gelmektedir. Bunun nedeni ise gemi hisselerinin işletme ihtiyarlık bakım konsepti için kullanılabilir olmasından, yani emeklilik taahhüdünün yönetici kadro görevlisinin hizmetinde olmasından kaynaklanmaktadır.

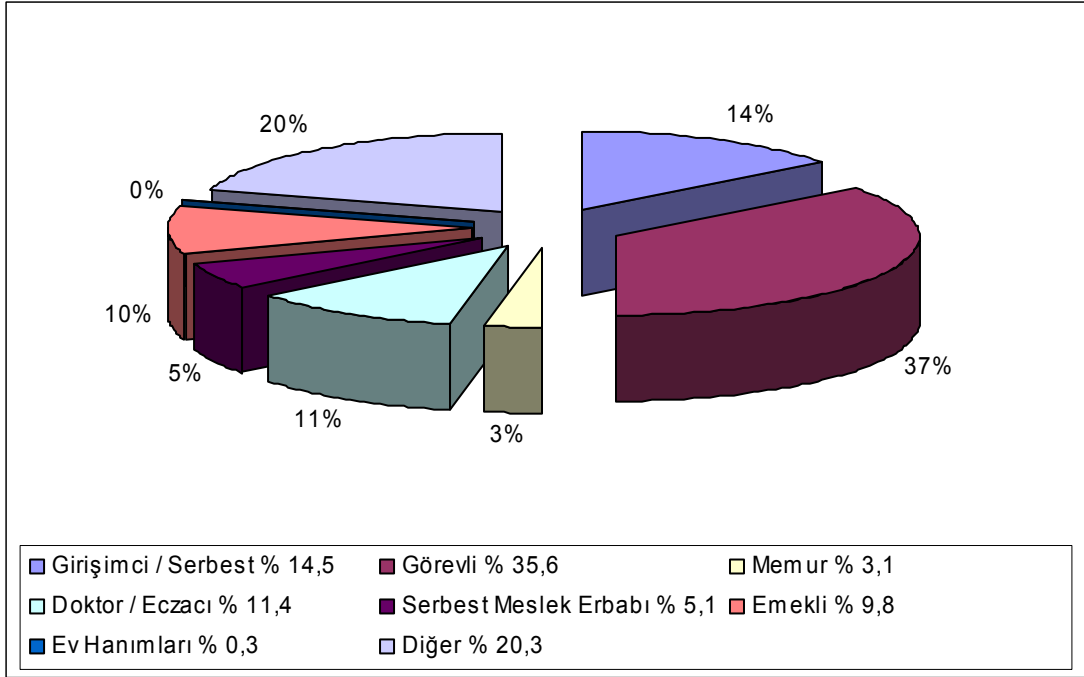
Sermayedarlarda, sadece varlıklı sermayedarlar değil, aynı zamanda yüksek gelire sahip daha az varlıklı sermayedarlar da söz konusudur (Arndt, 2004). Gerçi 2001 yılına kadar sermayedarlara dahil edilen, özellikle 120.000 Euro civarında gelir üzerinden hüküm süren ilgili gruplardı. Vergi yasasında yapılan değişiklik ve böylelikle tonaj vergisinin uygulamaya alınmasıyla 60.000 ve 75.000 Euro arasında kazanç sağlayan şahıslar da dikkate alınmaktadır (Zerbe, 2001).

Ayrıca asgari mevduatın düşük tutulması, kapalı fonlara sadece serbest meslekten olan yatırımcıların bu katmanda bir giriş elde etmesi için değil (doktorlar, avukatlar, serbest esnaflar v.s.) aynı zamanda düşük gelirlere sahip sermayedarların da bu tabakaya girmesi için önemlidir. Daha önceleri genelde hisselerin asgari mevduatı 20.000 Euro civarındayken bazı fonlarda 5.000 Euroya kadar düşmüştür. Böylelikle bu fonlar daha büyük hedef gruplar için ilginç hale gelmiştir.

Vergisel konularda yapılan değişiklikler; intikal ve veraset vergisi değerlendirme şeklindeki gemi hisselerinden taahhüt eden sermayedarların intikal ettirirken veya veraset ederken kayıp tahsisinin vergisel avantajlarını imtiyazlı şahıslara devredememesine yol açmıştır. Yatırımcılar gemi hisselerinde teşebbüs vergi avantajını ve bununla bağlantılı iskontoları kullanabilir. Bu değerlendirme açısından baktığımızda aile varlıklarının ait olana elverişli bir vergi ile devredilmesi için bu plasman şekli oldukça uygundur.

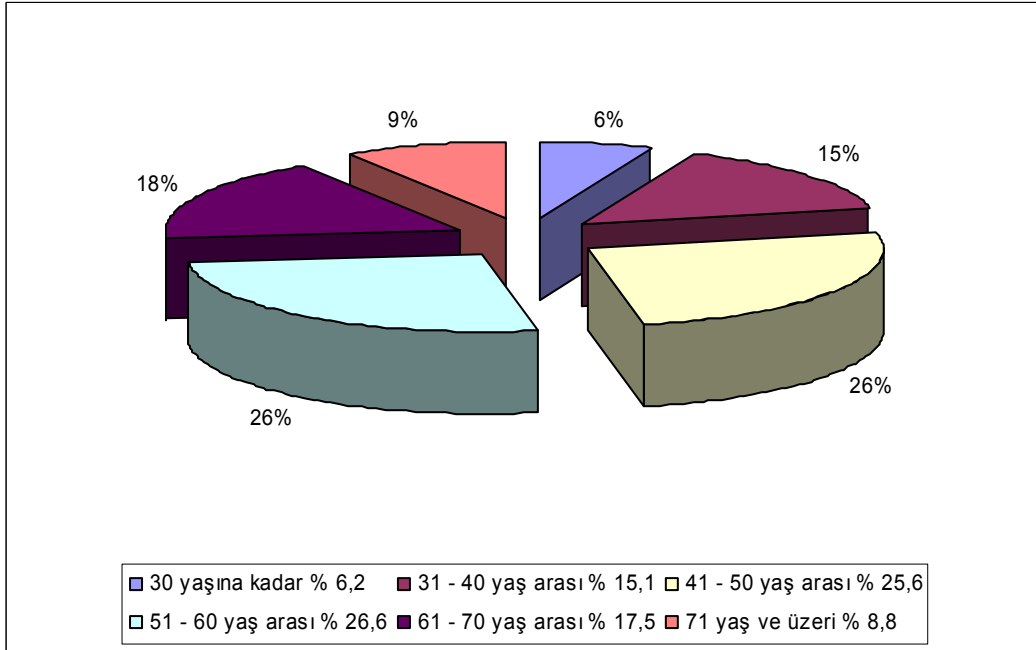
Ayrıca portföylerini çeşitlendirmek isteyen ve plasman portföyüne mobil aynı değerleri dahil etmek isteyen (örneğin bir gemi gibi) hissedarlar için gemi hisseleri oldukça caziptir. Gemi fonlarının statik ilişkisi ve diğer bazı plasmanların çok düşük olmasından, yani gemi hisseleri rantabilitesinin diğer plasman ile negatif bir ilişkiye girmesinden dolayı gemi hisselerinin avantajı portföy karışımında yatmaktadır. Böylelikle gemi hisseleri diğer plasmanın gelişiminden bağımsız olur ve böylece portföyün dengeli bir şekilde çeşitlendirilmesine katkıda bulunmuş olur (Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2004b).

Aşağıda fon taahhüdünde bulunan meslek gruplarının taahhüt hacmine göre yaşları ve cinsiyet dağılımlarını gösteren grafikler sunulmaktadır.



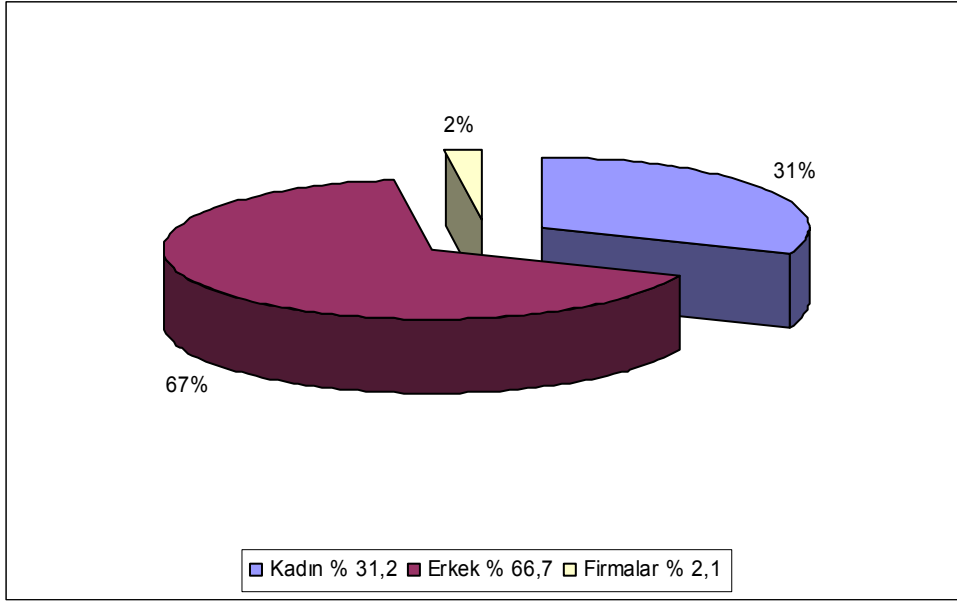
Şekil 8. 2002 yılına ait fon takdim edenlerin meslekleri (Loipfinger, 2003).

Yukarıdaki grafikte görüldüğü gibi fon takdim edenlerden Görevliler % 35,6 ile ilk sırada yer alırken ev hanımları %0,3 ile son sırada yer almaktadır.



Şekil 9. 2002 yılına ait fon takdim edenlerin yaşları (Loipfinger, 2003).

Fon takdim edenlerin % 26,6sının yaş aralığı 51-60 arasında yer almaktadır. 30 yaş altı ise % 6,2 ile fona en az ilgi duyan yaş aralığı olarak karşımıza çıkmaktadır.



Şekil 10. 2002 yılına ait fon takdim edenlerin cinsiyetleri (Loipfinger, 2003)

Fon takdim edenlerde ağırlık % 66,7 ile erkek katılımcılarda yer almaktadır. Firmaların payı ise % 2,1 dir.

9.2. Emisyon Meclisi ve İşletmesinin Yaklaşım Şekli

Emisyon meclisleri, farklı yatırım gruplarıyla uyumlu bir iletişim politikası izlemek zorundadır. Yatırımcı sermayedarlar çoğunlukla detaylı tecrübeler üzerinden mutasarrıf olmaktadır. Federal hükümetin yasaların yürütülmesi ile ilgili olarak eyaletler üzerindeki denetim dairesi (BAV) için gemi hisselerinin giderek cazip hale gelmesi nedeniyle yatırımcı sermayedarlar gün geçtikçe bu katmana ilgi duymaya başlamıştır.

Özel sermayedarlar için plasmanlarının gelişimi hakkında sürekli bilgi edinmeleri açısından cari bir rapor düzenlenmesi önemlidir. Şirketlerin bilgi politikası, yatırımcıların devamlı olarak ve uzlaşılan verilere detaylı ve tam olarak ulaşabilecek şekilde belirlenmelidir. Bilgi materyalleri, bu konu hakkında hiçbir bilgi sahibi olmayan sermayedarın materyali ve

bunun arkasında yatan gerekçeleri anlayacakları bir dilde yazılmalıdır. Kullanılan ifadeler mümkün olduğu kadar objektif ve laf salatasından uzak olmalıdır. Yatırımcılar hisselerin gelişimine yönelik olarak gerçeğe uygun bir teftişe sokabilmelidirler. Bu bilgi politikası özellikle hisselerin objektif bir görüntüsünü elde etmek isteyen yeni yatırımcıların kazanılması için çok önemlidir. Şirketler planlamalarını; yatırımcıların beklentilerinin boşa çıkartılmaması ve şirketlerin tanıtılan değerle mutabık kalınmadığı görüşünün uyanmaması için prospektüs değerlerine ulaşılacak ve hatta bu değerleri aşacak şekilde yayınlamalıdır. Bunun aksi bir durum fonların ve şirketlerin güvenilirliğinin ve imajının zedelenmesine yol açabilir (Lechler, 2003,).

Beklenmeyen piyasa kalkınması nedeniyle çartırı sağlayanın sözleşme yükümlülüğünü yerine getirememesi halinde yatırımcılardan reorganizasyon için ek olarak sermaye koymasını isteme zorunda kalması durumunda olay için girişimcilerin yapması gereken tüm yükü yatırımcılara yüklememek için kendi gelirinin kısmından vazgeçmeye hazır olduğunu göstermektir. Kötü bir yönetimin vuku bulması halinde ise şirket sözleşmelerinde üçüncü bir şahısla yeni bir gemi işletmeciliği sözleşmesinin kapalı olması veya sermayedara yeni bir sözleşme armatörünün tayin edilmemesi öngörülebilecektir. Olumlu bir kriterin olanaklı olmaması ve yönetimin kötü olması halinde fon şirket idaresinin sorumluluktan azledilmesi için yedieminlik şirketi, eksiksiz bir vekalet ile mevcut olmayan ortak için karar verebilecek konumda olmalıdır.

Sayılan tüm bu gerekçeler nedeniyle fon şirketleri bağımsız bir yediemine sahip olmalıdır. Bu tür bir ayrımı ele alan girişimciler, böylelikle kendi prospektüsünde iktisap edebilecekler ve bu tarz açık bir ayrımı ele almayan diğer şirketlere karşı rekabet avantajına da sahip olacaklardır. Ayrıca fon şirketlerinin yapması gereken diğer bir konu, bağımsız bir danışma kurulunun tayin edilmesine izin vermektir. Danışma kurulu, fon şirketi yönetimine danışmanlık yapmalıdır ve yönetime katılma ve kontrol haklarına dayanarak sermayedarın çıkarlarını temsil etmelidir. Komanditer olarak sermayedarlar; ödenen zararların, yüzdelliklerin ve komisyonların piyasa hukukuna uygun olup olmadığını kontrol edebilmek için muhasebe ve evrakları inceleme olanağına sahiptir. Bu durumda deneyimli ve bağımsız danışman olarak danışma kurulu sermayedarın hizmetindedir (Franz, 2004).

Şirketlerin iyi bir stratejisi, ancak hem armatörün kendi varlığı ile hem de emisyon meclisinin uygun bir miktar ile fona iştirak etmeleri halinde var olabilecektir. Bu durum yatırım dayanışmasını sağlamakta ve sermayedar ile armatör yönetimi arasında çıkar kavgası yaratmamaktadır. Çünkü ikisi de aynı çıkarların takibinde olmaktadır. Aynı zamanda sermayedarın, girişimcinin ürünlerinin arkasında olduğu ve bunlara güveni olduğu ikazını da yapmış olacaktır (Woernlein, 2002).

Ayrıca emisyon meclisleri, sermayedar için büyük bir güvence ifade edecek olan gemi birleşimini tanzim edebileceklerdir. Çünkü bu gemi birleşimindeki kapital, farklı gemi büyüklüğü, gemi tipleri ve çartır taksitlerinin geçerlilik süresi üzerine dağılabilecektir. Bu fonların riskleri ancak fon zarfında bir risk emniyetinin vuku bulması halinde indirgenebilir. Farklı gemilerin tahsilatları bir tencere içerisinde kaynamaktadır ve böylelikle düşük çartır taksitleri veya işletme dışı kalan süreler direkt olarak münferit gemilerinin sonuçları üzerinde etkili olacaktır (Deutsche Verkehrszeitung, 2004b).

Ayrıca fon girişimcileri ayarlanan ikinci bir piyasanın oluşumuna destek vermiş olmalıdırlar. Çünkü Saloman & Partner (emisyon meclisi) tahminlerine göre yatırımcıların üçte biri gemi hisselerini öncesinde elden çıkarma hayalini kurmaktadır. Bunların ayrılma gerekçeleri ise, komplike verasetten, planlanan bir portföy değişiminden veya likidasyon darboğazından kaynaklanabilir (Pfeiffer, 2004). Salomon & Partner bu zayıf noktayı 2003 yılında fark etti ve yukarıda sayılan gerekçeler nedeniyle paylarını satmak isteyen sermayedarların paylarını satın aldı. Gerçi sadece başarıyı elde eden, yani uzun bir zamandan beri iyi neticeleri ekonomiye kazandıran gemi fonlarını satın alınmıştır. Bu paylardan, farklı hisselerin kombinasyonu ile belirgin bir güvence ve tek gemi fonuna oranla daha iyi bir getiri şansı sunan yeni bir fon oluşturulmuştur. Aynı zamanda diğer şirketler de bu sorunu fark etmiştir ve şu anda bu tarz bir ikinci piyasa fonu oluşturulmaktadır (Kölle, 2003).

Gemi hisselerinin ve özellikle de iyi neticeler çıkartan gemi hisselerinin her an pazarlanabilir olması emisyon meclisleri için olduğu kadar sermayedarlar için de istenmeğe değer bir durum olmaktadır. Gerçi Börsen AG şirketi (Hannover ve Hamburg borsasının ortak işletme şirketi) tarafından düzenlenen fon payları için bir ticari platform 2002 yılından bu

yana mevcuttur. BÖAG şirketi, kapalı fonlarla sürekli bağlantılı olan geçerlilik süresinin, sermayedarı acil durumlara götürdüğünü fark etmiştir. Borsa bu platformda tarafsız işletmeci olarak faal olmuştur, piyasa düzenini çıkartmıştır ve gidişatı denetleme kurulu aracılığıyla denetlemiştir. Buna karşın ticaret ise aracı şirket tarafından yürütülmüştür. Aracı şirket satıcının satış emirlerini alır ve akabinde uygun bir alıcı bulmaya çalışır. Satıcı payı için asgari bir ücret belirleyebilir. Başarılı bir transferden sonra satıcı ve alıcı her defasında % 2,5 komisyoncu ücreti veya asgari 250 Euro ödemek zorundadır. Bu gelişme gerçekten takdire şayandır ve ikinci bir piyasanın emisyon meclisleri ve borsa angajmanı aracılığıyla genişletileceği umudunu uyandırmaktadır. Bu özellikle emisyon meclisleri için de ek bir satış argümanı sunmaktadır. Çünkü yatırımcılar acil durumlarda paylarını usul dairesinde temlik edebilecekler ve bu şekilde yatırımcılar uzun bir bağlantı süresine atılacaktır (Börsen-Zeitung, 2004).

Yatırımcılar için olan bir diğer güvence de gemi fonları için yapılan vergilerin takdiminde yatmaktadır. Bu yolla büyük bir enformasyon olanağı ve yüksek bir şeffaflığa ulaşılmış olunacaktır. Mevcut riskler üzerindeki tecrübeler, şirketlere olduğu kadar bankalara da riskleri vergiye tabi tutma veya bir tedbir alma olanağını tanımaktadır.

Gemi finansmanının teşebbüs finansmanına olan farkı, krediler geri ödenirken bunun büyük ölçüde tahsilatlardan yapılması ve finanse edilen iktisadi mal değerine çıkmasındadır. Gemi fonlarında söz konusu olan ise tasnifin nesne tasnifi yani gemi tasnifi aracılığıyla sınıflanan özel finansmandır (Stuhlmann, 2003). Gemi hisselerindeki her kredinin kendine özgü bir yapısı vardır ve ilgili acil durumlarda optimal hale getirilmelidir. Gemi fon riski analizleri için beklenen çartır tahsilatları, işletme masrafları ile faiz ve itfa ödemeleri karar kılıcı bir rol oynamaktadır.

Bankalar bu faktörlerden özel bir yöntemle kredi ücretlerini hesaplamaktadırlar. Bu yapılırken dikkate alınan ise para tedarik masraflarıdır, yani bankanın yeniden finanse etmesi, işlem masrafları, asgari öz kapitalin faiz işlemi ve de bankanın aldığı riskler için olan masraflardır. Bankanın kredi için talep etmiş olduğu faiz oranı en azından masrafları karşılamalıdır. Belirtilen faktörlerin kredi masrafları üzerinde etkisi vardır. Esas itibariyle

derecelendirme ve güvenceler, fonun ödemesi gereken risk masraflarını belirlemektedir. Aynı zamanda banka için ek bir güvence olan öz kapital ile kredilerin asgari düşüş safhası vardır. Bu da fon şirketi için derecelendirme ve güvence altına alma ne kadar iyi olursa, öz kapital ile düşüşün gelecekte daha cüzi olacağını ifade eder. Bu durumun yabancı kapital masrafları ve öz kapital rantabilitesi üzerine olan etkisi pozitifdir. Derecelendirilmesi iyi tahakkuk etmemiş bir şirkete oranla iyi bir derecelendirme hedefleyen şirket böylelikle daha düşük yabancı kapital masraflarına ve daha iyi bir öz kapital getirisine sahip olur. Sermayedarın yapması gereken münferit şirketlerin yabancı kapital masrafları hakkında bilgi edinmek ve bunları birbiriyle kıyaslamaktır. Buradan da intikalleri ilgili yatırımın riskine yönlendirme olanağına sahip olur. Diğer şirketlerin üzerinde duran oldukça yüksek faiz oranı da bu konsept riskinin ve güvencesinin optimal olmadığı yargısını uyandırmaktadır (Bösche, 2004). Bundan dolayı gemi fon girişimcileri için iyi bir derecelendirmeyi hedeflemek önemlidir, çünkü ancak bu yolla diğer şirketlere karşı rekabet avantajına ulaşabilirler.

Emisyon meclisleri önemli tüm verileri, uygun sermayedar enformasyonu için pazarlamanın yatırımcılara alan bilgisi verecek şekilde hizmete sunmalıdır. Pazarlama, sermayedara karşı, planlanan yatırımın olası tehlikeleri konusunda ve özellikle mali denetleme şirketi tarafından yapılan kontrollerde prospektüs hazırlığında bir hata bulunmasından sonra yada herhangi bir prospektüs kontrolleri yapılmaması halinde aydınlatmakla yükümlü kılınmıştır. Pazarlama, girişimcinin usul dairesinde yapılan hizmet bilançosu veya olumsuz bir rapor sunumunun ortaya çıkması durumunda, vakit kaybetmeden bu konuda sermayedarı bilgilendirmek zorundadır. Plasman danışmanlarının yatırımcıların hizmetine sadece prospektüs materyallerini sunması yeterli değildir. Aynı zamanda sermayedarın hizmetinde her zaman ehli danışman olarak bulunmalıdır ve ilgili sermayedarın bireysel ihtiyaçlarıyla ilgilenmelidir.

Gemi hissesi katmanındaki pazarlama, görev katılımına yönelik olarak (aracılığı sağlayan bankadır) hatalar konusunda sermayedarı aydınlatmaya tabidir. Bunun gerçekleşmesi halinde sermayedar pazarlama şirketinin borcuna yönelik hissesini çözebilir ve bunları geri çekebilir. Sermayedar için bunun önemi ise sadece parasını geri almak değil aynı zamanda ek olarak mutlak kapital piyasa faizini almasıdır. Yani burada pazarlama için önemli

olan kendini sürekli güncel bulundurması ve sermayedarı vicdanen bilgilendirmesidir (Freisleben, 2004).

Ayrıca gemi hisselerinin katmanı için müşterinin hizmetten ve hisselerden memnun kalması, yanlış bir danışmanlık sonucunda aslında sahip olmak istemediği bir ürünü elde etmemesi için pazarlamanın müşteriye doğru ve gerektirdiği gibi bilgilendirmesi öncelikli bir önem arz etmektedir. Pazarlamanın itibarını yitirmesi halinde bu katman ciddi bozulmalara sahne olur, çünkü bu birçok sermayedarı endişeye sürükleyecektir. Yani şirketler, her zaman pazarlamanın sermayedar açısından işlemlerini yapmasına büyük ihtimam göstermelidir.

9.3. Prospektüs Sorumluluğu ve Yeni Sermayedar Koruma ve Düzeltme Yasası

Bu bölümde prospektüs sorumluluğunun ne olduğu ve bununla ilgili yasal düzenlemeler incelenmektedir.

9.3.1. Prospektüs Sorumluluğu

Prospektüs sorumluluğu başlangıcı, bir prospektüsün kusurlu olduğu, yani prospektüste bulunan verilerin doğru ve tam olmadığı olgusu neticesinden çıkar. Sorumluluğun temeli ise sözleşme çerçevesinde aydınlatma yükümlülüğünün kusurlu olarak yararlanılmasında yatmaktadır. Prospektüs, hissenin isabetli bir resmini sermayedara olanaklı kılmak zorundadır. Yani karar için önemli olan tüm koşullar, alanına uygun, tam ve düzgün işlenmelidir.

Prospektüs, ortalama bir sermayedarın bir bilançoğu okuyabilecek ve prospektüsü anlayacak şekilde yazılmalıdır. Prospektüs genellikle sermayedar için tek ve en önemli bilgi kaynağıdır. Bundan dolayı tüm verilerin eksiksiz ve tam olması oldukça önemlidir. Prospektüste ele alınan ifadeler günümüz yayın anlayışıyla örtüşmelidir. Daha sonra ortaya çıkacak olan malumatlar bu kapsama girmez. Fakat üyelik sözleşmesinin bitimine kadar prospektüs verilerinde bir değişiklik meydana gelirse, bu durum hakkında sermayedarlar derhal ikaz edilecektir. Bunun için bir ek ile prospektüsün tamamlanması yeterlidir.

Hatalar sadece edimlerde çıkmaz, tahminlerde ve değer yargılarında da çıkabilir. Çünkü bunlar temelde yatan enformasyona dayanmaktadır. Prospektüs, şirketin varlık, finans ve likidasyon konumunu doğru olarak vermelidir. Sermayedara prospektüsün hatalı olduğunu göstermekten ziyade prospektüste bulunan verilerin isabetli olduğu gösterilmelidir. Kusurların mükellefiyet dairesine uygun zabitlarda çıkmış olabileceğinin de gösterilmesi gerekir. Sermayedara prospektüs verilmediği iddiasıyla bir girişimci meseleyi örtbas edemez, çünkü bilgilerin çokluğu nedeniyle yatırımcının boş sözlü malumatı yeterli olmaz. İsteklinin gönül rahatlığıyla hisseler hakkında bilgi edinebilme konumunda olabilmesi için alanında uzman enformasyona ve düzenli ve yazılı bir prospektüse ihtiyaç duyulur (Lüdicke v.d., 2005).

Prospektüs sorumluluğunda, dar anlamda prospektüs ve geniş anlamda prospektüs arasındaki fark gözetilmelidir. Ayrıca eski ve yeni hukuki durum arasındaki fark da gözetilmelidir. Bu kısımda açıklamalar eski hukuki duruma göre yapılacaktır. Yeni hukuki durum ise prospektüs görevi ve sermayedarı koruma ve düzeltme yasası bölümünde işlenecektir.

Sorumlu şahıslarda dar prospektüs sorumluluğuna göre söz konusu olan; girişimciler, kurucular, plasman şirketi tasarımcıları, “arka planda olan adamlar” (somut modellerinin dizaynı üzerinde veya şirketin iş ahlakı üzerinde karar kılıcı etkiye sahip şahıslar) ve de garantörlerdir (dışarıda beliren ve belli bir uzmanlık alanına sahip danışmanlar). Sermayedar eksik veya doğru olmadığı yönünde bir malumat almış ise prospektüs sorumluluğu bir yıl sonra sona erer. Böyle bir durumun oluşmaması halinde ise prospektüsün yayınlanmasından sonra üç yıl içinde sona erer.

Diğer bir açıdan prospektüs sorumluluğundaki sorumlu şahıslar; plasman komisyoncuları, plasman danışmanları ve de sözleşme tarafı olarak yedieminlerdir. Açıklamada bir ihlalin söz konusu olması, yani kusurlu veya eksik prospektüsün ibraz edilmesi durumunda, yani prospektüs yayımlandıktan sonra yürürlüğe giren hususlar hakkında sermayedar bilgilendirilmediyse veya prospektüs dışında yanlış taahhütlerde bulunulduysa bu noktadan itibaren sorumluluk başlar. Hak teşekkül ettikten ve sermayedarın hakkını oluşturan hususlar konusunda malumat edindikten sonra veya ağır ihmal olmaksızın talep etmek

zorunda olduğunda 3 yıl sonra zamanaşımına uğrar. Hakkın zaman aşımına uğraması en geç 10 yıl sonra vuku bulur. Hak talebi ancak bir tahribat meydana gelmesinden sonra oluşur (Latham& Watkins, 2004).

Hukuki sonuç ise belirtilen şahısların şahsi ve sınırsız olarak sorumlu olmasıdır. Kandırılan sermayedar sanki sözleşmeyi hiç yapmamış gibi sunulmalıdır. Sermayedarın, mevduatını artı piyasa standardında olan faizi geri ödenmiş olarak alma hakkı vardır. Akabinde ise hisseler aracılığıyla kanıtlanabilir olarak başka bir yatırımda faal olmamışsa ve buradan kendisine bir gelir söz konusu olmamışsa ayrıca tazminat davası açma imkanı da vardır. Prospektüs içerisinde ifade edilen riskler plasman düşüşünün temelini oluşturmadığı sürece sorumluluk hasıl olur. Tazminat hakkı kabulü mahkeme huzurunda gerçekleşir. Şirketlerin prospektüs sorumluluğuna düşmemeleri ve kusurlu prospektüslerle sermayedarın güveni yitirerek itibarını kaybetmemek için prospektüslerin kusursuz olması son derece önemlidir. Bu durum büyük ölçüde itibar kaybına neden olur (Lüdicke v.d., 2005).

9.3.2. Prospektüs Yükümlülüğü ve Sermayedar Koruma ve Düzeltme Yasası

Prospektüs yükümlülüğünü aynı zamanda değerli evrakta rehinli “gri kapital plasmanı“ olarak adlandırılan plasman içinde öngörülmesine yol açan, sermayedarı koruma ıslahına yönelik yasa 01.07.2005 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Burada ele alınan, şahsi şirket olarak organize olan kapalı fonların katmanıdır. Prospektüslerin kontrolleri finansal hizmet denetim federal dairesi tarafından yapılır.

Prospektüs yükümlülüğüne hedef konulması bu konuya yönelik olarak Avrupa Birliği yönetmeliğinin gerçekleştirilmesi ile ilgilidir. Kapalı fonlar katmanında büyük bir şeffaflığın sağlanmış olması gerekir. Yatırımcıların tazminat hakları bu yolla güçlendirilmelidir ve sermayedarlar ciddiye arz etmeyen plasman tekliflerinden korunmalıdır. Prospektüs yükümlülüğü; rehinli olmayan kuruluşun söz konusu olduğu yurtiçinde teklifi sunulan ürünlere ve de ürünler için henüz prospektüs yükümlülüğü bulunmadığı sürece yediemin varlıklarındaki hisseler ve diğer kapalı fonlardaki paylara dayanmaktadır.

Prospektüsler, Mali Hizmetler Denetleme Federal Kurumun'a (Bafin) yayınlanmadan önce tevdi edilmelidir,. Çünkü bunların prospektüs yayımına onay vermesi gerekecektir. Bafin'in bu prospektüsü ibraz edildikten sonra 20 işgünü zarfında kontrol etmiş olması gerekir. Süre tüm evrakların ibraz edilmesiyle başlar. On işgünü zarfında Bafin eksik olan evrakları talep etmelidir. 20 işgünü süresinin dolması halinde şirket, Bafin onay verinceye kadar ürün sınıflaması ile beklemek zorundadır. Çünkü bu otomatik bir lisans varsayımına zemin hazırlamaz. Bunun akabinde süre sonu belli olmayan bir uzamaya gidebilir (Duhnkrack veHasche, 2004). Prospektüsün eksik ve alanına uygun olmaması halinde yayınlanması Bafin tarafından onaylanmaz.

Böyle bir durumun vuku bulması halinde ise şirketler hisseleri sınıflamaya tabi tutamazlar. Prospektüs işlemleri için Bafin tarafından, harç talimatları gereğince, emisyon meclisleri için ek masrafı ifade eden fakat özellikle sermayedarın korunmasını sağlayan bir idari harç tayin olunur.

Prospektüs, bölgeler üstü bir borsa gazetesinde yayınlanır. Arz edenler vakit kaybetmeden yayın yerini ve tarihini Bafin kurumuna bildirmek zorundadırlar. Önemli değişikliklerin vuku bulması halinde şirketler Bafin kurumuna zeyil göndermek zorundadırlar. Emisyoncu ve varlık durumunun tam değerlendirmesini sermayedara olanaklı kılmak için gerekli olan tüm temel ve hukuki veriler prospektüste bulunmak zorundadır. Yediemin paylarının söz konusu olması halinde ise yedieminlik şirketine ait veriler de prospektüste mevcut olmak zorundadır. Prospektüste, Bafin kurumunun içeriğın doğruluğunu kontrol etmediği açıkça ifade edilmek zorundadır. Yıl sonu kontrollerinin yapılmaması halinde ise aynı şekilde bu konuya atıfta bulunulacaktır (Latham&Watkins, 2004).

Yatırımcıyı koruma ve iyileştirme yasasında (AnSVG) kritik olan durum ise emisyon meclislerinin kapalı fonlar ile zor durumda bırakılmış olmasıdır. Sunulan prospektüsün kontrolüne yönelik olarak 20 işgünü süresi oldukça büyük bir hukuki tereddüdü beraberinde getirmektedir. Çünkü Bafin tarafından bir yasaklama mümkün olabileceğinden, süre bitiminden sonra otomatik olarak bir onay varsayımı gerçekleşmemekte, aksine hala emisyon meclisinin yerleşmemesi gibi bir durum ortaya çıkmaktadır (Duhnkrack ve Hasche, 2004).

Bafin kurumunun gerekli insan kaynaklarını ve yeterli ürün bilgisini elinde bulundurmasından dolayı 20 işgünü süresine mutabık kalmasının çok zor olacağı da aşikardır. Ayrıca diğer önemli bir konu, IDW standartları ve VGI-prospektüs standartları tanziminin muhafaza edilip edilmeyeceğidir. Tabiki planlandığı gibi olağan prospektüs standartlarının değerli evrak emisyonu için kullanılmaması, bunun yerine VGI tarafından, özel olarak fonlar üzerine ayrılan kontrol standartlarının uygulamaya konması istenmiş olup bunlar katman üzerine ayrılmıştır ve sermayedar için de ek bir güvence sağlamaktadır.

Bunun akabinde de ayrıca kontrol şirketlerinin içerik kontrolleri için gerekli bilgi birikimini (hemen şimdi-sıfır stok (stok yapılmadan talebe göre üretim yapılması ve böylece alandan tasarruf sağlanması için kullanılan bir yöntem) elinde bulundurmalarından dolayı prospektüsün ayrıca bunlar tarafından kontrol edilmesi istenmeye değer bir durumdur (Ummen, 2004).

Yeni hukuki durum, geniş kapsamlı olarak prospektüs sorumluluğunda değişikliklere yol açmamıştır, tam tersi sadece dar anlamda prospektüs sorumluluğunda değişikliklere gitmiştir. Sermayedarın, prospektüs yayınlanmadan önce ve ilk açık tekliften sonra altı aylık bir süre zarfında varlık plasmanını yurtiçinde iktisap etmiş olması gerekir. Yeni hukuki duruma göre sorumlu şahıslar; prospektüsten sorumlu şahıslardan ve prospektüs genelgesinin çıkışını sağlayan şahıslardan oluşmaktadır. Zamanaşımı süresinde hiçbir şey değişmemiştir. Prospektüsün yayınlanması görevi tecrübesine sermayedarın sahip olduğu varsayıldığından, bir prospektüs eksik olduğunda plasman emisyoncusu ve arz eden sorumlu tutulur (Latham&Watkins, 2004).

X. TÜRK ŞİRKETLERİ İÇİN BİR UYGULAMA ÖRNEĞİ

Almanya'daki KG sistemine girecek olan Almanya dışındaki müteşebbisler için bazı yasal zorunluluklar vardır. Bunların en önemlisi hisseleri satılacak olan gemilerin işletmesinin(Management) Almanya'da yapılmasıdır. Asıl olan gemi işletmesinin Almanya'da ki bir şirket tarafından Almanya'da gerçekleştirilmesidir. Bu şirketin müteşebbis firmaya ait olması uygun olacaktır. Diğer bir zorunluluk ise daha önceki bölümlerde bahsedilen bir Emisyon Meclisi ile çalışmaktır. Şüphesiz ki kredi veren bir banka tüm bu oluşumların ardında olacaktır.

Bu bölümde Türk şirketleri için bir uygulama yapılarak, özellikle KG piyasasına girecek Türk şirketleri için yapılacaklar ve tavsiyeler Gemi İşletme Şirketi ve Emisyon Meclisi için belirtilecek ve örnek bir projeksiyon sunulacaktır.

10.1. Araştırmanın Amacı

Denizcilikte finansman; ana faaliyeti gemi yapımı ve işletmeciliği olan firmaların fon temini ve kullanımı ile fon getiri ve maliyetlerinin belirlenmesine ilişkin konuları ifade eder. Gemicilikte finansmanın başlıca karar noktası, gemi alım ve satımına ilişkindir. İkinci adım ise, gemide taşınan yükün birim fiyatları ile ilgili olarak navlun piyasalarıdır.

Finansman yöntemleri genel olarak projelerin kazanç, risk ve vade yapılarına göre değişmektedir. Armatörler, fon sağlayanlardan genelde, daha uzun vadede düşük ve sabit faizli kredi talep ederler. Ancak, yatırımın oldukça büyük tutarlarda olması buna karşılık beklenebilecek kazançların uzun vadeye yayılması ve belirsizlik içermesi kredi imkanlarını kısıtlamaktadır (Erdoğan ve Madak, 1999). Öte yandan Türkiye'deki denizcilik sektörü son yıllarda yüksek bir ivmeyle büyümektedir. Son 20 yılda sektör toplam 3.5 milyar dolar yatırım gerçekleştirirken son bir yılda Türk armatörlerinin Uzakdoğu tersanelerine 1.5 milyar dolar, Türkiye'deki tersanelere ise 500 milyon dolar tutarında gemi siparişi vermiştir.

Bu da Türk armatörleri için gemi finansman yöntemlerini ve finansman fırsatlarını daha önemli hale getirmiştir. Bu doğrultuda bu çalışmanın amacı denizcilik sektörü için gemi finansman yöntemlerinden KG sisteminin incelenmesi ve Türk armatörlerine kılavuz olacak bir kaynağın oluşmasıdır.

10.2.Araştırmanın Konusu ve Kapsamı

Bu araştırmada öncelikle Türk şirketlerinin Almanya'daki KG sistemine katılımı için yapması gerekenler tüm yönleri ile incelenmektedir. Ayrıca KG sisteminde olduğu varsayılan örnek X şirketi için örnek projeksiyon yapılmaktadır.

10.3.Araştırmanın Kısıtları

Araştırma keşifsel ve kalitatif bir araştırma türüdür. Türkiye'deki KG sistemine girmiş 2 armatör firma üzerinde yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar, süreç ve prosedürler aynı olduğu için KG sistemine girmek isteyen tüm armatörler için genellenebilecektir.

10.4.Araştırmada Veri Toplama Yöntemi

Araştırmada veri toplama yöntemi olarak KG sistemine girmiş 2 firmanın yetkilileri ile yüzyüze görüşme, hazırlanmış dokümanların incelenmesi ve kişisel bilgi / deneyimler kullanılmıştır. Derinlemesine mülakat tekniği kullanılarak karmaşık ve teknik konular incelenebilmiştir.

Projeksiyon tablosundaki veriler için; KG Piyasa Raporları, Gemi Piyasa Raporları, Vergi Dairesi Teamülleri kullanılmıştır

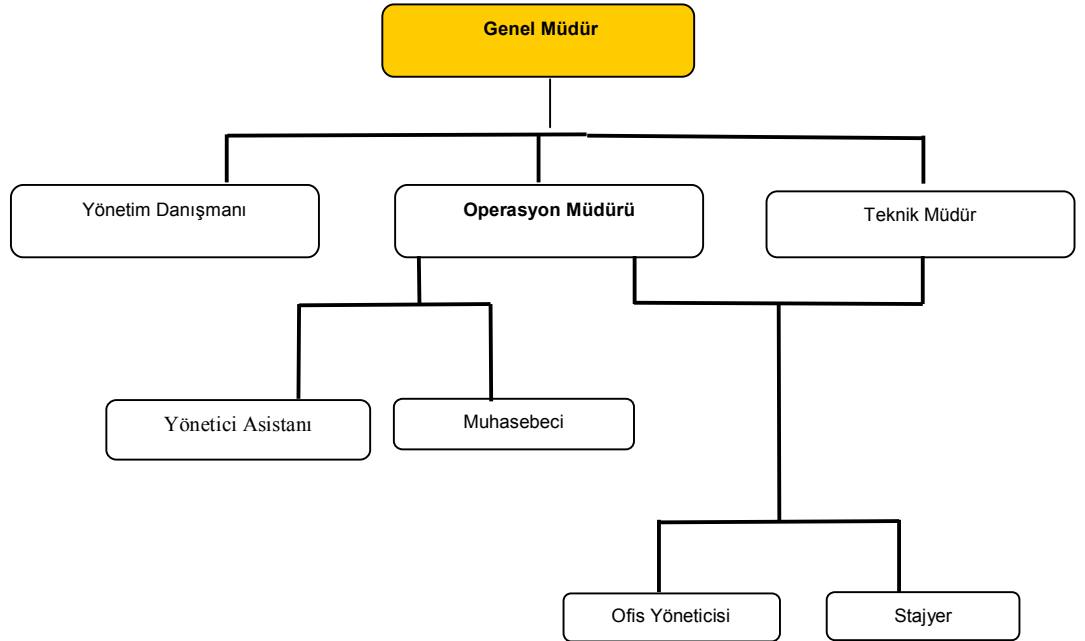
10.5. Araştırma Bulguları ve Analizi

10.5.1. Kurulacak veya İştirak Edilecek Şirketlerin Yapıları

Bu bölümde gemi işletme şirketi ve emisyon meclisinin yapılarından bahsedilmektedir.

10.5.1.1. Gemi İşletme Şirketi

Almanya’da kurulacak gemi işletme şirketinin organizasyonunda öncelikle Genel Müdür (Managing Director) bulunması gerekmektedir. Organizasyonda Genel Müdür altında operasyon müdürü, teknik müdür ve personelle ilgili bir kişi bulunması her ne kadar işletilen gemi sayısı ile orantılı olsa da gereklidir. Bu, işletme şirketinde olması gereken asgari organizasyon şeklidir. Her ne kadar gemiler Almanya’dan idare edilecekse de Türkiye’deki ana şirketle bağlantı sağlayacak Türkiye’de sorumlu bir kişi atanmalıdır. Yönetim (Management) şirketi Türkiye’deki ana şirketin olanaklarından yararlanarak maliyetlerini düşük tutabilir.



Şekil 11. Gemi işletme şirketi organizasyon şeması

Yukarıdaki organizasyon şemasında yer alan Genel Müdür (Ek 1), Operasyon Müdürü (Ek 2), Teknik Müdür (Ek 3) pozisyonlarının görev tanımlarına Ek'de yer verilmektedir.

Yukarıda bahsedilen Türkiye'deki ana şirketle bağlantıyı sağlayacak bir danışman veya koordinatör Türkiye'deki ana şirketten seçilmeli ve bu kişi ile Gemi İşletme Şirketi arasında bir danışmanlık anlaşması şeklinde yasal bir bağ bulunmalıdır.

Bu şekilde:

- Türkiye bağlantılı çalışan gemilerde acentelik hizmetleri ana şirket tarafından yapılabilir
- Ana şirket tarafından Türk limanlarında yapılacak bakım onarım işlerinde Almanya'daki şirkete fatura kesilmesinde kolaylıklar yaşanabilir
- KG prosedürü gereği zabitanların işe alınmasında Almanya'daki şirket yetkili ise de bahsedilen danışmanlık anlaşması ile işe alımlar danışman kişiye verilebilir. Böylece ana şirketin işe alma prosedürü ve politikası devam ettirilebilir.
- Danışmanın Almanya'daki şirketin yıllık ISM şirket denetlemelerinde Almanya'daki şirkette bulunması yararlar sağlayacaktır
- Danışmana 2.5 yıllık ISG gemi denetlemelerini yapması için yetki verilebilir. Bu şekilde Türkiye'de yakın çalışılan klas kuruluşları kullanılabilir.
- Her ne kadar zabitanın Almanya'daki gemi işletme şirketi tarafından veya yetkilendirdiği kişi tarafından işe alınması gerekli ise de gemi adamlarının iş alınması yine yapılacak bir personel anlaşması ile Türkiye'deki şirket tarafından yapılabilir.
- Danışmanlık ve personel anlaşması ile Türkiye'deki ana şirkete ayrı bir gelir yaratılır

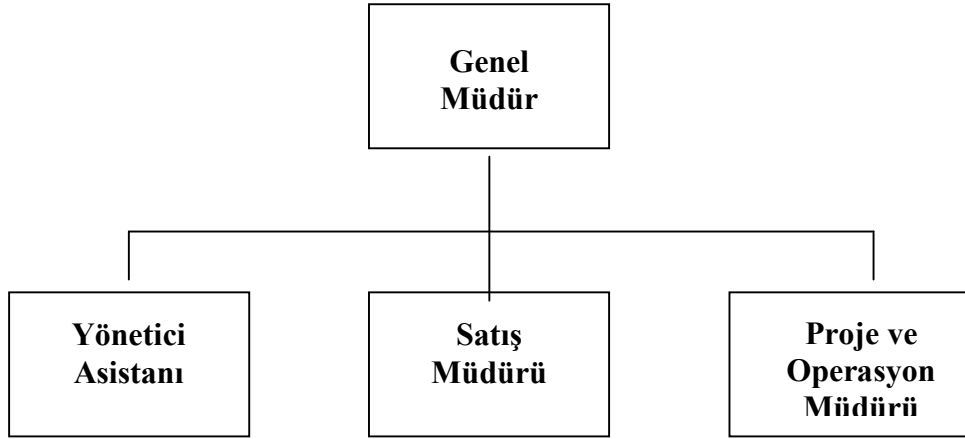
10.5.1.2. Emisyon Meclisi

Emisyon Meclisi şirketi kullanılması iki şekilde olabilir. Birincisi piyasada faaliyet gösteren şirketlerden biri ile çalışmak, diğeri ise kendi emisyon meclisini kurmaktır.

Daha önceki bölümde Emisyon Meclisi şirketinin görevlerine değinmiştik. Kurulacak olan şirketlerin hisselerinin pazarlanması ile özetlenecek bu şirkette kesin olarak Alman vatandaşları olması gereklidir.

Piyasadaki emisyon meclisi şirketleri ile çalışılması daha pratik olarak gözükmesine rağmen uygulamada çeşitli zorluklar ve anlaşmazlıklarla karşılaşılabilir. Bu yüzden daha zor gözükken kendi emisyon meclisi şirketini kurmak uzun vadede yararlıdır.

Bu şirkette asgari olarak bir Genel Müdür (Managing Director) , bir Satış Müdürü ve bir Asistan olmalıdır. Bu kişilerin minimum 5 yıl benzer şirketlerde çalışmış olması tercih edilmelidir.



Şekil 12. Emisyon Meclisi Organizasyon Şeması

Yukarıdaki organizasyon şemasında yer alan Genel Müdür (Ek 4), Satış Müdürü (Ek 5) ve Proje ve Operasyon Müdürü (Ek 6) pozisyonlarının görev tanımlarına Ek'de yer verilmektedir.

10.5.2. Bayrak Değiştirme Prosedürü

KG sistemine girecek olan gemiler genelde 2.el olup ve genelde Türkiye’de bulunan ana şirketin gemileridir. Ana şirketteki gemilerin KG ye satılması işlemi pratikte şirket içi satış olarak gözükmesine rağmen aslında yabancı bir şirkete geminin satılıp bayrağının değişmesi anlamına gelir.

Bu bağlamda gemilerin KG sistemine girmesi için izlenecek yol aşağıda prosedür halinde bahsedilmiştir.

KG SATIŞI

Holding bağlısı şirketlerin sahip oldukları gemilerin KG finans sistemine girmesi amacıyla Almanya Hamburg’da kurulu olan şirketlere satılması işlemidir.

Öncelikle Hamburg’da KG sistemi için gerekli olan armatör şirket kurulur. Bu şirketin Emissionhause kanalıyla proje finansı yapılır. Anlaşılan banka ile söz konusu şirketin kredi anlaşması yapılır ve kredi anlaşması (loan agreement) imzalanır. Belirlenen bayrak değişimi (flag exchange) gününden minimum 3 hafta önce satıcı şirket tarafından teşvik belgesi orijinali eklenerek Hazine Müsteşarlığı’na İhraç İzin Belgesi için dilekçe ile başvuru yapılır. Bu belge Hazine Müsteşarlığı tarafından hangi gümrükten gemi çıkacak ise o gümrük müdürlüğüne direk gönderilir. (Başvuruda hangi gümrük olacağı belirtilmelidir ve değiştirilemez) Satıştan 3 hafta önce başvurulmalıdır. Belgeden fotokopi alınarak bu fotokopi liman başkanlığına verilir. Ardından Alman Bankası’nın Türkiye’deki temsilci avukatlık şirketi ile temasa geçilir.

Avukatlık şirketinin istediği belgeler:

Geminin Sahibi şirketin;

- ANA SÖZLEŞMESİ'nin yayımlandığı TİCARET SİCİLİ GAZETESİ ile Deniz Ticaret Odası FAALİYET BELGESİ,

- Kuruludan bugüne kadar şirket ana sözleşmesinde (mevzuu, sermaye artırımı, adres, hissedarlar vb.) yapılan bütün değişiklikleri gösterir TİCARET SİCİLİ GAZETELERİ, İMZA SİRKÜLERİ,
- Satışa ilişkin imzalı MOA, (MOA'nın imzaya hazır son hali yeterlidir)
- M/V gemisinin Gemi Sicil Tasdiknamesi ve Klas Belgesi.

Bu evraklar hazırlanıp avukatlık şirketine teslim edilince kendileri tarafından Yönetim Kurulu kararı ve yetki belgesi hazırlanır. Avukatlık şirketine satışa yetkili olacak kişilerin isimleri bildirilir. (eğer Alman Bankası'nın temsilcisi avukatlık şirketi yoksa ve yönetim kurulu kararı şirket tarafından yazılacaksa taslak mutlaka Almanya'daki banka avukatına onaylatılmalı). Bu karar ve yetki belgesi armatör firma tarafından 3'er adet olarak apostil yapılır. Bu karar ve yetki belgesinin 1 orijinal seti sicile, 1 orijinal seti avukatlık bürosuna, 1 orijinal seti de satıştan önce Almanya'ya gönderilir.

Limana (sicile) Verilecek Evraklar

- Satış dilekçesi
- Gemi Satış Senedi (Bill of Sale – B/S) ve Tercümesi (Apostilli aslı ve tercümesi yoksa noter veya konsolosluk tasdikli sureti ve tercümesi)
- Gemi tasdiknamesi (Gemi sicil memurluğuna terkin dosyasına konmak üzere iadesi) Fotokopisi ile birlikte taahhütname verilir. Gemiden orijinali satış esnasında alınıp limana verilir ve taahhütname geri alınır
- Gümrük çıkış beyannamesi: Taahhütname verilir. Gümrükleme şirketi ihraç limanı gümrük müdürlüğünden alıp verir
- DAB (Döviz alım belgesi) : Taahhütname verilir. İlgili bankadan alınır ardından sicile teslim edilir
- Yönetim kurulu kararı ve yetki belgesi (noter tasdikli)
- Teşvikli gemilerde teşvik belgesi (Satışa engel olmadığına dair)
- Vergi dairesinden satıcının gemi ile ilgili vergi borcu yoktur yazısı
- Denize elverişlilik belgesi : Fotokopisi ile birlikte taahhütname verilir. Gemiden orijinali satış esnasında alınıp limana verilir ve taahhütname geri alınır
- Fatura fotokopisi

- Kaptan talimatnamesi : Taahhütname verilir. Gemiden orijinali satış esnasında alınıp limana verilir ve taahhütname geri alınır

Bu arada satıcı armatör şirketin Muhasebe Departmanı aşağıdaki evrakları hazırlar:

- Vergi dairesinden satıcının gemi ile ilgili borcu olmadığına dair vergi borcu yoktur belgesi (1 adet) (Gemi sicil için)
- Faaliyet Belgesi (1 adet) (Avukatlık bürosu için)
- Gemi faturasının kesilmesi (1 adet) (Sicil için)
- İmza sirküleri ve ek imza sirküsü gazetesi (1 adet) (Avukatlık bürosu için)
- Yönetim Kurulu gazetesi (1 adet) (Avukatlık bürosu için)
- Kuruluş gazetesi ve tadil gazetesi (1 adet) (Avukatlık bürosu için)
- Teşvikli gemilerde teşvik belgesi(Satışa engel olmadığına dair)

Istanbul Operasyon Departmanı'nın yapacağı işler :

- İmza sirkülerinin ve yetki belgelerinin kontrolü
- Avukatlık bürosu tarafından limandan ipotek kaldırılmasının gözetimi
- Limanda 2.sicile verilecek dilekçenin hazırlanması ve verilmesi
- B/S hazırlanması (Almanya'da avukat tarafından hazırlanması durumunda tercümesi hazırlanıp noter tasdik ve apostilli olarak sicile verilecektir)
- TUGS tasdiknamesinin iadesi için limana taahhüt verilmesi
- Denize elverişlilik belgesinin taahhütnamesi
- Satıştan itibaren 15 gün süre içerisinde Gümrük Çıkış Beyannamesinin verilmesi(Önceden taahhütnamesi verilecektir)
- DzKK nın verdiği Kaptan Talimatı'nın gemiden alınıp limandaki sivil savunma bölümüne verilmesi. (Önceden taahhütnamesi verilecektir)
- Limandan ilgili CSR nin alınması
- Class'a serbest bırakma (release) yazısı yazılması
- Class'a teyit belgesi (class confirmation) talebi yapılması.(72 saat öncesinin tarihi olmalıdır ancak confirmasyon yazısının Amerika dan geleceği göz önüne alınarak 1 gün önceden ABS ten talep yapılmalıdır)

- P&I, H&M ve Strike sigortalarından tekrar sigortalanacağına dair teyitlerin (endorsement letter) alınması
- ISPS manuelinin hazırlanması ve ABS'e tasdike gönderilmesi.
- ISM manuelinin hazırlanması ve gemiye iletilmesi
- Personel sertifikalarının ve MI 300 cd lerinin gemiye verilmesi
- Geminin kıç tarafına bağlama limanı isminin yazılması (Tersaneden şablon hazırlanması)
- Can salı ve can yeleklerindeki bağlama limanı yazılarının değiştirilmesi
- ABS in yetkilendirdiği firmanın GMDSS datalarının girmesinin sağlanması (Satıştan itibaren 6 ay süresi vardır)
- Köprü üstü ve alabandalardaki çağrı işaretlerinin değiştirilmesi
- ABS tarafından yapılacak tonaj surveyi için temiz 2 adet Genel Yerleşim (general arrangement) Planının sağlanması
- Yakıt surveyi yapacak firmanın organizasyonu
- Gemi jurnallerinin, gemi gizine çekilecek 1.5 yapraklık 2 adet Türk bayrağının satın alınması
- Yeni gemi mühürlerinin hazırlanması
- Marshall bayrağının temini
- DAB (Döviz alım belgesi) : Öncelikle sicile taahhütname verilir ardından aslı alınıp sicile verilir. Gemi satış bedelinin transfer edileceği bankadan alınır. Satıştan sonra 180 gün içinde alınmalıdır.

- B/S : B/S'in Almanya'da avukat tarafından draftı hazırlanır B/S Türkiye'de önceden veya Almanya'da satış günü veya öncesi, Yönetim Kurulu'nun yetki verdiği kişi tarafından imzalanır. Türkiye'de tercümesi noter tasdiki ve apostili 4 nüsha yapılır(Apostil tarihi satış tarihinden max 3 iş günü önce olmalıdır). Sicildeki işlemlerde B/S'in orijinali istenir. Avukatlık bürosuna kopyası verilir. Eğer B/S İstanbul'da imzalandıysa Almanya'ya fakslanır (tasdikli apostilli olarak) ve 2 nüshası Almanya'ya şirketin ve bankanın avukatına vermek üzere satıştan önce gönderilir.

Sicilde Yapılan İşlemler:

Sicile verilecek evraklar bölümünde belirtilen dokümanlar satıştan birkaç gün önce sicilde karşılıklı kontrol edilir. Aynı kontrol gümrükleme şirketi ile de yapılmalıdır.

Satış günü ilgili evrakların bulunduğu dosya sicil memurluğuna verilir. Avukat tarafından ipotek kaldırılır. Satıcı firma tarafından terkin yazısı alınır. Bu terkin yazısı avukat tarafından kendi ofisinde bankasına bildirilir. Ardından terkin yazısı İstanbul operasyon departmanı tarafından gümrükleme şirketine verilir. Gümrük işlemlerinin bitiminden sonra terkin yazısı satıcı firmaya gelir ve orada kalır. Eger avukat kullanılmıyor ise terkin yazısının tercümesi İstanbul operasyon departmanı tarafından yapıp Almanya'ya gönderilir.

Bu arada sicilden ivedilikle CSR alınır ve yeni armatöre ve gemiye iletilir. Sicile taahhütname verilmiş evrakların aslı sicile teslim edilir. Bu evraklar:

- TUGS tasdiknamesi
- Denize elverişlilik belgesi
- Gümrük çıkış beyannamesi
- DzKK Kaptan talimatı
- DAB(Döviz alım belgesi)

Gemi satışından sonra ihraç belgelerinin hazırlanması için gümrüğe sunulacak dosya evrakları: Eğer satış İstanbul da yapılırsa bu evraklar sicildeki işlemi müteakip gümrükleme şirketine hemen verilir. Satış İzmir'de olduğu takdirde zamandan kazanmak amacıyla bu evraklar terkin belgesi hariç 1 gün önceden gümrükleme şirketine verilir. Satışı müteakip alınan terkin yazısı İzmir gümrüğüne fakslanır ve aslı ilk uçakla İzmir'e gönderilmek üzere gümrükleme şirketine teslim edilir

- Fatura aslı
- Vergi dairesi izin yazısının aslı
- Hazine Müsteşarlığı'nın ihraç müsaade yazısının aslı
- Yatırım teşvik belgesinin aslı
- Terkin belgesinin aslı
- Denize elverişlilik belgesinin kopyası

- Class belgesinin kopyası
- Tercüme edilmiş MOA

Bu dosya gümrüğe sunulduktan sonra ihraç belgesi olarak taşıtın Türkiye gümrük bölgesinden en son ayrıldığı deniz limanı gümrük muhafaza görevlilerince düzenlenmiş ve taşıtın Türkiye gümrük bölgesi dışına çıktığını belirten TC Gümrük Beyannamesi Gümrükleme şirketi tarafından alınır.

Almanya Gemi İşletme Şirketi :

- Yeni bayrak devleti'nden (Marshall Islands-MI) sicil işlemleri (registration fee) için teklif alınır (money sheet)
- Başvurular (application) MI avukatı tarafından sağlanır
- MOA avukat tarafından hazırlanır
- MOA imzalanması için İstanbul'a gider. Alıcı olarak KG şirket temsilcileri imzalar
- Bayrak değişim işlemleri için İstanbul ABS'i yetkilendirmeleri için Hamburg ABS'e talimat verilir
- MI'dan çağrı adı, sicil numarası, MMSI numarası alınır
- Kredi anlaşması takibi yapılır

Yukarıda bahsedilen işlemler ve dökümanlar ilgililer tarafından hazırlanınca satış sırasında satıcı olarak İcra Kurulu başkanı, alıcı olarak KG firma temsilcileri Hamburg'da avukatın ofisinde hazır bulunurlar. İstanbul'da sicilden düşme (deletion of morgage) temsilci avukat tarafından yapılır. Teslim protokolu (protocol of delivery) ve kabul belgesi (acceptance) imzalanarak Alman siciline kayıt yapılır. Bayrakdan çıkma müzadesi (flagging out permission) alınır. Marshall Adaları siciline (MI) çıplak kiralama kaydı (bareboat registry) yapılır. Kredi satıcının hesabına geçer. Daha önce hazırlanmış olan kira sözleşmesi (TC agreement), gerek var ise alt kira sözleşmesi (sub charter agreement) ve personel idaresi (crew management agreement) anlaşmaları devreye girer.

Satıştan sonraki gün bayrak değişiminde yapılan yağ yakıt sürveyi değerlerine göre İstanbul operasyon departmanı tarafından yağ ile ilgili fatura draftı hazırlanır ve armatör firmanın muhasebesi tarafından alıcı firmaya fatura edilir.

10.5.3. Örnek Projeksiyon

Örnek projeksiyonda proje süresi içerisindeki tüm detaylar Ek 1-8 arasında belirtilmektedir.

Bu tablonun hesaplanmasında özel bir formüle sahip bulunan bir Excel programı kullanılmaktadır.

Örnek Projeksiyon Tablosu Açıklaması :

Ek 7 : Tonaj vergisi (tonnage tax) başlama zamanı projenin başlama zamanı ile aynıdır. Yatırımcı Euro yatırmakla birlikte gemi harcamaları USD bazında olduğu için parite (exchange rate) özellikle belirtilir. Son birkaç yılda USD nin Euro karşısında zayıf seyretmesi sistemden kazançları çoğaltmaktadır. Tabloda, gemi işletme şirketinin payı, belli rezervler ve harcamalar açıkça belirtilmiştir. Finansa katılan taraflar oranları ile bahsedilmiştir

INVESTMENT : Yatırım

Yatırım bölümündeki kalemler

Purchase price : Projeksiyonda söz konusu olan 2 adet geminin fiyatı.57,540(000) €
Professional cost : Piyasa değerlendirme ücreti, banka ve avukat ücretleri
Managing Owner Fee : Gemi işletme şirketinin ücreti
Conception Fee : Emisyon meclisi ücreti (Hesap düzenlemesi için)
Marketing and Structuring Fee : Sales partner denilen satışı yapacak şirketin ücreti, düzenlenecek toplantı vs lerin bedeli

Placement fee	: Satış yapacak şirketlerin (sales partner) verdikleri garantinin ücreti. Bu tabloda yatırımcı grup tarafından garanti verildiği için sıfırdır.
Placement fee 1 reg.	: Satış şirketine ödenir.
Trustee	: Sadece yatırım başlangıcında bir kez ödenen yediemin ücreti
Interest	: Banka faizi
Agio(Investor capital)	: Yatırımcıların koyduğu sermaye
Interest	: Köprü finansındaki satıcı kredi faizi

FINANCING (Finansman)

Finans bölümündeki kalemler

Bank Loan 1	: 1. geminin banka kredisi
Bank Loan 2	: 2. geminin banka kredisi
Part earnings from	
15 months operation	: %15 tutarındaki satıcı kredisi. Böylece yatırımcı firma %15 hisse alır.
Seller, manager,	
Owner issuing house	: KG kuruluş sermayesi
Scrap Value	: Geminin hurda değeri
Repayment installment	: Yıllık geri ödeme periyodu
Repayment period	: Yıllık geri ödeme süresi (yıl olarak)
MoA Price	: Gemi satış sözleşmesi fiyatı
Extra costs	: Gemi başına MoA da belirtilen 20,000 € satış masrafları

T€	Ex. Rate Bank Gr.
15,750	1.00
24,500	1.00
40,250	%70.8

Gemi fiyatlarının %70'i banka finansmanı.

Terms

Proje süresi 17,085 yıl olup Tonaj Vergisi Modeli 2007 yılından itibaren uygulanacaktır.

Specification

III.Charter (Kira)

Time charter in T\$ p.d. : Günlük usd cinsi kira bedeli

Time charter in T€ p.d. : Günlük euro cinsi kira bedeli

Broker commissions : Brokerlik komisyonu

Management Fee : Günlük kira üzerinden alınan işletme firması ücretinin oranı.

Costs (Masraflar)

Running costs in \$ p.day : Gemilerin USD cinsinde sabit günlük gideri

Increase in % : Sabit günlük giderin her yıl artma oranı

Administration cost : Yönetim kurulu raporlama masrafları, hesapların tutulması vs

Increase in % : Bu masrafların yıllık artış oranı

Trustee per year : Toplantıların hazırlanması, ilgili mektuplar, evraklar için masraf

V.Interest for investor capital : Satıcı kredisi ve köprü finans için yıllara göre faizler

Toplam finans : %70 banka kredisi + % 15 satıcı kredisi + %15 yatırımcıların katkısı
Bu katkı ,satış hemen gerçekleşmeyeceği için köprü finansından önce karşılanır. %5 ilaveten ihtiyati finans olarak da alınır. Böylece %105 finans sağlanır. Bu şekilde % 70 banka kredisi proje sonunda ödenince yatırımcı şirketin %15'i ve katılımcıların %15'i geminin borcu bittiği için projeye konu geminin %100'üne sahip olur.

Silent Partnership

Şayet banka kredisi proje sonunda bitirilemez ise banka projeye ödenmemiş kredi oranında ortak olur ve bu ortaklıkta adı silent partnership olarak geçer. Bahse konu projeksiyon da geçerli değildir.

VII. Various

- Delivery month : Geminin teslim ayı
- Delivery year : Geminin teslim yılı
- Provision for trustee : Administration cost un bir bölümüdür
- Liability fee : KG danışmanlık ücreti
- Selling price : Geminin proje sonu satış fiyatıdır. Bu projeksiyonda yatırımcı şirket %30 olarak put option koyarak gemiyi proje sonunda satış bedelinin %30 un da geri almayı taahhüt etmiştir.
- Selling provision : Gemi satışındaki alım satım brokeri ücretidir. Bu projede geçerli değildir.
- Selling provision trustee : Gemi alımında olduğu gibi satışında bir kereye mahsus yediyemine ödenen miktardır.
- Selling year : Projenin bitip geminin satılacağı yıldır.

VIII. Investor capital

Yatırımcı sermayesidir. Ödeme şekli. Tüm meblağın %105 olarak 2.yılda toplanacağı belirtilmiştir.

Investment share in Euro : Euro cinsinden yatırım hissesi basitleştirmek için 100,000 Euro kabul edilmiştir.

Net tonnage : Gemi net tonudur.

Ek 8 : Geminin hurda değeri vardır. Hurda değeri proje başlangıç yılındaki market değeri üzerindedir. Son birkaç yılda denizcilik sektörünün çok iyi gitmesi ile hurda değerleri çok yükselmiştir.

Operation days : Yıllara göre gemilerin (bu projede iki gemi) çalışacağı kira dışı kalacak zamanlar (bakım vs) düşülerek gün sayılarıdır.

TC € p.d.	: Gemilerin € cinsinden yıllara göre değişen kira bedelleri
Rate \$/€	: USD EURO paritesi
TC gross p.a.	: Brüt yıllık kira geliri
Broker commissions	: Broker komisyonu
Management fee	: İşletme firmasının projedeki oran üzerinden işletme masrafı
Net TC p.a.	: Net yıllık kira geliri
Liability fee	: Sorumluluk ücreti
Administration cost	: Yönetim gideri
GERman business tax:	Alman iş vergisi
Interests Loan 1+2	: 1. ve 2. geminin kredi faizleri
Repayment Loan 1+2	: 1. ve 2. geminin kredi gemi ödemeleri
Exchange rate diff.	: Parite farkı
Interest investment capital	: Yatırımcı sermayesinin faizi
Cash flow p.a. 1	: 1.gemin nakit akışı
Liquidity	: Likidite. Banka kredisi ve nakit akışının toplamı
Repayments in % of capital	: Yatırımcı geri ödemeleri
Liquidity after repayments	: Geri ödemelerden sonra likidite
Repayment of seller's credit	: Satıcı kredisinin geri ödemesi
Liquidity after repayments/dividends	: tüm geri ödemelerden sonraki likidite

Ek 9 : Uzun dönem kiralama ile ilgili değerler bulunmaktadır.

Tax book value	: Defter değeri
Soft costs	: İlk alımda düşülen değer
Scrap value	: Hurda değeri
Depreciation	: Yaşlandırma
Tax result	: Vergi sonu
Tax result kum.	: Kümülatif vergi sonu

Final Balance (TEUR)

Bu bölümde proje sonunda likidite ve masraflar çıktıktan sonra satış fiyatı gösterilir. Fakat en önemlisi Tax result cumulative denilen bölümde bu projenin vergi doğurduğu yani kara geçen bir proje olduğu belirtilir. Final balance'da ortaya konulmuş 17169 rakamı 1.sayfadaki Bölüm VII.Various de belirtilen put option yani geri alım garantisi verilmiş geminin değerinin %30 u olan fiyattır. Eğer bu opsiyon olmasaydı proje sonundaki gemi değeri için tahminde bulunulacaktı bu da genelde %20 civarı olacak idi.

Sayfa nın sağ alt köşesinde :

Gewinnerzielungsabsicht : Kar etme niyeti

Endabrechnung : Nihai hesap

Ausschüttungen : Geri ödenecek yatırımcı mevduatı

Ergebnis : Sonuç

Bu bölümde kar elde edildiği ve yatırımcı mevduatının pozitif olduğu gösterilir.

Ek 10 : Geminin sabit giderleri (running cost) ve onların senelik artışları ile idari giderlerinden ve onların yıllık artışlarından bahsedilir. Bu bölümde banka kredilerinin geri ödemeleri ve faizleri detaylı olarak gösterilir. 1. kısımdaki Financing bölümündeki Bank Loan 1 ve Bank Loan 2 nin açıklımıdır.

Ek 11 ve Ek 12. : Yatırımcı gelirleri tahmini vardır.

Ek 11'in üst bölümünde 2. sayfada bahsedilen German Business Tax denilen Alman İş vergisi nin (bir tür kurumlar vergisi) hesaplaması bulunmaktadır.

Orta bölümde Tonaj vergisinin hesaplaması gösterilmektedir.

En alt bölümde :

NRZ : Net gemi tonajı.

Tonaj vergisinin esasını oluşturan kar edilse edilmese de verginin uygulanması mantığı burada karşımıza çıkmaktadır.

Nihai olarak tonaj vergisi burada belirtilir. Bileşik modellerde uygulanan tonaj vergisi ve kurumlar vergisi bu bölümde birleştirilerek projeksiyona yansıtılır.

Ek 12’de geminin kazançları ve masrafları belirtilir. Proje yılları boyunca kira gelirleri (Time charter rates) aracı komisyonları (broker commissions), işletme ücreti (management fee) ortaya konur.

İzleyen bölümde gemi sabit giderleri (running costs), işletme maliyetleri (OPEX operational expenses) , geminin bakım zamanları (drydocking expenses) , net çalışıp kira getireceği zamanlar belirtilir.

Ek 13: Geminin proje sonlandırma tarihindeki satış oran yüzdesinden bahsedilir.

Bu bölümde 100,000 Euro üzerinden yatırımcının nihai kazancı ortaya konur. Burada dikkat edilmesi gereken nokta ilk yıllarda yatırımcı ödemesi (investor payment) olarak bahsedilen miktarın 105,000 Euro olmasıdır. Gerçekte yatırımcı 105,000 Euro öder ancak bu 100,000 Euro üzerinden işlem görür. Aradaki fark bir seferlik için alınan işletme, yönetim vs masrafıdır.

Tax payment : Kar olsa da olmasa da her yıl ödenen vergidir.

IRR Emitlung : Vergiden sonra ele geçen miktarı gösterir. Eksi ile gösterilen yatırımcının ilk ödediği miktardır(105,000 Euro). İzleyen yıllarda artı olarak gösterilen miktarlarda getirileridir.

Geri ödemelerin toplamı (repayments), likidite toplamı, vergilerin düşülmesi ve gemi satışının eklenmesi ile nihai yatırımcının vergi sonrası kazancı Net Surplus da belirtilir. Bu projeksiyonda 100,000 Euro'luk paya karşın (gerçek ödeme 105,000 Euro) proje sonunda 175,659 Euro gelir elde edilir.

Sayfanın alt bölümünde Köprü finansı diye ilk sayfada belirttiğimiz satıcının kredisinin ödeme planı sunulur.

Ek 14 : Yüzde olarak ödeme oranlarından bahsedilir.

10 yıllık projeksiyonda gemilerin işletme masrafları düşüldükten sonra her sene yatırımcıya vereceği kar payı belirlenmiştir. Örnek projeksiyonda öngörülen bu kar payı Euro olarak net % 8.25 tir. Dünya genelindeki yatırımcının elde ettiği banka faiz oranları göz önüne alındığında bu yatırımcı açısından oldukça cazip bir getiridir. Sırf bu getiri oranı ile gemi fonları buldukları ülkelerde çok cazip yatırım araçları olarak kabul edilirler.

Proje sonunda gemi piyasa veya hurda değerine satıldığında amortisman ile yaşlandırılarak en düşük değer belirtilmiştir. Örnek projeksiyonda geminin 10 yıl sonunda ki satış değeri fon sağlayıcısı tarafından garanti edilmiştir. Bu meblağ yatırımcıya proje sonunda verilecektir. Bu olanak ile yatırımcı 10 yıl boyunca alacağı tahmini getiri ile beraber proje sonunda gemi satışından kendi hissesine düşecek kesin miktarı bilmektedir. Burada unutulmaması gereken nokta gemi 10 yıl boyunca çalışarak kendi kredi borcunu ödeyeceği için ilk alımda geminin % 15-20'lik bölümü üzerinden alınan hisseler proje sonunda geminin tamamından alınmış olarak sayıldığı için gemi yaşlanmış ve değer kaybetmiş olduğu halde yatırımcının toplam içerisindeki payı büyümektedir.

Proje sonundaki gemi satış değeri kesin olmakla beraber yıllık getiriler projeksiyonda görüldüğü gibi belli şartların oluşması ile sağlanmaktadır. Bu şartlar navlun piyasalarında oluşan navlun/kira gelirleri ile geminin profesyonelce işletilmesi yani öngörülen operasyon maliyetleri içinde kalması ve herhangi bir kaza veya büyük bir arızaya uğramamasıdır.

Gemi işletmesinde bir çok ticari ve fiziksel hasar olasılığını kapsayan sigortalar mevcuttur. Tekne makine sigortası, tazmin ve koruma sigortası, kira kaybı sigortası, grev sigortası, deniz kirliliği sigortası gibi sigortalar gemilerin olası zararlarını belli ölçüde karşıladıkları için yatırımcılar geminin batması , büyük bir kaza geçirip atıl kalması ve büyük bir arızdan yüksek masraflarla karşılaşılması gibi risklerden büyük ölçüde korunmuş olurlar

XI. TARTIŞMA VE SONUÇ

Bu çalışma boyunca incelenen *Almanya'daki KG sistemi*, bu ülkede kayıtlı ilgili yasal mevzuata uygun olarak kurulmuş bir şirketin hisselerinin, sahip olduğu gemi ya da gemilerden elde edecekleri kârın dağıtılması -genelde uzun vadeli kontratlar ile bu karlar baştan ilan edilmektedir- esasına bağlı olarak, Limited Partnership- Kapalı Devre olarak Yatırımcı Grupları'na uzun vadeli olarak satılması, bu hisseler aracılığıyla karı elde eden yatırımcılardan da devletin vergi almaması veya çok az vergi alması esasına dayanmaktadır.

KG (Komandit Gesellschaft) limited şirket yapılandırmaları olarak Türkçeye çevrilebilecek bu sistem Alman bayrağındaki hızlı artışın en büyük etkenlerinden biridir. Yapılan araştırmalara göre dünya konteyner filosunun yaklaşık %33'ü Alman armatörler tarafından işletilmektedir. KG özellikle Almanya'da uygulanmakta olan ve gemi yapımında da uygulanan bir finansman modelidir. Diğer bir deyişle, bir şirket yapısı olarak adlandırılabilir bu modelde gemiler alındığında veya yeni yaptırıldığında yatırımcıların bu firmalara belli bir getiri garantisi ile ortak olması ve kar getirisi sağlamaları modelidir.

Yatırımcı gerçek ve tüzel kişilere cazip gelen yönü gelirin vergilendirilmemesi ve hızlandırılmış amortisman sistemi ile firmanın zararda gösterilerek bu zararı yatırımcı şirketlerin kendi bilançolarına işleyebilmesidir. Üç yıl sonra firma gelir elde etmeye başlayınca tonnage tax vergi sisteminin devreye girmesi ile bu gelirinde vergi muafiyetine sokulması ile yatırımcı gerçek ve tüzel şirketler ciddi ve cazip bir vergi avantajı elde etmektedirler.

Dünyadaki benzer sistemlere baktığımızda Amerika piyasalarında uygulanan IPO (Initial Public Offering), Norveç'te uygulanan KS , Arap ülkelerindeki İslami Finans modelleriyle KG modeli arasında gerek kurallar gerekse hacim arasında çok büyük farklar bulunmakta ve KG modeli ve Alman sistemi ilk tercih edilen gemi yatırım ortaklığı olarak ön plana çıkmaktadır.

Denizcilik piyasalarının tarihin en yüksek seviyelerini gördüğü 2003 sonları ve özellikle 2004 yılında gemi fiyatlarını yukarı doğru tetikleyen yüksek navlun ve Time Charter sözleşmeleri dışında yukarıda belirtilen finans modellerinin sektöre sağladığı yüksek kaynak göz ardı edilmemelidir. Navlun piyasasının yüksek olduğu dönemde yükselen gemi fiyatları, navlunların yumuşaması ile mantıken ve alışıl gelmiş bir şekilde düşme eğilimine girmemiştir. Bunun ana nedeni, yatırımcıların elindeki yüksek öz kaynak oranı, uluslar arası finansman maliyetlerinin son derece rekabetçi olmaları ve yukarıda belirtilen KG ve benzeri sistemlerin sektörün kullanımına sunduğu yüksek orandaki kaynaktır. KG sisteminde Almanya'daki yatırımcıyı koruyan özellikle vergi avantajları, bu finansman modelinin yüksek kaynak getirisi özellikle konteyner ve tanker fiyatlarının yüksek seyretmesine ayrı ve önemli bir etkidir.

Almanya'da bu model bir tür proje finansmanının halk tarafından yapılması anlamına gelmektedir. Bir şekilde kendine özel kuralları ve usulleri olan şirket tahvili olarak da düşünülebilir. Daha önceki bölümlerde bahsedilen vergi kolaylıkları sistemi yatırımcı açısından cazip hale getirmektedir. Vergilerde yapılan değişiklikler nedeniyle öyle yada böyle hala sermayedarlar için gemi hisseleri son derece caziptir. Fakat her fon vaat edilen performansı göstermediğinden dolayı, sermayedarlar hangi şirkette ve hangi fonlara yatırım yapması gerektiği konusunda iyi bir araştırma yapmalıdırlar. Yatırımcıların ilgili emisyon meclislerinin hizmet bilançolarını ve evraklarını incelemeleri ve mukayese etmeleri önemli bir konudur, çünkü piyasada halen karanlık noktalar mevcuttur. Ayrıca sermayedar hangi piyasa ücretlerine gemilerin iktisap olunduğunu denetlemelidir, yani satın alma fiyatının piyasasının altında mı yoksa üstünde mi olduğunu denetlemelidir. Eğer şirketler gemiler için çok yüksek bir ücret ödediyse, vaat edilen gelirlerinin gerçekleştirilemeyeceği riski iyice artar. Diğer taraftan uygun fiyata yapılan alımlar yüksek getiri şansını artırır.

Ayrıca sermayedar, çartırlarda söz konusu olanın uzun vadeli çartır mı yoksa kısa vadeli çartır mı olup olmadığını kontrol etmelidir. Genelde uzun vadeli kiralama yüksek bir güvence sağlar, çünkü kiralama süresince tahsilatlar güvence altına alınmış olunur. Genelde uzun vadeli çartıra oranla kısa vadeli çartırlarda çartır takistler yüksek olur, bunu bir tarafa bıraksak bile çartırların birleşmesi riski hasıl olur, yani gemiyi çartıra tabi tutmaya devam edecek bir

çartır sağlayıcı bulunamaz ya da gemi bir kere işsiz kaldığında gemi masraflarına yol açar ve tahsilatlar sona erer. Sermayedar mümkün olduğu kadar ek tonaj ihtiyacına ilişkin olarak piyasa konumunu kontrol etmelidir, yani “gerçekten yeni gemilere ihtiyaç var mı veya bu fazla arza mı neden olmakta ve bu münasebetle çartır taksitlerinin bozulmasına mı neden olmaktadır” sorularına vakıf olmalıdır.

Kayıplara yönelten modelden gelir sağlayan modele doğru gemi hisselerinde yapılan değişiklikler, vergi neticelerinde indirim gidilmesinin fazla önem arz etmediği, daha ziyade gemi hisselerine yapılan yatırımla yüksek kazanç hedefleyen bir sermayedar grubunun piyasaya girmesine yol açmıştır. Kazanca yöneltilen gemi hisseleri intikal ve veraset alanında avantajları da beraberinde getirmektedir, çünkü bu kalıpta lehdarın vergisel avantajlardan (kayıp tahsisi) faydalanabileceği ya da faydalanmayacağı önemi yoktur.

Tonaja göre vergilendirmeden aynen sermayedar gibi lehdar da istifade etmektedir. Gemi hisseleri miras bırakan veya intikal ettiren için hala cazip bir konumdadır, çünkü bunlar teşebbüs vergilendirmesine tabi olduklarından diğer plasmanların aksine lehdarlar için çeşitli vergi avantajları sunmaktadırlar.

Asgari mevduatın 5.000 ve 20.000 Euro arasında olmasından ve bir gemi hissesinin tek bir kapital plasmanı olmak zorunda olmamasından ve yatırımcının her daim farklı plasman kalıplarından portföy oluşturmak zorunda olmasından hareket edersek gemi hisselerinin ana isteklileri en iyi kazanan şahıslar olarak kalır. Sermayedarın yapması gereken risk barındıran ve az risk barındıran plasman çeşitliliğini elinde bulundurmasıdır. Gemi hisselerinde sermayedarın tüm kapitalini kaybedebileceği riskinin de var olduğu konusuna işaret edilmelidir. Halen kayıp tahsisini olanaklı kıldığından ve tonaj vergisi nedeniyle dağıtımların neredeyse vergiden muaf olduğundan düşük risk barındıran plasman alanında gemi hisseleri oldukça enteresandır.

Asgari mevduatlarda meydana gelen düşüş artık sadece en çok kazananların değil aynı zamanda geliri 60.000 Euro’dan başlayan sermayedarların da yatırım yapmasına yol açmıştır. Özellikle tasarruf fonları 100 Euro asgari hissede bile bir giriş olanağını sermayedarlara

sağlamaktadır. Bu da fazla bir mesleki tecrübesi olmayan gençlerin bu katmanda yer alabilmelerine ve emisyon meclislerinde iyi bir imaj bırakmaları halinde ise gelecekte müşteri olarak kabul edilmelerinin önünü açmaktadır. Vergide meydana gelen değişim artık potansiyel yatırımcıların vergi açısından değerlendirilen bir unsur olmamasına, yani kayıp tahsisini ön planda tutmak yerine hakiki ekonomik gelirlerin hedeflenmesine zemin hazırlamıştır.

Fakat şirketlerin bileşke modelinin fesih edilmesine nasıl bir tepki vereceğini, yani şirketlerin kayıp tahsislerini konseptlerine katmak için nasıl bir alternatifler üreteceğini bekleyip görmek gerekmektedir.

Esas itibariyle piyasa gelişimi; dünya ekonomisinde meydana gelen değişime ve özellikle Çin olmak üzere Asya'da meydana gelen gelişime bağlıdır. Kalkınmanın pozitif olarak sürmesi halinde tonaja olan ihtiyaç ve böylece de gemilere olan ihtiyaç artar. Dünya ekonomisinde meydana gelen kalkınmaya yönelik tahminler, dünya ticaretinde güçlü bir büyümeye işaret etmektedir.

Sistemin özünde yabancı yatırımcıların yatırımlarının ülke genelinde yapılması daha doğrusu bu yatırımların nemalandırılmasının ülke halkına yaptırılması bununla birlikte bu yatırımlar sayesinde istihdam yaratmak vardır. Bu sistemde bir çok proje (maden, bina, baraj) finanse edilebilmesine rağmen genel ağırlık denizcilik üzerindedir. Almanya'nın gemi sicil kaydında gemi tonajının çok fazla olmasını sağlayan bu sistem işletmenin de Almanya'da yapılması zorunluluğu ile istihdam sağlamaktadır.

KG sisteminde ilgili kuruluşların rolü ve vergi avantajı sistemin temelinde vardır. Banka, Emisyon Meclisi ve işletme şirketi sistem içerisindeki kuruluşlardır. Banka, sistemde %70 ile % 85 arası kredi veren ve tüm sistemin güvencesi olan kuruluştur. Alman bankaları yıllardır gemi finansı yaptıkları için bu konuda ihtisas sahibidirler.

Türkiye’de KG sisteminin uygulanabilme şartlarına baktığımızda; ülkemizde bankalar son birkaç yıldır gemi sektörü ile ilgilenmektedirler. Daha önceki dönemlerde sektörle ilgili olan bankaların ciddi yaklaşımlarından söz edilemez. Hali hazırda sadece yurt dışından alınan gemi finansı kredilerine köprü finans yapan Türk bankalarının ülkemizde bu sistemi kurmaları ve garantör olmaları için denizcilik sektöründe ciddi ihtisas yapmaları gerekmektedir.

Türkiye’de KG sisteminin uygulanmamasının önündeki en önemli etkenlerden biri, Türk bankalarının kredileri uzun vadeli verememeleridir. Bu sistemin en önemli ayağı bankadır. Çünkü yaklaşık % 70’ini banka finanse etmekte, %30’u ise halka açılmaktadır. Çok uzun vadelerin söz konusu olduğu bu tarz kredilerde, kaynak ve vade yapısının kısıtlı olduğu Türk Bankacılık sistemi zorlanmakta, sektörün ihtiyacı olan vade ve fiyatı yeterince sağlayamamaktadır. Ancak, Türkiye ekonomisinde güven ve istikrarın arttığı bu dönemde, Türk bankaları da yurtdışından uzun vadeli kaynak sağlayarak, sektörde daha aktif rol oynamaya başlamıştır.

Bir diğer neden ise Türkiye’deki yatırımcıların denizcilik sektörünü tanımamaları, armatör firmaların henüz tam anlamıyla şeffaf olamamaları ve firmaların yeni yeni kurumsallaşmalarıdır.

Bununla birlikte henüz bankaların organizasyonel ve yönetim yapılarında sistem için uygun değildir. Bir yandan denizciliğe 500 milyon dolar kredi ayırırken diğer yandan diğer sektör kredilerini onaylayan aynı Yönetim Kurulundan kredinin onaylanması çabuk karar çıkmasını zorlaştırmaktadır. Denizcilik kendi başına dünyanın en büyük endüstrisidir. Bu öylesine önemli bir sanayi ve ticaret alanıdır ki yurtdışındaki bankaların “Shipping” departmanları ve özerk yönetim ve başkanları mevcuttur. Türk bankalarında da böyle hem yetkili hemde çabuk olacak bir yapılanmaya gidilmesi gereksinimi olup bu oluşum süreci kolaylaştıracaktır.

Emisyon Meclisi Türkiye’de en kolay tesis edilebilecek kuruluştur. Türkiye’deki finans kuruluşlarının durumu göz önüne alındığında emisyon meclisi için gerekli alt yapının kolaylıkla hazırlanabileceği görülebilir.

İşletme şirketi için Türk gemi armatörlerinin bu fikre sıcak bakması gerekmektedir. Geminin yüzde yüzüne sahip olmaya ve işletmede söz sahibi olmaya alışık genelde aile şirketlerinden oluşan ve kurumsallık konusunda alacak çok yolu olan klasik Türk armatör şirketi yapısında KG işletme şirketini kurmak ve başarılı olmak her şirket için geçerli olmayacaktır. Kaldı ki henüz Türkiye’de hisseleri İMKB de işlem gören bir denizcilik şirketi yoktur. Türkiye’de denizcilik firmalarının halen halka açılmamasının ve Borsa’da işlem görememesinin iki yönü bulunmaktadır. Bunlardan birincisi sermaye piyasalarında yeterli cazibenin oluşmaması ve dolayısıyla denizcilik firmalarının sermaye piyasası olanaklarına özenmemesidir. İkincisi ise, sektörde sıkça konu edildiği üzere, denizcilik hukuku ve politikasının uygulamada bir takım sınırlamalar getirmesidir.

Vergi muafiyeti KG sisteminde yatırımcıya büyük avantaj sağlayan ve yatırımcıya cazibe sağlayan temel etkidir. Ülkemizde bu sistemin yerleşmesi için vergi sistemimizin son derece sağlıklı olması gerekliliğinden hareketle Türk vergi mevzuatı ve Türk Ticaret Kanununda bu konuda değişiklikler yapmak gerekecektir. Bu doğrultuda; bir gemi finansmanının Türk Ticaret Kanunu’nun bazı maddelerinde değişiklik yapılarak, Türk bayraklı gemilerin yurt dışında yabancılara satılabilme konularında kolaylıklar sağlanmıştır. Bu olay bir anlamda uluslararası finans kuruluşlarının sektöre güvenini tazelemiştir. Önceden Türk Ticaret Kanunu Alman normlarından türetilmiş bir yapıya sahip olmakla birlikte günün uluslararası ticari gereklerine uyumsuz bölümlerde sahipti. Birinci derecede ipotek alacağının önüne birtakım fiktif alacaklar geçirerek yapılan engellemeler kreditorler ile armatörlerin arasında güveni ortadan kaldırmıştı. Yeni düzenlemeler ile gemi finansmanının önündeki engeller kaldırılmaktadır ki bu denizcilik sektörü açısından son derece umut vericidir.

SONUÇ OLARAK ;

Bir sektör için yapılan yatırımlar, sektörde dolaşan fon akımının ve faaliyette bulunan firmaların finansal varlıklarının bir aynası olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla, Denizcilik Sektörü'ndeki yatırımların yani gemilerin değerlerinin milyon dolarlarla ölçülmesi, sistemdeki fon akımının, ne denli yüksek değerlerde olduğunun bir göstergesidir.

Bu dev çarkın devamlı işleyebilmesi için, sektörün, finansman ihtiyacını uygun maliyetli finansman yöntemleriyle karşılaması gerekir. Ancak olaya finansal kurumlar açısından bakıldığında iş o kadar basit değildir. Sektörde her ne kadar yüksek rakamlar telaffuz edilsede, armatör gelirlerinin navlun piyasasındaki değişimlerden dolayı devamlı dalgalanması, varlıkların yani gemilerin devamlı sefer yaparak değişen hava ve deniz şartlarına maruz kalması, sektörde faaliyette bulunan şirketlerin finansal yapısının yeterli derecede şeffaf olmaması ve denetlenmiş finansal bilgilerin her zaman elde edilememesi gibi birçok temel sorunlardan dolayı finansal kurumlar, Denizcilik Sektörü'ne şüpheyile yaklaşmaktadır.

Denizcilik Bankası ile başlayan Türk Denizcilik Kredileri'nin serüveni, daha konut finansmanında uzman Emlak Bankası'yla devam etmiş, Hamburgische Landesbank desteğiyle varlığını sürdürmeye çalışmış, Yüksek Planlama Kurulu'nun ve Bakanlar Kurulu'nun, kararnamele ve kanunlar içinde gidip gelmiş ve son olarak Ziraat Bankası, Halk Bankası ve Tasfiye Kuralı'na devredilmesiyle bugünkü durumuna gelmiştir.

Özellikle daha önce verilen denizcilik kredilerinin geri dönüşünde problem yaşanması; denizcilik şirketlerinin yeterli şeffaflıkta bir finansal yapıya sahip olamaması; sektörün sermaye yoğun bir sektör olması; yüksek limitli, uzun vadeli kredi taleplerinde bulunulması; şirketlerin nakit akışındaki navlun piyasalarından kaynaklanan ani ve büyük çaplı dalgalanmalar ve sektörün risklerinin yeterince bilinmemesi gibi birçok nedenden dolayı, Türk Bankacılık Sistemi, denizcilik sektörünü riskli bir sektör olarak görmekte ve bu sektördeki firmalarının kredi taleplerine sıcak bakmamaktadır. Ayrıca Türk Bankacılık Sistemi, son yıllarda yaşanan olumsuz ekonomik gelişmeler sonucunda küçülmüştür ve başta denizcilik kredileri olmak üzere problemleri kredilerin toplam krediler içindeki payı ciddi bir boyuta ulaşmıştır. Denizcilik Şirketleri ise, bankacılık sektörünün mevcut durumunu ve denizcilik sektörüne yaklaşımını dikkate alarak,

finansman ihtiyacını karşılamak için ya kısa vadeli işletme kredileri ile yetinmekte ya da yabancı bankalardan kredi sağlama yoluna gitmektedir.

Öte yandan denizcilik finansmanında kullanılacak yöntemlerden biri olan halka arz ise; geminin yüzde yüzüne sahip olmaya ve işletmede söz sahibi olmaya alışık genelde aile şirketlerinden oluşan, finansal tablolarında şeffaflıktan uzak ve kurumsallık konusunda alacak çok yolu olan klasik Türk Armatör'ler için tercih edilmemektedir. Öte yandan halka arz çalışmalarıyla sermaye bulmaya hevesli denizcilik şirketlerinin en büyük engeli, denizcilik piyasalarının aşırı değişkenliği, denizcilik sektörü analizlerinin kısmi eksikliği ve sektörün yeterli düzeyde kurumsal yatırımcının ilgisini çekememe endişesidir.

Türkiye'deki diğer finansman yöntemlerine bakıldığında bürokrasinin had safhada olması ve bazı teşviklerin geçerliliğinin kalmaması uygulanabilirliklerini ortadan kaldırmaktadır. Bu doğrultuda tüm çalışma boyunca detaylı bir şekilde anlatılan KG sistemi tüm armatörler tarafından en fazla tercih edilebilecek bir finansman yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bununla birlikte KG sistemine alternatif olabilecek çözüm önerileri aşağıda sunulmaktadır:

Denizcilik sektörünün bankalar açısından cazip hale gelmesi için yasal düzenlemelerin yanı sıra Deniz Ticaret Odalarının desteği ile sektöre ait sermayenin yurtdışına kaçışının engellenmesi ve banka kredileri aracılığıyla yatırımlara dönüştürülebilmesi öncelikli çözümlerden birisidir. Ayrıca denizciliğin devlet politikası olarak benimsenmesi ile, denizcilik kredilerine devlet garantisinin sağlanması ve sektörün finansman ihtiyacının bu yolla karşılanarak yaşlı durumdaki Türk Deniz Ticaret Filosu'nun son teknoloji ürünü gemiler ile yenilenmesi mümkün olabilir.

Eximbank kredilerinin kapsamı genişletilerek, gemi inşaat sektörü dışındaki diğer döviz kazandırıcı denizciliğin alt sektörlerinin de bu kredi türünü kullanabilmesi uygun çözümlerden birisi olmaktadır.

Denizciliğin benimsendiği gelişmiş ũlkelerde olduğu gibi, sektörün kredi ihtiyaını karşılamak ũzere, sektöre özgü risklere hakim denizcilik bankalarının kurulması veya mevcut kamu ve özel sermayeli bankalarda uzman kadrolu denizcilik bölümlerinin oluşturulması uygulanabilecek bir yöntemdir.

Denizcilik şirketlerinin aile şirketi yapısından kurtularak, kurumsal bir yapıya dönüştürülmesi ve finansal tablolarının da istenilen şeffaflığa sahip olmasıyla sektörün, bankaların güvenini kazanması sağlanabilecektir. Ayrıca, küçük ve orta ölçekli denizcilik şirketlerine destek sağlanarak, sektördeki rekabet kalitesinin yükseltilmesi uygun olacaktır.

KAYNAKLAR

- ALDERTON, P.M. (1984): Sea Transport: Operation And Economics, 33rd Edition, London: Thomas Reed Publications Ltd.
- ALTROGGE, G. (1996): Investition, 4. völlig überarb. und erw. Aufl., R. Oldenbourg Verlag, München
- ANDERSEN, E.M. (1997): Asian Crisis and World Shipping, The Platou Monthly
- ARNDT, E. (2004): Schiffsanlagen: Wird dem Rausch bald der Kater folgen, Deutsche Verkehrszeitung, Nr. 145
- ARNESEN, F. (1973): "Bankers View of Ship Finance". Seatrade Money and Ship Conference, Londra
- Atlantic Gesellschaft zur Vermittlung Internationaler Investitionen GmbH & Co. KG (2003): Beteiligungsangebot MS „Willi Rickmers“, Hamburg
- BARTHOLL, H. (2004): Zweitmarkt für Schiffsbeteiligungen, in: Hansa, 141. Jahrgang, 2004, Nr. 9
- BAYAR, D. (1975): İşletmelerde Optimal Fon Karışımının Tespiti, Ders Notları
- BERK, N. (2000): Finansal Yönetim. İstanbul, Türkmen Kitabevi
- BİEG, H. ve KUSSMAUL, H. (2000): Investitions-und Finanzierungsmanagement, Band II: Finanzierung, Verlag Franz Vahlen GmbH, München
- BOZKUŞ, F. (2003): "Arkas 4 Gemisini Yurtdışında Yapıtırıyor", Ekonomist Dergisi
- Börsen-Zeitung (2004): Hamburg zeigt Zweitmarkt-Ehrgeiz [17.11.2004]
- BÖSCHE, D. (2004): Interne Rating-Verfahren für Schiffsfinanzierungen, in: Rating aktuell, Heft 4/ 2004
- BUCHHOLTZ, U., HETZER, J. ve SCHÖNWITZ, D. (2004): Steuersparmodelle-Nichts für schwache Nerven, in: Manager, Heft 10/ 2004
- CHENG, P. C. (1969): Steamship Accounting, Maryland: Cornell Maritime Press
- CHENG, P.C (1979): Financial Management in The Shipping Industry,
- CHRZANOWSKI, I. H. (1975): Concentration And Centralisation Of Capital in Shipping, Saxon House

CHRZANOWSKI, I. H. (1984): "Shipping Economics", Lief Hoegh A/S

Deutsche Verkehrszeitung (2003): Initiatoren von Schiffsfonds nehmen den Mund oft zu voll (04.12.2003)

Deutsche Verkehrszeitung (2004a): Lloyd Fonds sieht keine Marktabschwächung (26.08.2004)

Deutsche Verkehrszeitung (2004b): Emissionshäuser profitieren von boomender Schifffahrt (14.09.2004)

DOHMEN, P. (2005): Tonnagesteuerfonds oder besser doch noch ein Kombimodell, in: Finanzberatungsservice

Der Fond (2004): Geschlossene Fonds-Schiffe-Modell 2007, Oktober 2004

DOBERT, J. (2001): Schiffsfonds und Schiffsfiananzierung nach dem deutschen KG Modell 1990-2000, Hamburg

DOBERT, J. (2003): Die nächste Neubauwelle rollt, Deutsche Verkehrszeitung, Nr. 042

DOBERT, J. (2004a): KG-Markt 2003 im Kaufrausch, in: Hansa, 141. Jahrgang, 2004, Nr. 3

DOBERT, J. (2004b): Schiffskredite en vogue-Landesbanken nicht länger „Billiger Jakob“, in: Hansa, 141. Jahrgang, 2004, Nr. 8

DREWRYS CONSULTANTS LTD, (1996): Dry Bulk Freight Rates and Chartering, London

DUHNKRACK, S. ve HASCHE, D. (2004): Das neue Anlegerschutzverbesserungsgesetz und seine Auswirkungen auf Emissionshäuser und geschlossenen Fonds, in: Der Betrieb, Heft 25

Dünya Gazetesi, (2002): "Arkas'tan 144 milyon dolarlık Yatırım", Dünya Yayınları

ERDOĞAN, O. (1996): "Comparable Approach to 'The Theory Efficient Markets' a Modified Capital Asset Pricing Model Maritime Firms", Publication of Capital Markets Board, İstanbul, November

ERDOĞAN, O. (2001a): "Denizciliğin Şirketlerinin Finansman Kaynakları", Deniz Ticaret Dergisi

ERDOĞAN, O. (2001b): "Denizciliğin Karşılaştığı Riskler ve Finansman İhtiyacı", Deniz Ticaret Dergisi

ERDOĞAN, O. (2001c): "Denizcilik Şirketlerinde Diğer Finansman Kaynakları ve Riskten Korunma". Deniz Ticaret Dergisi

- Finanztest (2004): Schwankende Schiffe
- FISCHER, L. (2004a): Schiffsfonds fahren besser mit der Tonnagesteuer, in: Die Welt
- FISCHER, L. (2004b): Initiatoren entdecken die betriebliche Altersvorsorge, in: Financial Times Deutschland
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (2004a): 2003 war ein gutes Jahr für geschlossene [20.01.2004]
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (2004b): Das Jahr 2003 war für die Anbieter von Schiffsfonds extrem erfolgreich [21.02.2004]
- FRANZ, O. (2004): Stärkung der Investorenposition bei Schiffs-Fonds, Hansa, 141. Jahrgang, Nr.1
- FREISLEBEN, W. (2004): Schiffsfonds 2004 zwischen Rausch und Risiko, München
- GOCKSCH, S. (2004): Besteuerung inländischer Private Equity-Fonds, 1. Aufl. Januar 2004, Josef Eul Verlag GmbH, Köln
- GRAMMENOS, C.T. ve MARCOULIS, S.N. (1996): "A Cross-Section Analysis of Stock Returns: The Case of Shipping Firms", Maritime Policy and Management, Vol. 23, No. 1
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2000): Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu. İstanbul: İMKB Yayınları
- JESCH, T. (2004): Private-Equity-Beteiligungen, 1. Aufl. Februar 2004, Gabler Verlag, Wiesbaden
- KALAYCIOĞLU, Ö. (1999): Sendikasyon Kredileri. Active Bankacılık ve Finans Makaleleri – V, Alkim Ltd.Şti., İstanbul
- KAVUSSANOS G. ve MAROULIS S.N. (1998): Beta comparisons across industries", Maritime Policy & Management, Vol.25, No.2,
- KEYDER, N. (1991): Para, Teori-Politika,3. Baskı, Bilim Teknik Yayınevi, Ankara
- KÖLLE, H. (2003): Markt für Schiffsbeteiligungen im Umbruch, in: Finanz und Wirtschaft, Nr. 37
- König & Cie GmbH und Co. KG (2003): Investor`s Input: Seeschiffe, Hamburg
- König & Cie GmbH und Co. KG (2004): MS „Stadt Lübeck“, Hamburg
- Latham & Watkins (2004): Die Prospektspflicht für geschlossene Fonds, Hamburg

- LECHNER, J. (2003): Investormarketing aus Sicht eines Emissionshauses, in: Ebel, Bernhard/ Hofer, Markus B. (Hrsg.), Investor Marketing, 1. Aufl., Gabler Verlag, Wiesbaden
- Llyod Fonds (2004): MT, Green Point, Hamburg
- LOIPFINGER, S. (2003): Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2003, Griesstätt
- LUCKE, W. (1991): Investitionslexikon, 2. völlig neubearb. Aufl., Verlag Franz Vahlen GmbH, München
- LUDICKE, H., ARNDT, M. ve GÖTZ, S. (2005): Geschlossene Fonds, 3. überarb. Aufl., C.H. Beck Verlag, München
- MAGSAMEN, S. ve WEFERS, A. (2003): Hollywood gefällt Eichels Finanzbeamten so gar nicht, Frankfurt und Berlin, in: Börsenzeitung, 24.04.2003
- Memento Rechtshandbücher (2003): Gesellschaftsrecht für die Praxis 2004, 5. Aufl., Memento Verlag, Freiburg
- MÖLLER, K. (2003): Anleger gehen mit Sicherheit an Bord, in: Welt am Sonntag, 16.02.2003
- MOORMANN, B. (2003): Steuern sparen mit geschlossenen Fonds, in: ProFirma, Heft 11/2003
- MPC (Münchmeyer Petersen Capital) (2004a): Was sie schon immer über Schiffsbeteiligungen wissen wollten., Hamburg
- MPC (Münchmeyer Petersen Capital) (2004b): Santa L-Schiffe Betritt, Hamburg
- NERSESIAN, R. L.(1985): Ship And Shipping, A Comprehensive Guide, London: Chapman And Hail Ltd.
- Nordcapital (2004): Bericht zum Geschäftsjahr 2003, Hamburg
- OEHME, M. (2002): Das Gold des Jahres 2001, in Jahrbuch geschlossener Fonds 2001/ 2002, Hrsg. Florian Schoeller, Tilmann Welther, Martin Witt, Berlin
- OLDEHAVER, U. (2003): Schiffsbeteiligungen sind für Kapitalanleger attraktiv, in: Börsenzeitung, 22.11.3003
- OPITZ, G. (1998): Geschlossene Immobilienfonds, 2. Aufl., Haufe Verlagsgruppe, Freiburg
- PFEIFFER, H. (2004): Stapellauf für Gebrauchtware, in: Frankfurter Rundschau, Nr. 253/ 44

- PIEPER, C. (2003): Immer mehr Investoren entdecken Schiffe für sich, in: Börsen-Zeitung, 22.11.2003
- REICHEL, R. (2004): Nachgefragt: Jürgen Dobert „Es geht zu wie auf einer Achterbahn“, in: Handelsblatt
- Resmi Gazete, (2000): İhracatı Teşvik Mevzuatı Uygulaması, 0769
- Resmi Gazete, (1998): Yatırımlarda Devlet Yardımları ve Yatırımları Teşvik Fonu Esasları Hakkında Kararın Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, 23334
- Resmi Gazete, (2001): Yatırımlarda Devlet Yardımları ve Yatırımları Teşvik Fonu Hakkında Kararın Uygulanmasına İlişkin Tebliğ. Yayımlandığı Resmi Gazete Tarihi ve Sayısı: 18.02.2001 / 24322, Ankara
- RIDDLE, I. (1983): Shipbuilding Credit, University Of Wales Press
- SABANCI, Y. (2003): "Bankalar Artık Çok Dikkatli", Deniz Ticaret Dergisi
- SATORI, D. (1973): Einführung in die Reedereibetriebslehre, Deutscher Verkehrs-Verlag GmbH, Hamburg
- Seatrade Review Monthly, (1993): Capital Way To Fund Shipping
- Seatrade Review Monthly, (1996): Shipping Cycles Revisited, Analysis
- Schiffshypothekenbank zu Lübeck AG (2004): Sehr günstige Entwicklung auf den Schifffahrtsmärkten, in: Schiff & Hafen, Ausgabe 07/ 2004
- Schiffshypothekenbank zu Lübeck AG und Deutsche Bank AG (2004): 2003 war ein weiteres Rekordjahr, in: Hansa, 141. Jahrgang, 2004, Nr. 6
- SCHONFELDER, J. (2005): Vertriebsleiter bei MPC-Capital, Gespräch zum Thema Abschreibungen im Schiffssegment vom 21.03.2005
- SFAKIANANKIS, D. ve MARCOULIS, S. (1993): "Understanding is Key to Hire Buying", Naftiliaki
- SIEBEL, R. (2001): Handbuch Projekte und Projektfinanzierung, C.H. Beck oHG, München
- SOMMER, C. (2003): Wie aus Schiffen eine Anlage wird, in: Brand eins, Heft 7/ 2003
- STOKES, P. (1992): "Ship Finance-Credit Expansion and the Boost-Bust Cycle", Fairplay Publication, London

- STOKES, P. (1996): "Problems Faced by The Shipping Industry in Raising Capital in The Securities Markets", *Maritime Policy and Management*, Vol. 23, No. 4
- STOPFORD, M. (1995): *Maritime Economics*, Routledge, London
- STOPFORD, M. (2002): *Maritime Economics*, Routledge, London
- STUHLMANN, A. (2002): Schiffsfinanzen-der Markt heute, seine Chancen und Risiken, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, Nr. 19, 01.10.2002
- STUHLMANN, A. (2003): Keine weltfremden Resultate, in *Deutsche Verkehrszeitung*, Nr. 005
- TAŞPINAR, A. M. (1994): Leasing (Finansal Kiralama) Nedir?, *Deniz Ticareti Dergisi*, Sayı 2
- TCMB, (2002): Sermaye Hareketleri Genelgesi, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Kambiyo Mevzuatı Müdürlüğü, Ankara
- THIEDE, M. (2004): "Zahnarztsschiffe" haben ausgedient, in: *Süddeutsche Zeitung*,
- THOMSEN, S. (2002): Über den Umgang mit Investmentfonds, 1. Aufl. Juli 2002, Gabler Verlag, Wiesbaden
- TONNER, N. (2001): Steuerorientierte Kapitalanlagen-ein Modell ohne Zukunft, in: *Consultant*, Ausgabe
- U.S. Department of Transportation, (2000): *Marine Administration, Federal Ship Financing Program*, Washington
- Vermögen & Steuern (2003): Fondsmarkt 2003: Beispiel „Schiffsbeteiligungen“ Run auf geschlossene Fonds nach altem Recht erwartet, [01.05.2003]
- VOLK, B. (1984): "Shipping Investment in Recession", *Institute of Shipping Economics and Logistics*, No. 38, Bremen
- WEFERS, A. (2003): Medienfonds kommen glimpflich davon, Berlin, in: *Börsenzeitung*
- WEINBERGER, H.J. (2004): Bestimmungsfaktoren strukturierter Schiffs-und Flugzeugfinanzierung, in: Wildemann, Horst (2004), *Personal und Organisation*, TCW Transfer-Centrum GmbH & Co. KG, München
- WEITKAMP, K. (2001): *Handbuch für Schiffsbeteiligungen 2001*, Huneke`s Gesellschaft für Investitionsanalysen mbH, Münster
- WOERNLEIN, P. (2002): Reeder werden leicht gemacht, in: *Deutsche Verkehrszeitung*, Nr. 91

WÖHE, G. (2002): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 21. Neubearb. Aufl., Verlag Franz Vahlen GmbH, München

ZERBE, P. (2001): Nordcapital setzt weiterhin auf den Bau neuer Schiffe, in: Die Welt

İNTERNET KAYNAKLARI

AYDIN, M. (2005): Dünya'da ve Türkiye'de gemi finansmanı, <http://gapdogukalkinma.com/finans/42.Gem.htm>

BUCHHOLTZ, U., HETZER, J. ve SCHÖNWITZ, D. (2004): Steuersparmodelle-Nichts für schwache Nerven, in: Manager, Heft 10/ 2004, <http://www.manager-magazin.de/magazin/artikel/0,2828,319473,00.html>, [25.02.2005]

Bundesamt für Seeschifffahrt und Hydrographie (2005): Das internationale Vermessungsverfahren, <http://www.bsh.de/de/Schifffahrt/Berufsschifffahrt/Schiffsvermessung/Vermessungsverfahren.jsp>, [06.03.2005]

BVI (Bundesverband Investment und Asset Management e.V.) (2005): Lexikon, http://www3.cosmosdirekt.de/webapp/stat/SessionServlet;jsessionid=0000T2H4MTRNPLXUVFQZXR5ZG4Y:uajn510b?k_vtweg=51906&url=/html/bedarf/geld/index.shtml, [04.03.2005]

Dima24 (2005): Private Equity Fonds http://www.dima24.de/html_ftp/privateequityfonds.php, [03.03.2005]

Dohmen, Paul (2005): Tonnagesteuerfonds oder besser doch noch ein Kombimodell?, in: Finanzberatungsservice, http://www.geschlossenefonds.de/tonnagesteuerfonds_oder_doch_noch_ein_kombimodell.htm, [06.03.2005]

ERDOĞAN, O. ve MADAK, A. (2004): Gemi sanayi işletmeleri için finansal risk yönetimi, <http://www.gidb.itu.edu.tr/staff/unsan/Kongre2004/22.pdf>

EStG (2005): Einkommensteuergesetz, Stand: Neugefasst durch Bek. v. 19.10.2002 I 4210, (2003 I 179), zuletzt geändert durch Art. 3 G v. 15.12.2004 II 1653, <http://bundesrecht.juris.de/bundesrecht/estg/>, [01.03.2005]

Finance-management (2004): Medienfonds, <http://finance-management.de/angebote.htm>, [25.02.2005]

Finanzberatungsservice (2005): Ansparfonds, <http://www.geschlossenefonds.de/ansparfonds.htm>, [04.03.2005]

Flottenkommando (2003): Jahresbericht 2003 zu „Fakten und Zahlen zur maritimen Abhängigkeit der Bundesrepublik Deutschland“, 16. Auflage, Glücksburg, www.maritime-technik.de/dokumente/Fakten_Zahlen_Maritime_Abhaengigkeit_2003.pdf, [20.02.2005]

GreenValue (2005): Ihrem unabhängigen Informationsportal für Erneuerbare Energie Beteiligungen, <http://www.greenvalue.de/index.asp>, [03.03.2005]

Hamburger Sparkasse (2004): Ertragreich finanzieren in In-und Ausland, http://www.haspa.de/Haspa/Privat/Anlage_20_26_20Verm_C3_B6gen/Steuern_20sparen/Geschlossene_20Immobilienfonds/GeschlosseneImmobilienFonds.html, [22.02.2005]

Hamburg Fondsdiscout (2005): Zielgruppe von Schiffsbeteiligung, http://www.hamburg-fondsdiscout.de/geschlossene_fonds_begriffe/Schiffsfonds/000000958d0dc1959.html, [26.03.2005]

Hansa Treuhand Schiffsbeteiligungs AG & Co. KG (2005): Leistungsbilanz 2003, http://www.hansatreuhand.de/fileadmin/user_upload/pdf/Leistungsbilanz/Leistungsbilanz_2003.pdf, [24.03.2005]

HCI Capital (2005): Glossar

http://www.hci.de/index.php?nav_main=wissen&nav_main_sub=glossar&nav_main_sub_1=glossar_k&PHPSESSID=4c1d4f233336ab3f9cd8628b54f0b7c4, [02.04.2005]

HSC (Hanseatischen Sachwert Concept GmbH) (2005): HSC Aufbauplan Schiff, http://www.hsc-fonds.de/pdf/schiff1_haupt.pdf, [04.03.2005]

Key Compare (2005a): Geschlossene Immobilienfonds (Inland), <http://www.info-investmentvergleiche.de/offene-geschlossene-fonds/geschlosseneimmobilienfonds.html>, [02.03.2005]

Key Compare (2005b): Medienfonds, <http://www.infoinvestmentvergleiche.de/steuerorientierte-kapitalanlagen/medienfonds.html>, [02.03.2005]

König & Cie GmbH und Co. KG (2003): Geschäftsbericht 2003, http://www.emissionshaus.com/kc/deutsch/download/daten/KC_Geschaeftsbericht_2003.pdf, [01.03.2005]

König & Cie GmbH und Co. KG (2005): Gesetz zur Neuregelung des Rechts der Erneuerbaren Energien im Strombereich von 2004, http://www.emissionshaus.com/kc/deutsch/download/daten/eeg_vorlaeufig.pdf, [25.02.2005]

Laubach & Partner (2005): Medienfonds, https://www.efonds24.de/sid/4rn3r0uyir/laubach/tranche_liste.xml?ftyp=mf, [03.03.2005]

LEMPER, B. (2003): Containerschiffahrt und Welthandel-eine Symbiose, http://www.hansikagmbh.de/PDF/Containerschiffahrt_und_Welthandel.pdf, [01.03.2005]

MIRA (Marketing-Investition-Rendite-Anlage) (2005): Windkraftfonds enttäuschen, <http://www.mira-anlagen.de/schiffsbeteiligungen-news/14032003.html>, [03.03.2005]

OPC GmbH (2005): Schiffsbeteiligungen-Schiffsfonds, <http://www.opc-schiffsbeteiligungen.de/>, [14.03.2005]

ORTMANN-BABEL, M. (2002): Ein Stück Hollywood im Bankdepot, [http://www.ey.com/global/download.nsf/Germany/STH_Ein_Stueck_Hollywood_im_Bankdepot/\\$file/EIN_STUECK_HOLLYWOOD_IM_BANKDEPOT.pdf](http://www.ey.com/global/download.nsf/Germany/STH_Ein_Stueck_Hollywood_im_Bankdepot/$file/EIN_STUECK_HOLLYWOOD_IM_BANKDEPOT.pdf), [25.02.2005]

SCHAFFER, E. (2005): Schiffsbeteiligungen: Wesen, Ziel, Prüfung, <http://www.maklerkontor.de/schiffe/Wesen-Ziel-Pruefung.htm>, [08.03.2005]

UMMEN, R. (2004): Finanzaufsicht prüft Immobilienfonds, erschienen in: Die Welt Vendura Finanzkontor GmbH, Einkommensteuergesetz, <http://vendura.vendura-gruppe.de/Einkommensteuergesetz.html>

Vendura Finanzkontor GmbH (2005a): Einkommensteuergesetz, <http://vendura.vendura-gruppe.de/Einkommensteuergesetz.html>, [08.03.2005]

Vendura Finanzkontor GmbH (2005b): Einkommensteuer Schiffsbeteiligungen, <http://vendura.vendura-gruppe.de/SchiffEinkommensteuer.html>, [08.03.2005]

WAGNER, J. (2005): Steuerliche Hinweise <http://www.wagnerfinancials.de/content/infos/hinweis.htm>, [21.03.2005]

Wertpapier Das Börsenjournal (2005): Nicht nur für Steuertrickser, <http://www.wertpapier.de/nest/index.php?render=artikel&art=124>, [10.03.2005]

<http://www.ganz-recht.de/stlehre/Ausland/finl5.htm>, 06.03.2002

<http://www.hazine.gov.tr/mevzuat/tm100.htm>

<http://www.eximbank.gov.tr>, 08.02.2002

<http://www.gapdogukalkinma.com/ticaret/210.Deniz%20kredi.htm>

Ek 1

Gemi İşletme Şirketi Genel Müdür Görev Tanımı

Unvan : Genel Müdür

Görev ve Sorumluluklar

- √ Günlük ihracat /ithalat faaliyetlerini koordine etmek
- √ Çalışanları kontrol etmek
- √ Çalışanların şirket amaçlarına göre çalışmalarını sağlamak
- √ Şirket kural ve prosedürlerine uygun çalışmak
- √ Dünya ticaretini ve sektörünü gözlemlemek
- √ Muhasebe Müdürüyle mali durumu kontrol etmek
- √ Şirkette kariyer ve eğitimi teşvik etmek
- √ Şirket amacına uymadığında yönetim kuruluna rapor etmek
- √ Şirket faaliyetlerini şirket prensipleriyle birlikte yürütmek
- √ Şirketi temsil etmek
- √ Şirketin finans durumu ve faaliyetleri hakkında yönetim kurulunu bilgilendirmek

Ek 2

Gemi İşletme Şirketi Operasyon Müdürü Görev Tanımı

Unvan : Operasyon Müdürü

Görev ve Sorumluluklar

- √ İstanbulda bulunan merkez ofisten personel ve teknik konularla ilgili sürekli bilgi edinmek.
- √ İstanbuldaki merkez ofisle koordineli olarak gemilerin bakımlarını ve tamirlerini takip etmek.
- √ İstanbul merkez ofis ve acentelerle koordineli olarak gemilerin para, kumanya, yedek parça ve ihtiyaç malzemelerini temin etmek.
- √ Tüm gemilerin liman ve yerel otoritelerle ilgili olan eylemlerini takip etmek.
- √ Gemilerin sertifikalarını takip etmek.
- √ Deniz personeli ile ilgili tüm faaliyetleri İstanbul merkez ofisle koordine ve idare etmek.
- √ Çalışanlara gelişim için motive ve önderlik etmek.
- √ Gemi alım satımında İstanbul merkez ofisle koordineli çalışmak.
- √ Yukarıda yazılı hususlar ve ödemeler konusunda Genel Müdüre rapor vermekten sorumludur.

Ek 3

Gemi İşletme Şirketi Teknik Müdür Görev Tanımı

Unvan : Teknik Müdür

Görev ve Sorumluluklar

- √ Planlı bakımı izlemek ve hazırlamak.
- √ Seferden önce ve sonra geminin bütün teknik ihtiyaçlarını belirlemek ve hazırlamak. Bu amaç için gerekli tüm organizasyonu yapmak ve Genel Müdüre rapor etmek.
- √ Gemilerin isteklerini değerlendirerek operasyon bölümüyle koordineli olarak istekleri sağlama
- √ Seferden önce gemilerin tüm teknik hazırlıklarını değerlendirmek ve denetlemek.
- √ Gemilerin yedek parça ve yağ durumunu takip etmek.
- √ Gerekli teknik raporları hazırlamak.
- √ Gemilerin havuz ve tamir işlemlerini izlemek.
- √ Gemilere malzeme sağlarken Genel Müdür ve Operasyon Müdürüyle koordineli çalışmak.
- √ Teknik personel alımı için personel departmanı ile koordineli çalışmak.
- √ İmkan ve gerek olduğunda gemi denetimlerini yapmak.

Ek 4

Emisyon Meclisi Genel Müdür Görev Tanımı

Ünvan : Genel Müdür

Görev ve Sorumluluklar

√ Ortaklar ve üst yönetimle ilişki yönetimi
√ Üst yönetime düzenli raporlamalar (bütçe, bilanço, likidite)
√ Gelecek satış hedefleri Varolan filo Yeni inşaa programı (1.150 +1.700 TEU)nı baz alarak
√ MD ye Kar /nakit para hedging teklifleri
√ KG'nin gelecek borç anlaşmaları
√ Back Office ile müşteri ilişkileri
√ Gemilerin değerlendirilmesi
√ Hukuk danışmanıya beraber kontrat hazırlamak
√ Vergi danışma ilişkileri
√ Onaylı bütçeye göre personel alımı
√ Temsilcilik
√ Yıllık rapor ve bütçe kontrolü
√ Yönetim (Management) şirketiyle iş birliği
√ Ortaklar/danışmanlarla toplantı

Ek 5

Emisyon Meclisi Satış Müdürü Görev Tanımı

Unvan : Satış Müdürü

Görev ve Sorumluluklar

√ Yeni satış ortakları bulmak
√ Piyasaya girmeden önce yeni ürünleri kontrol etmek
√ Satış ortakları için ürün eğitimi
√ Pazar araştırması
√ Satış ortaklarının yetiştirilmesi
√ Satış sonrası hizmet
√ Personel eğitimi
√ Pazarlama kavramı
√ Genel Müdüre raporlama

Ek 6

Emisyon Meclisi Proje ve Operasyon Müdürü Görev Tanımı

Unvan : Proje ve Operasyon Müdürü (Emisyon Meclisi)

Görev ve Sorumluluklar

√ Gemi finansı hesap programını güncellemek.
√ Farklı gemi projelerini hesaplanmak.
√ Belirli proje değerlerini koordine etmek.
√ Pazar araştırması yapmak.
√ Hesapları Genel Müdüre sunmak.
√ Danışmanlarla hesapları kontrol etmek.
√ Satış ortaklarıyla hesaplamaları görüşmek.
√ Satış broşürünü hazırlanmak.
√ Piyasa görüşünün talebi - dokümantasyon
√ Değer talebi – dokümantasyon
√ Vergi danışmanlarıyla görüşme ve koordine etmek.
√ Hukuk danışmanlarıyla görüşme ve koordine etmek.
√ Şirket içinde değişik bölümlerle görüşme ve koordine etmek.
√ Bütçe ve yıllık raporu kontrol etmek.
√ İşletme şirketiyle koordinasyonu sağlamak.

03.09.2007 Beginnig 01.02.2008 Calc. 1 Version 1

MV 1.155 TEU + MV 1.900 TEU

01.12.2007 01.02.2008

Investment Plan

- in T€ -

INVESTMENT

Purchase Pri		57.540	
Various		0	57.540
Professional Costs		200	
Managing Owner Fee		50	
Conception Fee	2,25%	270	
Marketing and Structuring Fee	1,92%	230	
Placement Fee		0	
Placement Fee 1 reg.	6.100 10%	610	
Trustee	0,25%	15	
Interest		620	1.995 11,5%
Agio (Investor Capital)	5%	305	2,5%
Liquidity Reserve		1.840	14,0%
Total Investment		61.680	

FINANCING

Bank Loan 1	27%	15.750	
Bank Loan 2	42%	24.500	
Creditline		500	40.750
Part Earnings from 15 Months Operation			8.625
Silent Partnership 1		0	
Silent Partnership 2		0	
Owners Participation		5.879	
Seller, Manag. Owner Issuing house		21	
Investor Capital		6.100	12.000
Agio (investor Capital)			305
Total Financing		61.680	

Various:

Quantity of Vessels	2
I. Depreciation:	
Scrap Value	2745
Scrap Value in t	5.083

Manuelle Anpassung der Afa an die Restnutzungsdauer beachten!

II. Bank Loan 1:

Interest Rate	5,70%
Repayment installment.	4
Repayment Period	15

Bank Loan 2:

Interest rate	5,70%
Repayment installment.	4
Repayment Period	15

Exchange rate	T€	T€
US\$/€		1,0000
MoA price	57.500	57.500
Building superv.	0	0
Garantee	0	0
Extra Costs	40	40
Take O. Costs	0	0
Positioning	0	0
Purch. Costs 1	57.540	57.540
Equipment		0
Total Purchase Costs		57.540

Purchase Price

58.000

deduction

0

12 months liquidity

57.500

Terms:

Life Time	17,085
Tonnage Tax Model	Ja
Beginning Tonnage Tax	2007

Specification:

III. Charter :

Exchange Rate US\$/€	1,00
Time Charter in TS p.d.	18.000
Time Charter in € p.d.	18.000
Broker Commissions	0,00%
Management Fee	2,00%
IV. Costs :	
Running Costs in \$ p. day	4.875 OPEX € 1.300
Increase in %	2,5%
Administration Costs	80
Increase in %	2,50%
Trustee p. year	20

V. Interest for Investor Capital :

1. Year 2007	30
2. Year 2008	539
3. Year 2009	50
4. Year	0
	620

VI. Silent partnership:

Interest Rate	Bet. 1 6,0%	Bet. 2 5,00%
Dividend/Interest	Ja	Ja
Dividend equal Investor Capital	Nein	Nein

VII. Various:

Delivery Month	12
Delivery Year	2007
German Business Tax-Quota	470%
Provisions for Trustee	0,25%
Liability Fee	10
Selling Price	30,0%
Selling Provisions	0%
Selling Provision Trustee	0,33%
Selling Year	2024

VIII. Investor Capital:

Payment Terms in % :	
1. Year	0,0%
2. Year	105,0%
3. Year	0,0%
4. Year	0,0%
	105%

Investment Share in EUR

100.000

Net Tonnage

6.808

3.9.07
MV 1.155 TEU + MV 1.900 TEU

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Operatiobn days	31	689	718	718	709	718	699	718	718	709	718	699	718	718	709	718	699	718	0	0
	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE	TE
TC-€ p.d.	11000	14353	14500	10875	10899	10750	10696	10375	10250	10146	10125	10081	9875	9625	9642	9625	8446	8500	0	0
Rate US \$/€	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
TC-€ p.d.	11000	14353	14500	10875	10899	10750	10696	10375	10250	10146	10125	10081	9875	9625	9642	9625	8446	8500	0	0
TC-gross p.a.	341	9889	10411	7808	7727	7719	7476	7449	7360	7193	7270	7047	7090	6911	6837	6911	5904	6103	0	0
Broker Commissions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	74	76	0	0
Management Fee	7	151	157	147	146	146	142	140	139	136	137	134	134	130	129	173	148	153	0	0
Net-TC p.a.	334	9738	10254	7661	7581	7573	7334	7309	7221	7057	7133	6912	6957	6780	6707	6738	5682	5874	0	0
less:																				
Liability Fee	10	10	10	11	11	11	11	11	12	12	12	12	13	13	13	13	18	18	0	0
Running Costs in €	69	1764	1808	1853	2064	1947	2225	2046	2097	2337	2203	2518	2314	2553	2841	2682	3069	3346	0	0
Administration Costs	80	82	84	86	88	91	93	95	97	100	102	105	108	110	113	116	119	122	0	0
German Bus. Tax	27	5	5	5	5	6	6	6	5	5	5	5	5	6	6	6	7	1	0	0
Interests Loan 1+2	77	2268	2284	2113	1943	1633	1475	1318	1203	1040	877	746	575	439	254	69	0	0	0	0
Repayment Loan 1+2	0	719	2675	2675	2875	2875	2875	2875	2875	2875	2875	2875	2875	2875	2875	2156	0	0	0	0
Exchange Rate diff.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest Inves. Capital	30	539	50	0																
Cash-flow p.a. 1	41	4351	3137	717	594	1011	649	958	932	688	1058	652	1067	784	604	1695	2470	2387	0	0
Silent Partnership 1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Silent Partnership 2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cash-flow p.a. 2	41	4351	3137	717	594	1011	649	958	932	688	1058	652	1067	784	604	1695	2470	2387	0	0
Liquidity	541	6310	3697	939	934	1225	1154	1272	1364	1212	1430	1242	1469	1413	1177	1912	2702	2809	289	289
Repayments																				
in % of Capital	0,00%	0,0%	5,0%	5,0%	6,0%	6,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	8,0%	14,0%	19,0%	21,0%	0,0%	0,0%
in TE	0	0	600	600	720	720	840	840	840	840	840	840	840	840	960	1680	2280	2520	0	0
Liquidity after Repayments	541	6310	3097	339	214	505	314	432	524	372	590	402	629	573	217	232	422	289	289	289
Dividends/Interest																				
Silent Partners. 1 in %	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
in TE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Silent Partners. 2 in %	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
in TE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Repay. of S. Credite	0	5750	2875																	
Liquidity after Repayment/Dividends																				
Total	541	560	222	339	214	505	314	432	524	372	590	402	629	573	217	232	422	289	289	289

3.9.07
MV 1.155 TEU + MV 1.900 TEU

Tax Calculation

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Tax book value	57540	58669	52123	46342	41239	36733	322754	29241	26139	23401	21106	18811	16515	14220	11925	9630	7335	5040	2745	2745	
Soft Costs	1680																				
J. Scrap Value	2745																				
Depreciation Basis	56475	55925	49378	43598	38494	33988	30009	26496	23395	20656	18361	16066	13771	11478	9180	6885	4590	2295			
Degr. Depreciation	551	6547	5780	5104	4506	3979	3513	3102	2739												
Lin. Depreciation										2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	0	2745
Total Depreciation	551	6547	5780	5104	4506	3979	3513	3102	2739	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	0	2745
Cash-flow p.a. 1	41	4351	3137	717	594	1011	549	958	932	688	1058	652	1067	784	604	1695	2470	2387	0	0	
Repayment Loan 1	0	281	1125	1125	1125	1125	-1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	844	0	0	0	0	
Repayment Loan 2	0	438	1750	1750	1750	1750	-1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1313	0	0	0	0	
Company Result	41	5069	6012	3592	3469	3886	3524	3833	3807	3563	3933	3527	3942	3659	3479	3851	2470	2387	0	0	
Less:																					
Dividends Silent P. 1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Dividends Silent P. 2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Total Depreciation	551	6547	5780	5104	4506	3979	3513	3102	2739	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	2295	0	2745
Exchange Rate Diff.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Tax Result	-510	-1477	232	-1511	-1037	-93	11	731	1088	1268	1638	1232	1647	1364	1184	1556	174	92	0	-2745	
Tax Result kum.	-510	-1987	-1755	-3267	-4304	-4396	-4385	-3654	-2586	-1318	321	1552	3199	4563	5747	7304	7478	7570	7570	4825	
Tonnage Tax Res.	18	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	
Tax Result in %	-4,2%	-12,3%	1,9%	-12,6%	-8,6%	-0,8%	0,1%	6,1%	8,9%	10,6%	13,7%	10,3%	13,7%	11,4%	9,9%	13,0%	1,5%	0,8%	0,0%	-22,9%	
Tonn. Tax Res. In %	0,150%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,300%	0,000%	
Tax Result Bus. Tax in %	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,0%	

Final Balance (TEUR)

Sales Price	17400	Investor Capital (+ Agio)	12305
Liquidity	289	Tax Result kum.	4825
Loan + Exch. Rate Diff.	-500	Sales Price	17400
Silent Partner	0	Scrap Value	-2745
Interest Silent Partner	0	Interest Silent Partner	0
Special Int. Sil. Partner	0	S & P. Comm/ Trustee	-20
S & P. Commiss.	0	Tax Result Sales	14635
Trustee Fee	-20	Repayments kum.	-16800
	17169		14966

Gewinnerzielungsabsicht :	
Endabrechnung	14966
Ausschüttungen	16800
	31766
KG-Kapital	12305
Ergebnis	19461
Reserve	158,2%

Sales Price in TEUR	17.262
Tax Result kum.	4.825

Tonnage Tax Diff. § 5a EStG in € 0 Auswählen!

3.0.07
MV 1.155 TEU + MV 1.900 TEU

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025	
		EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	
Bank Loan 1																						
Valuta		15750	15750	15469	14344	13219	12094	10969	9844	8719	7594	6469	5344	4219	3094	1969	844	0	0	0	0	0
Repayment 1		0	0	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	0	0	0	0	0
Add. Repayment. 1. Q.																						
Repayment 2		0	0	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	0	0	0	0	0
Add. Repayment 2. Q.																						
Repayment 3		0	0	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	0	0	0	0	0
Add. Repayment 3. Q.																						
Repayment 4		0	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	0	0	0	0	0	0
Add. Repayment 4. Q.																						
Valuta Years End		15750	15469	14344	13219	12094	10969	9844	8719	7594	6469	5344	4219	3094	1969	844	0	0	0	0	0	0
Add. Repsym. Total		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Repayment Total		0	281	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	844	0	0	0	0	0
Repayment €		0	281	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	1125	844	0	0	0	0	0
Exchange Diff.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest:	Days:	5,700%	5,860%	5,860%	5,860%	5,860%	5,400%	5,400%	5,400%	5,600%	5,600%	5,600%	5,850%	5,850%	6,350%	6,350%	6,350%	7,000%	7,000%	7,000%	7,000%	7,000%
1. Quarter	90	0	231	227	210	194	163	148	133	122	109	91	78	62	49	31	13	0	0	0	0	0
2. Quarter	91	0	233	225	200	192	161	146	131	119	104	88	75	58	45	27	9	0	0	0	0	0
3. Quarter	92	0	238	223	208	190	159	144	128	117	101	85	71	56	41	23	5	0	0	0	0	0
4. Quarter	92	77	236	219	202	185	155	140	124	113	97	81	67	50	37	18	0	0	0	0	0	0
	365																					
Interest €		77	636	604	627	760	630	577	516	471	407	343	292	225	172	99	27	0	0	0	0	0
Interest €		77	636	604	627	760	639	577	516	471	407	343	292	225	172	99	27	0	0	0	0	0
Interest +																						
Repayment 1		77	1217	2019	1952	1885	1764	1702	1641	1596	1532	1468	1417	1350	1297	1224	871	0	0	0	0	0
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025	2025
Bank Loan 2																						
Valuta		24500	24500	24063	22313	20563	18813	17063	15313	13563	11813	10063	8313	6563	4813	3063	1313	0	0	0	0	0
Repayment 1		0	0	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	0	0	0	0	0
Add. Repayment. 1. Q.																						
Repayment 2		0	0	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	0	0	0	0	0
Add. Repayment 2. Q.																						
Repayment 3		0	0	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	0	0	0	0	0
Add. Repayment 3. Q.																						
Repayment 4		0	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	438	0	0	0	0	0	0
Add. Repsym. 4. Q.																						
Valuta Years End		24500	24063	22313	20563	18813	17063	15313	13563	11813	10063	8313	6563	4813	3063	1313	0	0	0	0	0	0
Add. Repsym. Total		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Repayment Total		0	438	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1312,5	0	0	0	0	0
Repayment €		0	438	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1750	1313	0	0	0	0	0
Exchange Diff.		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest:	Days:	5,700%	5,860%	5,860%	5,860%	5,860%	5,400%	5,400%	5,400%	5,600%	5,600%	5,600%	5,850%	5,850%	6,350%	6,350%	6,350%	7,000%	7,000%	7,000%	7,000%	7,000%
1. Quarter	90	0	235	353	327	301	254	230	207	190	165	141	122	96	76	49	21	0	0	0	0	0
2. Quarter	91	0	363	350	324	298	251	227	203	186	161	136	118	91	70	42	14	0	0	0	0	0
3. Quarter	92	0	367	347	321	295	248	223	199	182	157	131	111	85	64	35	7	0	0	0	0	0
4. Quarter	92	0	367	341	314	288	242	217	193	175	150	125	105	78	57	28	0	0	0	0	0	0
	365																					
Interest €		0	1332	1390	1285	1182	994	898	802	733	633	534	454	350	267	155	42	0	0	0	0	0
Interest €		0	1332	1390	1285	1182	994	898	802	733	633	534	454	350	267	155	42	0	0	0	0	0
Interest +																						
Repayment 2		0	1770	3140	3036	2932	2744	2648	2552	2483	2383	2284	2204	2100	2017	1905	1354	0	0	0	0	0
Repayment +																						
Interests Total 1+2		77	2887	5159	4965	4818	4508	4350	4193	4076	3915	3752	3621	3450	3314	3129	2225	0	0	0	0	0

3.9.07
MV 1.155 TEU + MV 1.900 TEU

SBE 500
SBA 350 70%
SBG 150

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Business Tax																				
\$5a EStG Diff. Amount	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tax Result	18	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	0	0
Liability Fee	10	10	10	11	11	11	11	11	12	12	12	12	13	13	13	13	18	95	0	0
Soft Cost Turkon	150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Soft Cost Trustee	8	10	10	11	11	11	11	12	12	12	12	13	13	13	14	14	14	24	0	0
Business Tax Result 1	186	56	57	57	58	58	59	59	60	60	61	61	62	62	63	64	68	155	0	0
Reduction	186	56	57	57	58	58	59	59	60	60	61	61	62	62	63	64	68	31	0	0
Kumm. Loss	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Subtotal	186	56	57	57	58	58	59	59	60	60	61	61	62	62	63	64	68	31	0	0
Business Tax Result 2	186	56	57	57	58	58	59	59	60	60	61	61	62	62	63	64	68	31	0	0
Tax Allowances	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	-25	0	0
Taxable Result	161	32	32	33	33	34	34	35	35	36	36	37	37	38	38	39	44	6	0	0
Loss Carried Forward	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Factor	3,50%																			
German Business Tax	27	5	5	5	5	6	6	6	5	5	5	5	5	6	6	6	7	1	0	0

Tonnage Tax Difference Amount - § 5a EStG

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Depreciation																				
Book Value	55925	52123	46342	41239	36733	32754	29241	26139	23401	21106	18811	16515	14220	11925	9630	7335	5040	2745	2745	0
Market Value																				
Total Purch. C.	57500																			
Utilization Period	17,085	Years																		
Depr. p.y.	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%	5,85%
Rest in %	94,15%	88,29%	82,44%	76,59%	70,73%	64,88%	59,03%	53,18%	47,32%	41,47%	35,62%	29,76%	23,91%	18,06%	12,20%	6,35%	0,50%	-5,33%	-11,21%	-17,06%
Rest in T€	54134	50769	47403	44038	40672	37307	33941	30576	27210	23845	20479	17114	13748	10383	7017	3652	286	-3079	-6445	-9811
Rest in TEURO	54134	50769	47403	44038	40672	37307	33941	30576	27210	23845	20479	17114	13748	10383	7017	3652	286	-3079	-6445	-9811
Difference Amount Regarding	0	0	0	0	0	0	0	0	0											

Tonnage Tax Payments p. Year		
NRZ	6.808	€
Result Per Day to 1.000 NRZ	0,92	€ per day
1.001 to 10.000 NRZ	0,69	40
10.001 to 25.000 NRZ	0,46	0
over 25.000 NRZ	0,23	0 49
Tonnage Tax Result p. Year - § 5a EStG	36 T€	total

Time Charter Rates Calculation - EUR

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Charter days 1 TC	31	359	359	359	350	359	359	359	359	350	359	359	359	359	350	359	359	359	0	0
Charter days 2 TC	0	330	359	359	359	359	340	359	359	359	359	340	359	359	359	359	340	359	0	0
Charter days 3 TC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Charter days Total	31	689	718	718	709	718	699	718	718	709	718	699	718	718	709	718	699	718	0	0
T/C-Rate 1.	11.000	11.000	11.000	9.000	9.000	8.750	8.750	8.750	8.500	8.500	8.500	8.500	8.250	8.250	8.250	8.250	6.500	6.500	0	0
T/C-Rate 2.	0	18.000	18.000	12.750	12.750	12.750	12.750	12.000	12.000	11.750	11.750	11.750	11.500	11.000	11.000	11.000	10.500	10.500	0	0
T/C-Rate 3.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yearly-T/C p.d.	11.000	14.353	14.500	10.875	10.899	10.750	10.696	10.375	10.250	10.146	10.125	10.081	9.875	9.625	9.642	9.625	8.446	8.500	0	0
Broker Commissions	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	1,3%	0,0%	0,0%
Management Fee	2,0%	2,0%	2,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	0,0%	0,0%

Running Costs Calculation - US\$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
OPEX p.d. in US\$	2.250	4.875	4.997	5.122	5.250	5.381	5.516	5.654	5.795	5.940	6.088	6.240	6.396	6.556	6.720	6.888	7.060	7.237	7.418	7.603
Escalation Rate p.a.		0,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Operation Days	31	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	0	0
OPEX p. year	70	1.779	1.824	1.869	1.916	1.964	2.013	2.064	2.115	2.168	2.222	2.278	2.335	2.393	2.453	2.514	2.577	2.641	0	0
Dry Docking/ Class \$					200		275			225		310			250		350			
Total OPEX p.a.	70	1.779	1.824	1.869	2.116	1.964	2.288	2.064	2.115	2.393	2.222	2.588	2.335	2.393	2.703	2.514	2.927	2.641	0	0
Exchange Rate €/US\$	1,3800	1,3800	1,3800	1,3800	1,3800	1,3800	1,3800	1,3800	1,3800	1,3800	1,3800	1,3800	1,3800	1,2500	1,2500	1,2500	1,2500	1,0000	1,0000	1,0000
OPEX p.a. in €	51	1.289	1.322	1.355	1.533	1.423	1.658	1.495	1.533	1.734	1.610	1.875	1.692	1.914	2.162	2.011	2.342	2.641	0	0
OPEX €	600	1.300	1.333	1.366	1.400	1.435	1.471	1.508	1.545	1.584	1.624	1.664	1.706	1.748	1.792	1.837	1.883	1.930	1.978	2.028
Escalation Rate p.a.		0,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Operation Days	31	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	0	0
OPEX p. year €	19	475	486	499	511	524	537	550	564	578	593	607	623	638	654	670	687	704	0	0
Dry Docking/ Class €					20		30			25		35			25		40			
Total OPEX in €	69	1.764	1.808	1.853	2.064	1.947	2.225	2.046	2.097	2.337	2.203	2.518	2.314	2.553	2.841	2.682	3.069	3.346	0	0

Investors Calculation

MV 1.155 TEU + MV 1.900 TEU

Investment Share 100.000 in €

Year	Investor Paym.	Tax Loss	Tax Outpaym.	Repayments	Tax Payments	Liquidity per Year	Tax in percentage kum.	IRR- Ermittlung
2007	0	0	0	0	0	0	0	44,310%
2008	-105000	0	0	0	-142	-105.142	-105.142	47,475%
2009	0	0	0	5000	-142	4.858	-100.285	47,475%
2010	0	0	0	5000	-142	4.858	-95.427	47,475%
2011		0	0	6000	-142	5.858	-89.569	47,475%
2012		0	0	6000	-142	5.858	-83.712	47,475%
2013		0	0	7000	-142	6.858	-76.854	47,475%
2014		0	0	7000	-142	6.858	-69.996	47,475%
2015		0	0	7000	-142	6.858	-63.138	47,475%
2016		0	0	7000	-142	6.858	-56.281	47,475%
2017		0	0	7000	-142	6.858	-49.423	47,475%
2018		0	0	7000	-142	6.858	-42.565	47,475%
2019		0	0	7000	-142	6.858	-35.708	47,475%
2020		0	0	7000	-142	6.858	-28.850	47,475%
2021		0	0	8000	-142	7.858	-20.992	47,475%
2022		0	0	14000	-142	13.858	-7.135	47,475%
2023		0	0	19000	-142	18.858	11.723	47,475%
2024		0	0	21000	-142	20.858	32.581	47,475%
2025		0	0	0	0	0	32.581	47,475%
2026		0	0	0	0	0	32.581	47,475%
	-105.000	0	0	140000	-2.419	32.581		
Ship Sale				143.078	0	143.078		44,310%
				Net Surplus		175.659		

Internal Rate of Return after Tax 8,25%

§2b EStG Ratio 99%

Internal Rate of Return before Tax 8,38%

Sellers Credit:		T€		Interest Sellers Credit		T€		
Purchase Price		58.000						
Bank Loan		40.250						
Repayments		<u>0</u>						
		17.750						
				1.155 TEU			1.900 TEU	
Bank Loan Equity Finance				3.375	Bank Loan Equity Finance			5.250
		Starting	Ending		Starting	Ending		
2007		01.12.2007	31.12.2007	17,0	2007		0,0	
2008		01.01.2008	30.06.2008	102,5	2008	01.02.2008	30.06.2008	
				<u>119,5</u>			<u>132,3</u>	
							132,3	
Seller's Credit				3.375	Seller's Credit			5.250
2007	Installment	<u>4,75%</u> Starting	Ending		2007	Installment	<u>4,75%</u> Starting	Ending
1.period	0	01.12.2007	31.12.2007	13,2	2008			
2008					1 period	875	01.01.2008	31.03.2008
2.period	562,5	01.01.2008	31.03.2008	39,5	2. period	875	01.04.2008	30.06.2008
3.period	562,5	01.04.2008	30.06.2008	32,9	3.period	875	01.07.2008	30.09.2008
4.period	562,5	01.07.2008	30.09.2008	26,6	4.period	875	01.10.2008	31.12.2008
5.period	562,5	01.10.2008	31.12.2008	20,0				
2009					5.period	875	01.01.2009	31.03.2009
6.period	562,5	01.01.2009	31.03.2009	13,0	6.period	875	01.04.2009	30.06.2009
7.period	562,5	01.04.2009	30.06.2009	6,6				
				<u>151,9</u>				<u>215,8</u>
								215,8

ÖZGEÇMİŞ

Doğum tarihi	: 13/02/1965
Doğum yeri	: İstanbul
Lise	: 1979 – 1983, Deniz Lisesi
Lisans	: 1983 – 1987, Deniz Harp Okulu
Yüksek Lisans	: 1988 – 1991, İstanbul Üniversitesi
Çalıştığı Kurumlar	: 1997 – Deniz Kuvvetleri 1991 – devam ediyor – Turkon Holding