

KALDIRAÇLI ŞİRKET ELE GEÇİRMELERİ (LEVERAGED BUY OUT-LBO) ve TÜRKİYE UYGULAMALARI: BORÇ YİĞİDİN KAMÇISI MI?

İsmail YILDIRIM

Hitit Üniversitesi
Meslek Yüksekokulu, 1916, Çorum
E-posta: ismailyildirim@hitit.edu.tr

Tuba GÜLCEMAL

Cumhuriyet Üniversitesi
Gemerek MYO, Gemerek-Sivas
E-posta: tuba.gul@hotmail.com

Özet

Son yıllarda küresel likidite bolluğu ve batılı ülkelerdeki düşük faiz ortamı sayesinde leveraged buy-out (LBO) piyasası dikkate değer biçimde büyüme kaydetmiştir. LBO en basit tanımıyla kaldıraçla bir şirketin ele geçirilmesi işlemidir. Daha detaylı tarif etmek gerekirse; bir grup işadamı ya da piyasa oyuncusu halka açık ve hisseleri piyasada işlem gören bir şirketi ele geçirmek için karar veriyorlar. Hedef şirketi ele geçirmek isteyenler gerekiyorsa şirketin içinden de bazı yöneticileri kendi ekiplerine alıyorlar. Söz konusu işlem operasyonu başlatan ekibin kontrol ettiği bir girişim sermayesi firması tarafından yapılıyor. Şirketi ele geçirmek için gerekli olan kaynak ise hemen uluslararası piyasalardan ucuz faiz oranları ile temin ediliyor.

Bu çalışmada; Türkiye’de örnekleri görülmeye başlayan LBO işlemlerinin gerek şirketler gerekse piyasalar bakımından ortaya çıkabilecek muhtemel etkileri üzerinde durulmuştur.

Anahtar Kelimeler: *Kaldıraçlı Satın Alma, Management Buyout, Management Buyin,*

Alan Tanımı: İşletme (Finans)

LEVERAGED BUY OUT-LBO and APPLICATION IN TURKEY: DEBT IS THE SLAVERY OF THE FREE?

Abstract

In recent years, thanks to the global abundance in liquidity and lower interests in European countries, leveraged buy-out (LBO) market has substantially grown up. LBO simply means to take over a company via its loans. In other words, a group of businessmen or market participants decide to take over a public company or a company whose shares are traded at the exchange. Those people who want to take over the target company even convince some administrators of the company to join this act if necessary. The operation at issue is carried via venture capital company controlled by the team who started the operation. The required funding for this operation is instantly provided by international markets with cheaper interests.

In this study, potential effects of examples of these LBO operations started to be observed in Turkey are in focus in terms of companies and markets.

Key Words: *Everaged buy-out, Management Buyout, Management buyin*

JELClassification: G34,G15

1.GİRİŞ

Şirket ele geçirmeleri ve satın almaları çok eskiden beri rastlanan bir işlemdir. Satın alma işlemlerinin yüksek getirilerle sonuçlanmaları, fon fazlası olan şirketler ve büyük finansal kuruluşların yanında sınırlı kaynağa sahip olan yöneticileride borçlanarak satın almaya teşvik etmiştir. Son zamanlarda risk sermayesi kuruluşlarının, LBO uzman kuruluşlarının faaliyetlerini artırmalarıyla beraber borçlanarak gerçekleştirilen satın almalara sıkça rastlanır olmuştur.

Yöneticiler şirket ele geçirme ve satın alma fırsatı yakaladıklarında yada devlet işletmelerinin özelleştirilmesinde çeşitli kuruluşlardan sağladıkları krediyle şirketleri satın alabilirler. Ele geçirme ve satın almalarda kullanılan kredilerin anapara ve faiz ödemeleri şirket kaynaklarından karşılanacağından, yöneticiler yüksek performans göstererek nakit akışını düzenlemek durumunda kalırlar. Çoğu zaman kredi veren kuruluşlar da gözetim sağlamak ve tecrübelerini aktarmak amacıyla yönetime katılmayı uygun bulurlar.

2.KALDIRAÇLI SATIN ALMA TÜRLERİ

MBO, (Management Buy-Out), LBO işleminin şirketin mevcut yöneticileri tarafından gerçekleştirilmesidir. Küçük şirketlerde, yöneticiler kendi sermayeleri ve bankalardan aldıkları kredilerle satın alma işlemini gerçekleştirebilir ve kontrolü elde tutabilirler. Eğer satın alınacak şirket büyük bir şirket ise, gerekli finansman bankalardan karşılanmadığı durumlarda diğer finansman kuruluşlarından kaynak sağlanmaktadır. LBO işlemine katılan finansman kuruluşlarının kredi sağlamanın yanında sermaye koyma yolunu da tercih ettikleri oranda yöneticilerin sermayedeki payları azalacaktır. Bu sonuç LBO işlemleri bazı durumlarda yöneticilerin sermaye paylarını azaltarak işlem sonrasında kontrol sağlayacak oya sahip olmayabilirler.

Bu durum, işlem şirketin yöneticileri tarafından başlatılmış olsa da, finansman kuruluşlarının şirket kontrolünü ele geçirmesi ile noktalandığından MBO'dan çok MBI, Management Buy-In, şirket dışından yöneticilerin yönetimde kontrol sağlayacak oranda hisse sahibi olması, tanımına uymaktadır.

MBI, (Management Buy-In), LBO işleminin şirket dışından bir grup yönetici tarafından gerçekleştirilmesidir. MBI gerçekleşmesi için, şirket yöneticilerinin işleme taraf olmaları gerekmez. LBO uzman kuruluşları, uygun gördükleri bir şirkete satın alma teklifinde bulunabilirler. Ayrıca, yeni bir şirket kurma arifesinde olan bir grup yöneticinin, mevcut bir şirketi uygun bularak ve gerekli finansmanı sağlayarak LBO gerçekleştirmeleri de MBI yönetimine bir örnektir (Zeybek, 1996:11).

MBI yöntemi, gelişmiş para ve sermaye piyasaları ile çok sayıda LBO uzman kuruluşu sayesinde Amerika'da yoğunlukla kullanılmaktadır. Özellikle son dönemlerde, önceki işlemlerin başarılı olmalarıyla piyasaya fon arzı çok arttığından LBO kuruluşları işlem gerçekleştirecek şirket aramakta ve düşük kar marjı işlemlere girişmekten bile kaçınmamaktadırlar (Kaplan, 2002:315).

EBO, (Employee Buy-Out), bazı LBO işlemlerinde yönetim grubu hedef şirketin tüm çalışanlarını içine alacak şekilde genişler. Çalışanların LBO işlemine katılmalarına çalışanların satın alınması anlamına gelen Employee Buy-Out denir. EBO yöntemi, zaman zaman sermayenin tabana yayılmasını amaçlayan hükümet politikalarıyla teşvik edilmiştir. İngiltere'de National Freight Consortium'un 53,5 milyon £ fiyatla çalışanlarına satılması en bilinen örneklerdendir (Wright, Coyne, 1997).

3.LBO İŞLEMLERİNDE UYGUN FİNANSMAN PAKETİNİN SEÇİMİ

LBO'ya konu olan işlemin büyüklüğüne göre, gerekli finansman tutarı sadece banka kredisi kullanılarak karşılanabileceği gibi alternatif finansman tekniklerinin birkaçını da kullanarak gerçekleştirilebilir. LBO'lar genellikle 2 tür kredi dilimi ile finanse edilir. Büyük LBO'larda kredi dilimleri artabilir. Borçlanmanın yapılacağı banka ya da bankalar LBO işlemini organize eden finans şirketi tarafından özenle seçilir ve hedef firma hakkında bilgiler verilir. Bağımsız denetim kuruluşlarının yapmış oldukları değerlendirme (due-diligence) raporları bu bankalar tarafından incelenir ve bankalar LBO işlemine kreditor olmaya karar verirler. Bankanın sunduğu kredi dilimleri eşanlı olarak firmaya sağlanır. Bu kredilerden bir tanesi firmanın işletme finansmanı ihtiyacı için kullanacağı kısa vadeli rotatif kredidir (Kepez, 2008:2).

Öteki dilim ise vadesi 5 ile 10 sene olan uzun vadeli kredi dilimidir. Uzun vadeli kredi dilimleri faizleri genellikle gösterge hazine bonusu faizlerinin 1-2 puan üzerinde olmaktadır. Yüksek borçlanma beraberinde finansal riskleri (financial distress) de beraberinde getirmektedir. Resesyona, ekonomik krizler, rekabetin firma nakit akışını menfi etkilemesi gibi sebepler faiz ödemeleri üzerinde risk teşkil edebilir. Bunu bertaraf eden LBO'nun bünyesindeki ek borçlanma imkânlarıdır. Ara (mezzanine) finansman diye adlandırılan bu krediler ek borçlanma imkânlarını firmaya sağlamaktadır. Kredi formundaki ara finansman olanaklarının vadesi genellikle uzun vadeli kredilerden kısadır (5- 10 sene arasında bir yeredir) ve bu finansmanda uzmanlaşmış kuruluşlar tarafından verilir. Kredi formu dışında Bireysel plasman pazarından elde edilebileceği gibi firmanın kendisinin finansman bonusu (high yield bond, junk bond) ihraç ederek de ara (mezzanine) finansman sağlayabilir. Karşılığında teminat olarak genellikle sağlanan finansmanın bir kısmı geri alınır ya da hisse senedi üzerine rehin konulabilir. Aşağıdaki tabloda krediler ile ilgili detaylar şematik olarak gösterilmiştir (Kepez, 2008:2).

Şekil 1. LBO Borç yapısı

<u>Finansman Türü</u>	<u>% LBO</u>	<u>Maliyeti</u>	<u>Borç Verme Kriterleri</u>	<u>Kaynakları</u>
Uzun Vadeli Kredi	%50- %60	%7-%10	5- 10 yıl Tutar: Ebitda x 2-3 Faiz karşılama oranı =2 civarında	Bankalar Sigorta Fonları
Mezzanine Finansman	%20- %30	%10- %20	7-10 sene Ebitda x1-2	Mezzanine fonlar Junk Bond Market
Sermaye	%20- %30	%25- %40	4-6 yıllık çıkış stratejileri	Yönetim LBO fonları Yatırım Bankaları Private Equity Fonları

Kaynak: (Kepez, 2008:2)

LBO işlemlerinde birinci öncelikli kredi bankalar tarafından karşılanmaktadır. Ara finansman dediğimiz krediler ise her türlü sıralamada banka kredilerinden sonra, sermayeden önce gelirler.

4.LBO İŞLEMLERİNİN DÜNYA VE TÜRKİYEDEKİ UYGULAMALARI

4.1.LBO İşlemlerinin Dünyadaki Yeri

LBO işlemleri, gelişmiş para ve sermaye piyasaları, çok sayıda uzman kuruluşlar sayesinde ABD’de başlamış ve en büyük tutarlı işlemler bu ülkede gerçekleştirilmiştir. Daha sonra yavru işletmelerin yöneticilerine satışıyla, LBO işlemleri İngiltere’de gündeme gelmiş ve 1980’lerden itibaren de, Avrupa’da ortak pazarda rekabet edebilme kaygısıyla yeniden yapılanma gerekliliğini duyan ve kurucularının ayrılmasıyla devralacak yönetici arayışına giren şirketler için bir el değiştirme yöntemi olarak kullanılmıştır.

Tablo 1. ABD’deki LBO İşlem Hacimleri

Yıl	Şirket Başına Gerçekleştirilen Tutar
1990	400 Milyon US\$
2000	750 Milyon US\$
2006	1,3 Milyar US\$

Kaynak: <http://www.tasam.org/index.php?altid=1832> (15/05/2009)

1980’lerin sonu ile 1990’ların başında şirket başına ortalama 400 milyon dolar olan LBO işlemleri 2006 itibarıyla 1,3 milyar dolar düzeyine yükselmiştir.

1980’lerin başından itibaren LBO’lar özellikle ABD’de son derece önemli olmuştur. 1988 yılında toplam 188 milyar US\$ değerinde 410 tane satınalma işlemi LBO yöntemi ile gerçekleştirilmiştir. 1988 yılı sonunda hurda tahvil piyasasının düşmesi, konjonktürel etkiler sonucu LBO’lar artmıştır. 1980-1988 yılları arası LBO fonları 46 milyar US\$ civarında iken 1988-2000 yılları arasında LBO fonları 385 milyar US\$’lık bir büyüklüğe ulaşmıştır. LBO işlemi ile uğraşan firmalara fon sağlayan kreditorler LBO firmalarının kendi fonlarını da işlemlere konu etmesini istemişlerdir. 1988’de sermaye katılım oranı tüm işlemin %9,7’si iken bu oran 2000 yılında %38’e yükselmiştir. İlk LBO işleminin tam olarak ne zaman yapıldığı bilinmemekle beraber, II Dünya Savaşı sonlarında yapıldığı düşünülmektedir. Daha Büyük Buhran’ın etkileri tam olarak sona ermeden 2. dünya savaşının yıpratıcı etkisi ABD firmalarının borçlanma düzeylerini düşük tutmalarına sebep olmuştur. 1960’larda ABD firmalarında özellikle kurumsal yönetim ilkelerinin etkin olmadığı yönetim; firmalarda etkin olmuş ve bu durum firma kadrolarının şişmesine ve karlılığın düşmesine yol açmıştır (Kepez, 2008:1).

1970’lerde Kohlberg Kravis ve Roberts; Thomas Lee gibi finans firmaları bu şekilde çalışan firmalar üzerinden kar elde etme fırsatını görmüşlerdir. Yapılan işlemler 80’li yıllarda kitaplara, filmlere (Wall Street, Barbarlar Kapıda) konu olmuştur. Bugün herhangi bir kurumsal finans kitabını açıp LBO kısmına baktığınız zaman **Nabisco’nun satınalma öyküsünü** LBO firma değerlemesini de inceleyip değerlendirebilirsiniz (Kepez,2008:1).

En son Harrah’s Entertainment isimli bir Las Vegas’ta yerleşik eğlence sektöründe faaliyet gösteren bir şirketin, Apollo Management ve Texas Pacific Group isimli iki özel sermaye şirketi tarafından 17.1 milyar dolara satın alınması sebebiyle aranan fonlamada, yeterli ilgi olmaması nedeniyle 6.34 milyar dolarlık bononun üçte biri köprü kredisi veren kurumlara, geri kalan kısmı underwrite (kredinin tamamını üstlenme) eden bankalara kaldı (Tamer,2008:2).

Tablo2.ABD'deki LBO İşlemlerinin Özkaynak/Borç Oranlarının Karşılaştırılması

	1990	2000
Kaynak Türü	Yüzde	Yüzde
Toplam Borç	87	62
Teminatlı Kredi	59	32
Ara (Mezzanine) Finansman	28	30
Sermaye	13	38
Toplam	100	100

Kaynak: Boston Corporation's leveraged buyout business (2000)

ABD'deki LBO işlemlerinin özkaynak, borç oranları incelendiğinde toplam borcun %87 civarında olduğu ve bunun %59'unun teminatlı kredilerden diğer %28'inin ise ara finansmandan karşılandığı görülmektedir. 2000'li yıllarda ise LBO'larda sermaye katılım oranı %38'lere yükselmiştir.

4.2.Türk Mevzuatı Çerçevesinde LBO Uygulamaları

LBO işlemlerinin mevzuat değerlendirmesi, Türk Ticaret Kanunu, Borçlar Kanunu, Vergi Kanunları, Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde yapılmalıdır. LBO işleminde yeni kurulan bir şirketin hedef şirketi satın alması söz konusudur. Yeni şirketi kuran ortaklar, hedef şirketin de hisse senetlerini satın almak suretiyle ortağı olduklarından devir kararı alır, şirketin yeni kurulan şirkete devrini gerçekleştirerek işlemin gerçekleşmesini sağlar.

Türk Ticaret Kanunu'nda; satın alma işlemi, birleşme kavramında ele alınmaktadır. TTK'nın 146-151 hükümlerine göre birleşme; "bir veya birden çok ticaret ortaklığının malvarlığının tasfiye olunmaksızın içlerinden birine veya yeni kurulan bir ortaklığa geçmesi, bu suretle malvarlıklarının birleşmesi ve intikal eden malvarlığının karşılığı olarak intikal eden ortaklığın ortaklığını hesaplanan bir değiş tokuş ölçüsüne göre bünyesinde birleşilen ortaklıkta, kendiliğinden ortaklık payı kazanmasıdır" olarak tanımlanmaktadır.

Birleşmelerin geçerliliği ise Türk Ticaret Kanunu'nun 150 ve 151. maddelerinde düzenlenmiştir. Buna göre; birleşme kararı, ilan gününden itibaren üç ay sonra geçirilirlik ifade eder. Ancak kararın ilanından önce birleşen şirketler borçlarını yerine getirmiş, ya da borcu karşılayacak parayı T.C Merkez Bankasına ya da güvenilir diğer bir bankaya yatırmış ya da alacaklılar, şirketleri birleşmesine razı olmuş ise, birleşme kararı ilan gününden itibaren geçerli olur.

Sermaye Piyasası Kanunu ele alınarak LBO işlemleri incelenecek olursa; ilgili kanuna göre, LBO işlemlerinin sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içerisinde çalışmasını sağlamak, tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini temin etmek amacıyla kamuya açıklanması gerekmektedir.(Seri VIII, No:20 Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği)

LBO işlemleri ile ilgili olarak SPKn'nun 16. maddesi hükmü gereği bağımsız denetim yaptırılması istenebilir.

Yine şirket birleşmeleri ile ilgili SPKn'nun ilgili maddeleri uyarınca hisse senedi satın alma işlemlerine doğrudan çağrıda bulunarak da başlanabilmektedir. Seri IV, 8 nolu tebliğe göre Pay sahiplerine çağrıda bulunarak hisse senedi toplanmasına ilişkin esaslar belirlenmiştir.

4.3.Türkiye’de Gerçekleştirilen LBO Uygulamaları

Daha öncede belirtildiği gibi gelişmiş piyasalarda kaldıraçlı satın almalar sıkça rastlanan bir durumdur. Türkiye’de son yıllarda yapılan özelleştirmeler de yine aynı şekilde gerçekleşmiştir. Günümüzde kredi piyasasının genişlemesine paralel olarak kaldıraçlı satın alma örneklerini görmemiz mümkün olacaktır. Türkiye’de gerçekleştirilen kaldıraçlı satın alma örneklerini inceleyecek olursak;

Örnek 1: Tekelin İçki bölümünü iki yıl önceki özelleştirme ihalesinde 292 milyon US\$ satın alan Mey İçki, hisselerinin yüzde 90’ını ABD’li Texas Pacific Group (TPG)’a sattı. Mey İçki’nin Yönetim Kurulu Başkanı Hüsnü Doğan, devir işleminin gerçekleştiğini ve şirketin toplam değerinin 900 milyon dolar olarak tespit edildiğini söyledi. Texas Pacific Group’un Yönetici Ortağı Stephen Peel’de yapılan anlaşma uyarınca Mey’in hisse yapısının yeniden düzenlendiğini ve TPG’nin Mey İçki A.Ş.’nin referans hissedarı konumunu kazanmış bulunduğunu söyledi. Anlaşmayla TPG’nin Türkiye pazarındaki ilk kaldıraçlı satın almayı (Leveraged Buy-out) gerçekleştirdiğini söylemiştir (<http://www.hurriyetusa.com> 29 Nisan 2008).

Örnek 2: Koç Grubu, iştiraklerinden Döktaş’ın yüzde 55 hissesini, Finlandiya’da metal sektöründe faaliyet gösteren Componenta’ya 111 milyon dolara sattı. Componenta Döktaş için yüzde 15 primli fiyat ödemeyi kabul etti. Componenta şirketi satılmayı borçlanma ve 20 milyon avroluk hisseye çevrilebilir tahvil ihracıyla karşılamayı planlamıştır. (www.radikal.com.tr 2006)

Örnek 3: Denizbank’ı satın alan Belçika-Fransız sermayeli Dexia Bank’ın bu satın almanın finansmanında kullanmak üzere 500 milyon Avro tutarında bono ihraç edeceği belirtildi. Dexia bu satın alma için aynı amaçla 1 milyar Avro tutarında sermaye artışı yapacağını da açıklamış ve böylece Dexia Denizbank için 1,5 milyar Avro finansman sağlamış olacaktır(Ak Yatırım Günlük Bülten:2006:1)

5.SONUÇ

LBO işlemlerinin günümüzde gerek şirketler gerekse piyasalar bakımından birçok etkisi görülmektedir.

LBO işlemlerinin en önemli kısmı borçlanma yapısının ustalıkla planlanmasıdır. Her LBO işlemi endüstri ve şirket bazında birbirinden özerk olduğu için standart bir borçlanma sisteminden bahsetmek mümkün değildir. Yüksek borçlanma firmaları zorunlu olarak verimli çalışmaya itecektir. Bu şekilde firma şişman ve hantal yapısından kurtulabilir. Borç disiplini firmaları atıl operasyonlarını ve karsız işletmelerini tasfiye etmeye ya da küçülmeye ve teknoloji yatırımı yapmaya itmektedir. Kısaca borçlanma firmanın yönetim yapısının değişmesine ve verime doğrudan yol açmaktadır. Borçlanmanın diğer bir sonucu olarak, borç fonlaması sermaye fonlamasının önüne geçmekte ve bu da herhangi bir girişim sermayesi (private equity) firmasının şirkete ortak olarak girmesini sağlamaktadır. Borçlanmanın faizi işletmeye vergi kalkını olarak yardımcı olacaktır.

LBO işleminin piyasalarda birçok etkisi olmaktadır. En başta operasyon yapılan şirketin değeri artmakta ancak sözkonusu değer artışına rağmen satın alanlar yine de kârlı olmaya devam edebilmektedir. Aynı zamanda bu satın alma sebebiyle yeni ele geçirilen ve bu yüzden hisselerinde hareketlilik şirketin kote olduğu borsada bir canlanma olmaktadır. Günümüzde çoğu zaman bir piyasada yaşanan coşkunun diğer ülkelerde de benzer piyasalarda bir canlanmaya neden olduğu da iyi bilinmektedir.

Ancak LBO işlemleri sebebiyle kredi disiplininin bozulduğuna dikkat çeken bir çok uyarı da yapılmaktadır. Uluslararası Para Fonu (IMF), Nisan 2007 tarihinde yayımladığı Küresel Finansal İstikrar Raporu'nda son yıllardaki fonlama kolaylığının küresel ölçekte artan risk alma iştahı ile birleştiğinde kredi piyasasında gevşemeye neden olduğuna dair işaretler bulunduğu dikkat çekmektedir. Sözkonusu uyarı, Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) Aralık 2006'da yayımladığı AMB Finansal İstikrar Raporu'nda Avrupa piyasası için dile getirdiği durumun küresel ölçekte bir teyidi gibidir.

LBO nedeniyle çok borçlanmış olan şirketler yeni kredi bulamadıkları durumda çok zorluk yaşayabilirler ve bu kredi kurumlarında verdikleri borçları toplamak için bir telaş yaşanmasına neden olabilir. Böyle bir durumda küresel kredi pazarında açılan yeni kredi miktarında ciddi düşüş, hali hazırda verilmiş kredilerin geri ödemesinde bir sorun ve genel bir faiz artışı beklenebilir. Bu durum Türk bankalarının sendikasyon işlemleri ile kaynak bulması zorlaşabilecek, faiz yükü artacaktır. Bankalarımızın sözkonusu işlemlerinin cari açığın finansmanında önemli kaynak girişi yaratan işlemler oldukları göz önüne alındığında bu durumun Türkiye ekonomisi için genel bir risklilik haline işaret ettiği görülebilir.

Bankaların yurtdışından kredi bulması zorlaştığında yurtiçi kredi arzının kısıllacağı ve bunun büyüme üzerinde olumsuz etkisinin olacağı aşıkardır. Daha olumsuz bir senaryo düşünülecek olursa bankalarımızın açtıkları kredileri geri çağırılmaya başlaması halinde şirketler kesiminde iflaslar, işten çıkarmalar gibi olumsuzluklarla karşılaşılabilir. Ayrıca bilindiği üzere dış ticaretimiz son yıllarda hızla artmış ve ihracat işlemleri ekonomik büyümeye çok önemli katkıda bulunur hale gelmiştir. Ancak küresel piyasalarda yaşanabilecek bir kredi daralması ve müteakip küresel ekonomik aktivitede yavaşlama ihracat mallarımıza talebi düşürebilecek, dahası yurtiçi bankaların da kredi işlemlerinde aşırı temkinli davranmaya başlaması halinde dış ticaret finansmanı sağlamakta isteksizleşmeleri, garanti vermekten kaçınmaları halinde dış ticaretteki olumlu gelişmeler de ortadan kaybolabilecektir.

Sonuç olarak kredi piyasası tüm ekonomik aktivite için önemi haiz bir piyasadır. Kredi geniş para tanımına göre para arzının bir parçasıdır ve bu nedenle kredi kesilmesi (credit crunch) hali piyasada para kalmaması ile aynı olumsuzlukları çıkarabilecek bir durumdur. LBO işlemlerinin kredi piyasasını çökertmesi halinde Türkiye ekonomisi dahil tüm küresel ekonomiye çok zarar vereceği açıktır.

KAYNAKÇA

Ak Yatırım (2006). *Günlük Bülten*, www.akyatirim.com.tr , [İndirme Tarihi: 08.05.2009]

Blackstone Franks (2001) *Guide to Management Buy-Outs*, (10)-25.

Deloitte Türkiye. (2008). *Birleşme ve Satın Almalar 20 Milyar Dolara Demir Attı, 2007 Yılı Birleşme ve Satın Almalar Raporu*, www.deloitte.com.tr [İndirme Tarihi: 07.05.2009]

First Boston Corporation's leveraged buyout business <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html> [İndirme Tarihi:02.06.2008]

Kaplan, N. The Staying Power of Leveraged Buy-Outs, *Journal of Financial Economic*. 1999.

Kepez, M.(2008). Kaldıraçlı Satınalma (Leveraged Buyout-LBO) Borç Yiğidin Kamçısı mı?, <http://www.bilgeyatirimci.com>. [İndirme Tarihi: 03.04.2009]

Selçuk, H.(2007). Leveraged Buy-Out İşlemleri Türk Ekonomisi İçin Bir Risk Kaynağı Mı?,
<http://www.tasam.org/index.php?altid=1832> [İndirme Tarihi: 15.05.2009]

Sermaye Piyasası Kanunu

Tamer, E.(2008). Piyasalar Düzelmeden Önce Daha Kötü Olacak,
http://www.finanstrend.com/yazi_detail.asp?y=98. [02.04.2009]

Türk Ticaret Kanunu

Vergi Usul Kanunu

Wright Mike, Coyne John , Management Buy Out *Cambridge*, Woolhead. 1997.

www.radikal.com.tr (2006), Koç, Dökaş'ını Finlandiyalıya verdi, 26 Ekim 2006 tarihli haber.

Zeybek, Y.“Borçlanarak Gerçekleştirilen Şirket Satınalmaları”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını,
Yayın no:28, Ankara. 1996.