



**SERMAYE PİYASASI KURULU
KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ**

**EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ ALTYAPI FİNANSMANINDA
KULLANILMASI, DÜNYA ÖRNEKLERİ ve TÜRKİYE’DE
UYGULANABİLİRLİĞİ**

YETERLİK ETÜDÜ

Büşra DEĞERLİ
Uzman Yardımcısı

Temmuz, 2017

Ankara

YÖNETİCİ ÖZETİ

Altyapı yatırımlarından uzun vadede geri dönüş alınması, kamu kaynaklarının kısıtlılığı gibi nedenler altyapı yatırımlarında geleneksel finansman kaynaklarına ek olarak farklı finansman kaynaklarının kullanılması ihtiyacını doğurmaktadır. Yüksek tutarlı yatırım gerektiren altyapı projelerinde yer alan şirketler banka kredilerinin yanı sıra, daha uzun vadeli finansman olanağı sunan sermaye piyasasından da yararlanmaktadır. Emeklilik yatırım fonlarının altyapı projelerinin uzun vadeli yapısıyla uyumlu olması ve istikrarlı getiri sağlaması fonları yatırımcılar açısından cazip hale getirmektedir.

Ülkemizde devlet teşvikiyle ivme kazanan bireysel emeklilik sistemine ek olarak otomatik katılım sisteminin de devreye girmesiyle birlikte ulusal tasarrufların artırılması ve yatırım kaynağı olarak kullanılması hedeflenmektedir. Bu kapsamda tartışılan konulardan biri de emeklilik yatırım fonlarında biriken tasarrufları da kapsayacak daha büyük bir fonun oluşturulması projesidir. Türkiye’de yeni kurulmakta olan Varlık Fonu, altyapı yatırımlarına sermaye oluşturmayı amaçlamaktadır. Bununla birlikte, ulusal tasarrufların küresel piyasalarda daha etkin şekilde değerlendirilmesi planlanmaktadır.

Otomatik katılım sistemi ile kurumsal yatırımcı tabanının genişlemesi beklenmektedir. Ancak ülkemizde finansal okuryazarlık oranının istenilen düzeyde olmadığı dikkate alınarak, katılımcıların sistemde kalmasını teşvik etmek amacıyla yürütülen kampanyaların artırılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Bireysel emeklilik yatırım fonlarında biriken tasarrufların yatırım kaynağı olarak değerlendirilebilmesi ülkemizin ekonomik gelişimini olumlu düzeyde etkileyebilecek ve kamu sermayesi üzerinde oluşan kamusal hizmetlerin yükünü büyük ölçüde hafifletebilecektir. Öte yandan, ülkemizde emeklilik yatırım fonlarının portföy dağılımlarına bakıldığında, ağırlıklı olarak kamu borçlanma araçlarına yatırım yapıldığı görülmektedir. Bu kapsamda, emeklilik yatırım fonları, fon portföylerine, altyapı şirketlerinin ihraç ettikleri ortaklık paylarını veya gayrimenkul yatırım fonlarını dahil etmeleri hususunda teşvik edilmelidir.

Ülkemizde emeklilik yatırım fonlarının altyapı yatırımlarına yatırım yapabilmesi için, uygulamada olan gayrimenkul yatırım fonuna benzer olarak altyapı emeklilik yatırım fonu kurulabilmesinin hukuki altyapısı oluşturulabilir. Altyapı

emeklilik yatırım fonu kurulabilmesi için mevzuatta yapılması gereken değişiklikler şöyle özetlenebilir:

- Fon toplam değerinin belirli bir oranının altyapı yatırımlarından oluşması zorunlu tutulabilir.
- Borsa dışından fon portföyüne alınabilecek varlık türleri genişletilebilir.
- Fonun ağırlıklı olarak altyapı yatırımlarına yatırım yapacağı gözönünde bulundurularak, fon kurulu üyeleri için, altyapı yatırımları konusunda en az beş yıllık tecrübeye sahip olmak gibi özel şartlar zorunlu tutulabilir.
- Kurulacak fonun alım satım esasları mevcut uygulamadan farklılaştırılarak, katılımcıların fonlarda daha uzun süre kalması sağlanabilir.

Diğer taraftan, emeklilik şirketleri altyapı gayrimenkul yatırım fonu kurmaları, katılımcılar ise söz konusu fonu tercih etmeleri yönünde çeşitli vergisel avantajlar veya ek devlet katkısı ile teşvik edilebilir.

Bununla birlikte, ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sisteminin belirlenmiş katkı esaslı emeklilik planı (DC) yapısında olduğu ve dolayısıyla birikimin hangi yatırım aracında değerlendirileceğine katılımcıların karar verdiği gözönünde bulundurularak, katılımcıların “uzun vadeli yatırım” kavramı konusunda bilinçlendirilmesi de önem arz etmektedir.

Ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sisteminde katılımcılar fondan istedikleri zaman çıkabilmektedir bu durum fonlara daha likit varlıklara yatırım yapma yükümlülüğü getirmektedir. Altyapı yatırımları ise görece daha az likit yapıdadır. Bu çerçevede, emeklilik yatırım fonlarının uzun vadede kullanılabilmesi ve göreceli olarak daha az likit uzun vadeli yatırımlar yapabilmesi için fonların alım satım esasları farklılaştırılarak, katılımcıların fonlarda daha uzun süre kalması sağlanabilir ve bu şekilde söz konusu fonların altyapı yatırımlarına yatırım yapması teşvik edilebilir.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ.....	i
KISALTMALAR CETVELİ.....	v
GRAFİK, TABLO VE ŞEMA LİSTESİ.....	vi
1. GİRİŞ.....	1
2. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI.....	2
2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Tanımı.....	2
2.2. Dünya’da Emeklilik Yatırım Fonları.....	3
2.3. Türkiye’de Emeklilik Yatırım Fonları.....	7
3. ALTYAPI YATIRIMLARI	9
3.1. Altyapı Yatırımlarının Tanımı ve Özellikleri	9
3.2. Altyapı Yatırımlarının Finansmanı.....	10
3.2.1. Altyapı Yatırımlarında Kamu-Özel İşbirliği (KÖİ).....	11
3.3. Türkiye’de Altyapı Yatırımlarının Finansmanı	12
3.3.1 Toplu Konut Fonu (TKF) ve Kamu Ortaklığı Fonu (KOF)	13
3.3.2 Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS).....	14
3.3.3. Yap-İşlet-Devret Modeli	14
3.3.4. Yap-İşlet	16
3.4. Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Alternatif Yatırım Araçları ve Kurumsal Yatırımcılar Açısından Altyapı Yatırımlarının Finansmanı	16
3.4.1. Sukuk.....	18
3.4.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ...	21
3.4.3. Gayrimenkul Yatırım Fonları (GYF)	23
3.4.4. Gayrimenkul Sertifikaları	25
3.4.5. Türkiye Varlık Fonu.....	27
4. ALTYAPI YATIRIMLARININ FİNANSMANINDA EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ KULLANILMASI	26
5. DİĞER ÜLKE UYGULAMALARI.....	28
5.1. Kanada.....	28
5.2. Avustralya	32
5.3. Kanada ve Avustralya’nın Karşılaştırılması.....	34

6. SONUÇ VE ÖNERİLER	36
KAYNAKÇA	38

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
USD	:	ABD Doları
OECD	:	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
GSYH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
KÖİ	:	Kamu Özel İşbirliği
YİD	:	Yap-İşlet-Devret
Yİ	:	Yap-İşlet
BES	:	Bireysel Emeklilik Sistemi
TKF	:	Toplu Konut Fonu
KOF	:	Kamu Ortaklığı Fonu
GOS	:	Gelir Ortaklığı Senetleri
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
GYO	:	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
AGYO	:	Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GYF	:	Gayrimenkul Yatırım Fonu
DB	:	Belirlenmiş Fayda Esaslı Emeklilik Planları
DC	:	Belirlenmiş Katkı Esaslı Emeklilik Planları

GRAFİK, TABLO VE ŞEMA LİSTESİ

Grafik Listesi

Grafik 1: OECD Ülkelerinde Ekonominin Boyutuna Göre Emeklilik Yatırım Fonlarının Önemi

Grafik 2: OECD Ülkelerinde Emeklilik Yatırım Fonlarının Reel Getirileri

Grafik 3: Dünya Çapında Toplam Sukuk İhraçları

Tablo Listesi

Tablo 1: Bireysel Emeklilik Sistemine İlişkin Seçilmiş Büyüklükler

Tablo 2: Emeklilik Yatırım Fonlarının Varlık Türüne Göre Portföy Dağılımları

Tablo 3: Kamu Ortaklığı Fonu Kapsamında Finanse Edilen Yatırımların Sektörel Dağılımı

Tablo 4: Ülkemizde YİD Modeli Uygulamasına İlişkin Sektörel Bazda Bazı Örnekler

Tablo 5: Sektörler Arası Tahmini Harcamalar

Tablo 6: 2023 Hedefine Ulaşmak için Seçilmiş Ana Projeler ve Büyüklükleri

Tablo 7: Emeklilik Fonlarının Altyapı Yatırımlarına Tahsis Ettikleri Paylar

Tablo 8: DB ve DC Emeklilik Planlarının Karşılaştırılması

Şekil Listesi

Şekil 1: Sukuk İşlemler

1. GİRİŞ

Altyapı projeleri ekonomik gelişimin desteklenmesinde rol oynayan önemli yatırımlardır. Altyapı yatırımlarının gerçekleştirilebilmesi için uzun vadeli sermaye kullanımlarına ihtiyaç vardır. Gelişmemiş ülkelerde altyapı projelerinin gereksinimlerini karşılayacak yeterlilikte tasarrufların bulunmayışı ekonomik kalkınma ve büyüme açısından büyük bir sorun meydana getirir. Bununla birlikte altyapı yatırımları kamu sermayesi üzerinde uzun süreli finansal bir yük oluşturmaktadır. Bu sebeple son yıllarda kamu teşebbüslerinin özel sermayenin katılımıyla gerçekleştirilmesine yönelik düzenlemeler yapılmıştır.

Tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'nin gelişen ekonomisi, nüfus artışı, hızla büyüyen kentleşme ve teknolojik gelişmeler birçok alanda önemli altyapı yatırım projelerini ihtiyaç duyulur hale getirmektedir. Yenilenebilir enerjideki payın artırılmak istenmesi, yeni havaalanları, otoyol projeleri, demiryolu sistemini hızlandırma planı ve kentsel dönüşümle artan konut projeleri, hastane, okul gibi hizmet binalarına duyulan ihtiyaçlar altyapı yatırımlarının önemini daha çok artırmaktadır ve bu durumla birlikte söz konusu altyapı yatırımlarının nasıl finanse edileceği sorunu ortaya çıkmaktadır. Geçmiş dönemlerde ülkemizde altyapı yatırımları büyük ölçüde kamu kaynakları ile karşılanmıştır ancak günümüzde bu yatırımların ölçeğinin büyük olması, getirilerin dönüşünün uzun zaman alması, kamu kaynaklarının artık sınırlı kalması ve mali disiplin zorunluluğu gibi sebepler artan altyapı yatırım gereksinimi için alternatif finansman yöntemlerinin kullanılmasını kaçınılmaz kılmaktadır. Geleneksel finansman kaynaklarına karşılık yeni alternatiflerin oluşmasıyla birlikte finansman kaynaklarının çeşitlenmesi ve kaynaklara ulaşımın kolaylaşması altyapı yatırım projelerinin artmasını ve zamanında bitirilmelerini sağlamaktadır.

Öte yandan, bireysel emeklilik sisteminde (BES) toplanan fonlar bir ülkenin tasarruf hacminin artmasını sağlamaktadır. Sistemden yoksun ülkelerde küçük tasarruflar daha çok yastık altında tutulurken, yatırımlara yönlendirilecek fonların birikimi yeterli olamamaktadır. Bireysel emeklilik sistemi ile bu küçük tasarruflar bir araya getirilerek kayıt altına alınırken, aynı zamanda finansal sistemin derinleşmesine ve gelişmesine katkıda bulunacak fon birikimi sağlanmaktadır. Ayrıca, emeklilik fonlarının kısa vadeli alım satım işlemleri yerine uzun vadede getiri elde etme hedefi, sermaye piyasalarında uzun vadeli kurumsal yatırımların artmasına olanak vermektedir. Bu durum ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin yol açacağı

dalgalanmaları ve bunların etkilerini sınırlarken, sermaye piyasalarının krizlere karşı direncini artırmakta ve bunların yatırımcılar için daha güvenli olmasına katkıda bulunarak finansal istikrarı olumlu yönde etkilemektedir.

Bu çalışmanın amacı, ülkemizde yaklaşık 11 yıllık bir geçmişi olan ve bu süreçte 2013 yılında yürürlüğe giren devlet katkısının da etkisiyle hızlı bir gelişme gösteren bireysel emeklilik sisteminden ve 2017 yılı başında uygulanmaya başlayan otomatik katılım sisteminden elden edilen fonların, altyapı yatırımlarının finansmanında alternatif yatırım aracı olarak kullanılabilmesi hususunu değerlendirmektir.

Bu çerçevede; bu çalışmanın 2. bölümünde dünyada ve ülkemizde emeklilik yatırım fonlarına, 3. bölümünde altyapı yatırımlarına, altyapı yatırımlarının finansmanına ilişkin geleneksel ve alternatif yöntemlere, 4. bölümünde altyapı yatırımlarının finansmanında emeklilik yatırım fonlarının kullanılmasına ilişkin bilgiler verilmiş, 5. bölümünde emeklilik yatırım fonlarını bir finansman kaynağı olarak altyapı yatırımlarında en çok kullanan dünya örnekleri incelenmiş ve 6. bölümünde ise ülkemizde emeklilik yatırım fonlarının altyapı yatırımlarının finansmanında kullanılmasına yönelik önerilere yer verilmiştir.

2. EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI

2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Tanımı

Emeklilik yatırım fonu, emeklilik şirketi tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inancaı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan mal varlığını ifade etmektedir.¹

Bireysel emeklilik fonlarına yatırım yapılması halinde bazı temel avantajlar oluşmaktadır. Bu avantajlar Karacabey ve Gökgöz (2005) tarafından yapılan çalışmada şu şekilde özetlenmiştir:

a) Riskin Çeşitlendirilmesi ve Emeklilik Güvenliliği: Yatırımın doğasından kaynaklanan ve sistemin kendisinden gelen riskin çeşitlendirilmesi ve rasyonel düzeye

¹ Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik'in "Tanımlar" başlıklı 4. maddesinin birinci fıkrasının (c) bendi.

indirilmesi mümkün olabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, ödenen katkı payları emeklilik yatırım fonlarında değerlendirildiğinden dolayı yatırımcıların bireysel ölçekte ulaşamayacakları bir risk minimizasyonu söz konusudur.

b) Zaman ve Bilgi Tasarrufu: Kurumsal bir yatırımda bulunmanın katılımcıya olan en büyük katkısı, yatırımın profesyonel kadrolar tarafından en etkin bir şekilde yönetilmesi anlamına gelmekte ve bu durum da bireylere gerek zamandan ve gerekse bilgi yoğunluğundan tasarruf etme imkânını doğurmaktadır.

c) Büyük Ölçekli Yatırım Yapabilme: Kurumsal yatırımın bir sonucu olarak bireyler ölçek ekonomisinin bir sonucu olarak ortaya çıkan sinerjiden faydalanabilmektedir.

Emeklilik yatırım fonları piyasalara uzun vadeli fon sağlayan kurumlar ve kurumsal yatırımcı olma özellikleri nedeniyle, dünyanın birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkesinde, büyük önem arz etmektedir. Söz konusu fonlar, sosyal güvenlik sistemi sorunlarının çözümünde önemli rol alma yanında küçük çaplı tasarrufları, düzenli prim ödemeleri vasıtasıyla büyük fon havuzlarında biriktirip, uzun vadeli kaynak olarak ekonominin hizmetine sunmakta, ülke kalkınmasında ve sermaye piyasalarının gelişmesinde kurumsal yatırımcı olarak büyük katkılar sunmaktadır.

2.2. Dünya’da Emeklilik Yatırım Fonları

Bireysel emeklilik fonlarının geçmişi 19. yüzyılın sonlarına kadar uzanmaktadır. 1862 yılında Bank of New South Wales tarafından Avustralya’da kurulan fon, ilk bireysel emeklilik fonu olarak bilinmektedir (Şener ve Akın. 2010: Aktaran Aksoy. 2011:20). ABD’de ilk bireysel emeklilik fonu 1875 yılında demiryolu taşımacılığı faaliyetinde bulunan American Express Company tarafından oluşturulmuştur (Aksoy. 2011:20).

Emeklilik sistemi reformu kapsamında, 1985 yılında sadece birkaç ülkede BES’e yönelik reform gerçekleştirilirken, günümüzde her yıl yeni ülkeler BES’i uygulamaya geçirmektedir. 1980’li yıllarda bu reformu yalnızca Şili, İsviçre ve Hollanda gerçekleştirmiştir. 2000 yılına gelindiğinde ise BES’in öncüsü sayılan bu ülkelere Meksika, Arjantin, Ekvator, Peru, Venezüella, Kolombiya, Bolivya, İsveç, Finlandiya, Danimarka, İngiltere, Polonya, Romanya, Macaristan, Kazakistan ve Tayland katılmıştır. Türkiye ise 2003 yılında BES’i uygulamaya sokarak bu sistemi

uygulamaya geçiren ülkeler arasında yer almıştır. Önümüzdeki yıllarda da birçok ülkede BES'in uygulamaya geçmesi beklenmektedir (Aksoy. 2011:20-21).

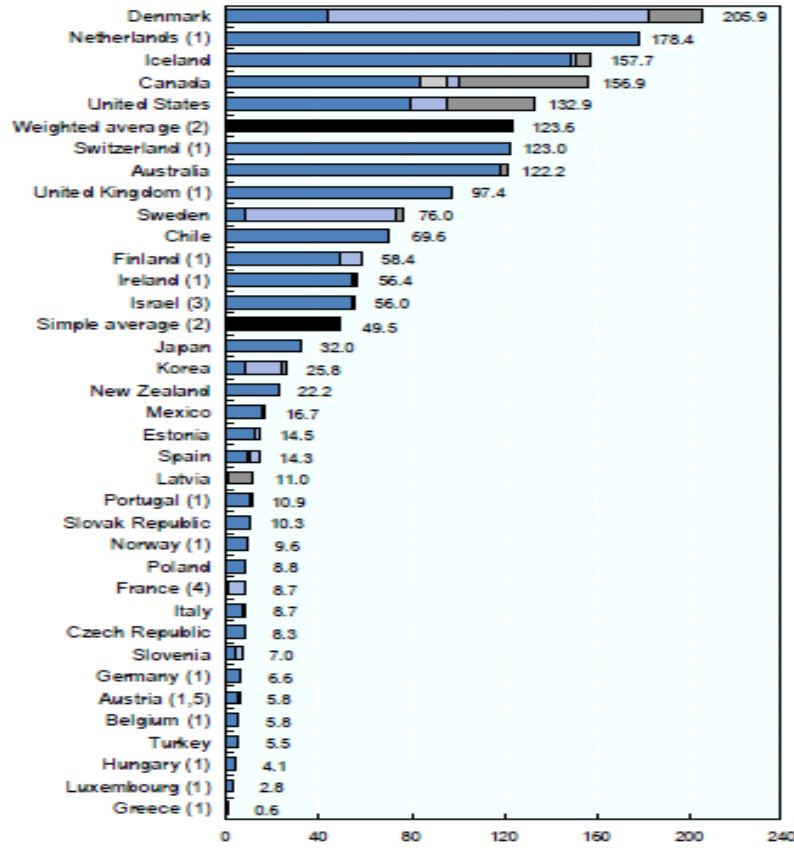
Gelişmiş ülkelerde nüfusun yaşlanmasına bağlı olarak, sosyal güvenlik sisteminde dengeler bozulmuş, bu durum sosyal güvenlik reformunu gerekli kılmıştır. Aynı zamanda, ekonomik koşulların değişmesi ile, dünya genelinde özellikle son 20 yıllık dönemde sosyal güvenlik sisteminin yeniden yapılandırılması gündeme oturmuştur. Gelişmekte olan ülkelerde ise, kişilere verilen sosyal güvenlik hizmetinin daha nitelikli ve daha yüksek seviyeye getirilmesi amacıyla sistemde yapılandırmalar meydana gelmektedir. Nüfusun giderek yaşlanması ve bu sorunun kamu emeklilik sistemlerinin finansal yapılarını olumsuz yönde etkilemesi sonucu, kamu otoriteleri emeklilik sistemlerinde özel emeklilik fonlarının da uygulamaya sokulması yönünde çalışmalar yapmaya başlamışlardır. Bu amaçla, bireysel emeklilik fonları, mesleki emeklilik fonları veya her ikisinin de yer aldığı özel emeklilik sistemi uygulamaları hayata geçirilmiştir.

Bireysel emeklilik sistemleri, dünyadaki uygulamalarına bakıldığında, sosyal güvenlik sistemlerinde ortaya çıkan ve çıkması muhtemel olumsuzlukları ortadan kaldırmanın bir aracı haline gelmiştir (Aslanoğlu ve Zor. 2005; Aktaran: Aksoy. 2011:21). Kişilerin çalışma yaşamları süresince düzenli olarak biriktirdikleri tasarruflara dayanan BES uzun yıllardır gelişmiş ve gelişmekte olan ülke vatandaşlarına güvenli bir gelecek olanağı sunmaktadır (Aksoy. 2011:21).

Bireysel emeklilik sistemleri toplumların sosyokültürel ve ekonomik koşullarına bağlı olarak farklı özellikler göstermektedir. Kimi ülkelerde bireysel emeklilik programları sosyal güvenlik sistemine alternatif oluştururken, kimi ülkelerde ise sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı rol oynamaktadır. Bireysel emeklilik sistemine girip girmemek bazı ülkelerde çalışanların tercihine bırakılırken, bazı ülkelerde ise zorunlu tutulmuştur. Kimi ülkelerde bireysel emeklilik programlarının yükümlülükleri bir grup işveren ya da sendika tarafından karşılanırken kimi ülkelerde ise, işveren kurum tarafından karşılanmaktadır.

Grafik 1: OECD Ülkelerinde Ekonominin Boyutuna Göre Emeklilik Yatırım Fonlarının Önemi (GSYH'ye Oranı %)





Kaynak: Pension Markets in Focus (2016)

Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) ile ölçülen ekonominin büyüklüğüne göre birikmiş varlıkların net piyasa değeri, emeklilik fonlarının etkinlik durumunun temel göstergelerindendir. Birçok ülkenin tasarruflarının yöneldiği öncelikli alanlardan biri olan emeklilik fonlarının GSYH içerisindeki payı özellikle gelişmiş ülkelerde çok yüksektir.

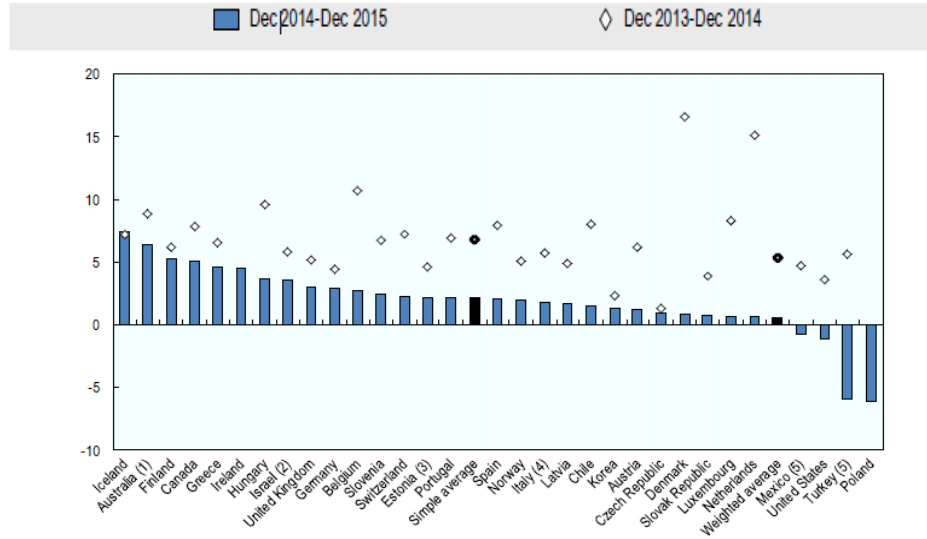
Grafik 1, 2015 yılında², bireysel emeklilik yatırımlarının GSYH'ye oranının, %0,6 (Yunanistan) ile %205,9 (Danimarka) arasında değiştiğini göstermektedir. 2015 yılı için, OECD ülkelerinde bireysel emeklilik yatırımlarının GSYH'ye oranının basit ortalaması %49,5, ağırlıklı ortalaması ise %123,6'dır. Beş OECD ülkesinde Danimarka (%205,9), Hollanda (%178,4), İzlanda (%157,7), Kanada (%156,9) ve Birleşik Devletler'de (%132,9) söz konusu oran ağırlıklı ortalamamın üzerindedir.

² OECD tarafından yayımlanan son rapor 2016 yılında yayımlanmış olup, söz konusu raporda 2015 yılına ait veriler analiz edilmiştir.

Avustralya ve İsviçre’de ise bireysel emeklilik yatırımlarının GSYH’ye oranı ağırlıklı ortalamanın biraz altında kalmakla birlikte, bireysel emeklilik araçları vasıtasıyla yapılan yatırımlar her iki ülkede de GSYH’yi aşmaktadır. Otuz beş ülkeden sadece on sekizinin varlık-GSYH oranları %20’nin üzerine çıkmış olup bu oran OECD’nin “olgun” emeklilik fonu piyasası tanımına girmek için asgari düzey olarak kabul edilmektedir.

Öte yandan on dokuz OECD ülkesinde bireysel emeklilik yatırımlarının GSYH’ye oranı %20’nin altında, on üç ülkede ise %10’un altındadır. Bu on üç ülkenin bazılarında (ör. Fransa, İtalya, Yunanistan) bireysel emeklilik sektörünün yerel ekonomideki varlığı sınırlıdır. Türkiye’de ise emeklilik yatırım fonu varlıklarının GSYH’ye oranı 2015 yılı için %5,5’tir.

Grafik 2: OECD Ülkelerinde Emeklilik Yatırım Fonlarının Reel Getirileri (Getiri %)



Kaynak: Pension Markets in Focus (2016)

Getiri bilgisini paylaşan tüm OECD ülkelerinde İzlanda hariç, 2015 yılında gerçekleşen reel getiri 2014’ten düşüktür. 2015 yılında OECD ülkelerinin basit ortalama getirisi %2,8, 2014 yılında ise %6,8 olarak gerçekleşmiştir. Getiri bilgisini paylaşan tüm OECD ülkeleri 2015 yılında -%6,1 (Polonya) ile %7,4 (İzlanda) aralığında değişen reel getiri elde etmiştir. Yirmi yedi OECD ülkesinden 2015 yılında sadece dört ülke [Meksika (-%0,8), ABD (-%1,1), Türkiye (-%5,9) ve Polonya (-%6,1)] negatif reel getiri elde etmiştir. ABD’deki negatif reel getiri, Birleşik

Devletlerin toplam emeklilik fonları yatırımlarındaki ağırlığı nedeniyle OECD'nin ağırlıklı ortalamasını 0'a yaklaştırmaktadır.

2.3. Türkiye'de Emeklilik Yatırım Fonları

Ülkemizde yapısal reformlardan birisi olan sosyal güvenlik reformunun bir parçası olarak, kamu sosyal güvenlik sistemine tamamlayıcı nitelikte emeklilik programlarının geliştirilmesi ve vatandaşların emekliliğe yönelik gönüllü tasarruflarını düzenleyen bireysel emeklilik hesaplarına dayalı fonlu bir sistem oluşturulması amacıyla "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu", 7 Ekim 2001 tarihinde yürürlüğe girmiş, emeklilik şirketleri ise 2003 Ekim ayında faaliyete geçmiştir.³ Mevcut durumda, 18 adet emeklilik şirketi ürünlerini katılımcılara sunmaktadır.

Ülkemizde 2003 yılında faaliyete geçen gönüllülük esasına dayalı bireysel emeklilik sistemi 14 yılda yaklaşık 6,5 milyon katılımcıya ve 54 milyar TL fon büyüklüğüne ulaşmasına karşın sisteme katılım oranları henüz istenen seviyeye ulaşamamıştır. 2013 yılında yürürlüğe giren devlet katkısı düzenlemesi ile hem katılımcı sayısı hem de sisteme aktarılan katkı payı artışında önemli bir ivme yakalanmıştır ancak söz konusu ivmenin artırılarak devam edebilmesi için destekleyici düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur. Bu kapsamda, 2017 yılı itibariyle 45 yaş altında, özel sektörde ve kamu sektöründe çalışan ya da çalışmaya başlayacak kişilerin otomatik olarak BES'e dâhil edildiği otomatik katılım sistemi uygulamaya geçmiştir.

Uygulamanın bu yılın başından itibaren yürürlüğe girmesi ile birlikte, orta ve uzun vadede sistemde yer alan katılımcı sayısının ve katkı paylarının yatırıma yönlendirildiği emeklilik fonlarının büyüklüğünün önemli düzeyde artacağı, kamunun ve özel sektörün finansman ihtiyacının karşılanmasında emeklilik fonlarının öncelikli bir konuma geleceği bir başka deyişle tasarrufların artırılması suretiyle ülkemiz ekonomisinin güçlenmesine önemli katkılar sağlayacağı düşünülmektedir. Tasarruf oranlarının yüksek olduğu ülkeler, yurt dışı kaynaklara daha az ihtiyaç duyarken, toplam finansman maliyetleri de daha düşük düzeylerde gerçekleşebilmektedir. Ülkemizde de bu sistem aracılığıyla yüksek tasarruf oranlarına ulaşılabilecek ve bu sayede altyapı ve uzun vadeli yatırımlara kaynak aktarılabilir, ekonomide yeni iş ve istihdam imkanları yaratılabilir, kamunun sosyal güvenlikten kaynaklanan

³ İlk olarak 27 Ekim 2003 tarihinde Yapı Kredi Emeklilik A.Ş., Ak Emeklilik A.Ş., Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş., Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş., Koç Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş. ve Oyak Emeklilik A.Ş. faaliyete geçmişlerdir.

yükünün azaltılabılmesine, finansal piyasalara uzun vadeli fonların kanalize edilmesine zemin hazırlayabilecek ve istikrarlı büyüme ile finansal piyasalardaki dalgalanmaların azaltılmasına olumlu katkı sağlayabilecektir.

31.12.2016 tarihi itibarıyla sisteme ilişkin seçilmiş büyüklüklerden oluşan tablo, aşağıda sunulmaktadır.⁴

TABLO-1: Bireysel Emeklilik Sistemine İlişkin Seçilmiş Büyüklükler (31.12.2016)	
Katılımcı Sayısı	6.625.759
Katılımcıların Fon Tutarı (TL)	53.409.338.756
Devlet Katkısı Fon Tutarı (TL)	7.438.167.182
Katkı Payı Tutarı (TL)	44.351.386.577
Bireysel Emeklilik Sözleşmeleri	5.726.919
Toplam Sözleşme ve Sertifika Sayısı	7.789.185
Yatırıma Yönlendirilen Tutar (TL)	43.720.675.782
Emekli Olan Katılımcı Sayısı	44.331

Emeklilik yatırım fonları, 2016 yılı sonu itibarı ile Devlet Katkısı fonları dahil 60.847.505.938 TL toplam net varlık değerine ulaşmıştır.

Aşağıdaki tabloda ise 31.12.2016 tarihi itibarıyla, emeklilik yatırım fonlarının büyüklükleri ve portföy dağılımları yer almaktadır.⁵

TABLO 2: Emeklilik Yatırım Fonlarının Varlık Türüne Göre Portföy Dağılımları (31.12.2016)	
Net Varlık Değeri	60.698.182.091,80 TL
Kamu Borçlanma Araçları	%44,50

⁴ <http://www.egm.org.tr/weblink/BESgostergeler.asp>

⁵ <https://www.takasbank.com.tr/tr/Sayfalar/PortfoyIstatistikleri.aspx>

Vadeli Mevduat	%13,51
Ortaklık Payı	%12,01
Özel Sektör Borçlanma Araçları	%9,64
Eurobond, Yabancı Menkul Kıymetler	%9,57
Repo-Ters Repo	%6,67
Altın	%2,32
Taksbank Para Piyasası	%1,39
Vadeli İşlem Nakit Teminatları	%0,06
Katılma Hesapları	%0,03

Tablo 2’de de görüldüğü üzere, emeklilik yatırım fonlarının yatırım yaptığı sermaye piyasası araçlarının başında kamu borçlanma araçları gelmektedir. Bu kapsamda, emeklilik yatırım fonlarının kamu finansmanında önemli bir rol oynadığı söylenebilir. Kamu borçlanma araçlarını ise sırası ile vadeli mevduat, ortaklık payları, özel sektör borçlanma araçları, eurobond ve yabancı menkul kıymetler ve repo-ters repo işlemleri izlemektedir.

3. ALTYAPI YATIRIMLARI

3.1. Altyapı Yatırımlarının Tanımı ve Özellikleri

Altyapı yatırımları; yol, köprü, baraj, enerji üretimi ve eğitim tesisleri gibi doğrudan doğruya mal ve hizmet üretmeyen, fakat yarattıkları dışsal tasarruflar ve sağladıkları kolaylıklarla diğer yatırımların yapılmasını teşvik eden yatırımlardır (Öztürk ve Uzun. 2010:101). Devlet, özel sektör ve kamu iktisadi kuruluşlarının yatırımlarına yön vermek ve onların verimliliklerini yükseltmek için bazı yatırımlara girişir. Bu tür yatırımlar, bir işletmenin, bir kuruluşun tek başına başaramayacağı kadar büyük ekonomik sorumlulukları gerektirdiğinden çoğu kez devlet tarafından yapılır. Yollar, limanlar, barajlar vs. -biri temel olarak-iktisadi faaliyette bulunan işletmelerin verimini yükseltirler. İktisadi altyapıyla ilişkili bu tür yatırımlar yanında eğitim, sağlık ve sosyal refah alanlarında insan unsuruna yapılan yatırımlar da söz konusudur. Bunların tümüne birden altyapı yatırımları denmektedir (Bayraktutan. 1992:84).

Altyapı yatırımlarının başlıca özellikleri aşağıdaki gibidir:

- Altyapı hizmetlerinde ortak tüketim söz konusudur.
- Yüksek maliyetli yatırımlardır.

- Hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkeler olsun, tüm ülkelerde büyük ölçüde kamu sektörü (mahalli idareler, merkezi hükümet) tarafından yapılan yatırımlardır.
- Genellikle hizmetten faydalananların hizmetin bedelini ödemesi söz konusudur.
- Altyapı hizmetleri uzun ömürlü olarak nitelendirilirler.

Altyapı yatırımlarının, maliyetleri düşürüp, üretimi artırmak, ekonomik kalkınmayı destekleyerek bireylerin yaşam standardını ve kalitesini yükseltmek ve toplumsal refahı artırmak gibi çok sayıda olumlu etkileri bulunduğundan, altyapı yatırımları ülke ekonomilerinin gelişmişlik düzeylerinin göstergeleri arasında değerlendirilmektedir.

3.2. Altyapı Yatırımlarının Finansmanı

Altyapı yatırımlarının finansman yöntemleri, kamu eliyle finansman ve özel sektör eliyle finansman olarak ikiye ayrılabilir. Kamu eliyle finansman yöntemleri; bütçe kaynaklarıyla finansman, dış kaynak yoluyla finansman (Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası, Asya Kalkınma Bankası, İslam Kalkınma Bankası) ve menkul kıymet ihracı yoluyla finansman şeklinde özetlenebilir. Özel sektör eliyle finansman yöntemleri ise, kamu özel işbirliği yöntemi, kamu özel işbirliği projelerinin finansmanı (özkaynak finansmanı, ana kredi finansmanı, ara finansman, bono finansmanı) şeklinde özetlenebilir.

Birçok altyapı yatırımının doğal tekel niteliğinde olması, bu yatırımlara dayalı hizmetlerin sunumunun kamu tarafından gerçekleştirilmesini de beraberinde getirmiştir. Bu hizmetlerin kamu açısından stratejik önem taşımasının yanı sıra doğal tekellerin yasal tekellere dönüşmesi ve/veya özel sektöre bırakılması durumunda tüketici faydasının monopolcü kâra dönüşme riski nedeniyle bu hizmetlerin sunumunda kamunun aktif olarak yer alması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Devlet, bu fonksiyonu yaygın olarak Avrupa ülkelerinde olduğu gibi kamu işletmeleri vasıtasıyla ya da ABD'deki gibi kamu düzenlemeleri vasıtasıyla yerine getirebilmektedir (Emek. 2010:62 ; Aktaran Gülnar. 2016:6).

Gelişmekte olan ülkeler, özellikle nüfus artışı ve hızlı kentleşme yaşadıkça, daha fazla altyapı yatırımına ihtiyaç duymaktadır. Ancak, içlerinde buldukları mali yetersizlik kamunun tekelinde bulunan bu hizmetlerin gerektirdiği yatırımların yapılmasında, tesisinde ve sunumunda olumsuzlukları da beraberinde getirmektedir. Bu gelişmeler sonucunda, bu ülkelerde altyapı yatırımının tesisinde ve finansmanında

özel sektörün de yer almasını sağlayacak görüşler ortaya çıkmıştır ki altyapı yatırımlarının yapılması ve finansmanın temininde kamu kesimi-özel sektör yüklenimi artık tartışılmamaktadır. Özel sektör de konut ve diğer altyapı yatırımlarında yer almaktadır. Bu kapsamda, altyapı yatırımlarının finansman yöntemlerinden özel sektör eliyle finansmana kısaca değinilecektir.

3.2.1. Altyapı Yatırımlarında Kamu-Özel İşbirliği (KÖİ)

Kamu yatırımlarının bir kısmının özel sektör tarafından gerçekleştirilmesi mümkün olmamasına rağmen, önemli bir kısmının (köprü, otoyol, demiryolu işletmesi, hidro elektrik santralleri, kentsel altyapı –içme suyu, kanalizasyon, çöp toplama, depolama hafif raylı sistem vb.-) özel sektör tarafından yapılması mümkün olabilmektedir (Genç ve Ertuğrul. 2007:2).

KÖİ, bir kamu hizmetinin, özel sektör kuruluşu ile kamu otoritesi arasında oluşturulan uzun dönemli sözleşmeyle özel sektör tarafından icra edilmesidir. Söz konusu sözleşme; sözleşmeye konu kamu hizmetinin finansmanı, tasarımı, yapımı ve işletmesini kapsar (Atasoy. 2011:87; Aktaran: Gülnar. 2016:19). Kamu özel ortaklıkları, 17. yüzyıldan bu yana başta Fransa olmak üzere birçok Avrupa ülkesi tarafından altyapı ağırlıklı olarak birçok kamu hizmeti sunumunda kullanılmıştır. 20. yüzyılda yaşanan savaşların da etkisiyle imtiyazlar önemini yitirmiş ve kamu hizmetlerinin sunumunda devletin rolü artmıştır. 1970'ten sonraki dönemde devlet anlayışındaki değişimle ve neo-liberal yaklaşımların yaygın kabulünün ve özelleştirme işlemlerinin bir sonucu olarak ABD ve Avrupa'da pek çok alanda uygulanmakta olan KÖİ'ler, 1980'den sonraki dönemde ülkemizde de yaygınlaşmaya başlamıştır (Şahin ve Uysal, 2008:7; Aktaran: Gülnar. 2016:19).

KÖİ aynı zamanda altyapı sunum şekli olup finansmanın yanı sıra sözleşmenin diğer unsurlarını da içermektedir. Sözleşmeyle ortaklığın süresi, projenin finansmanı ve yönetimi, tasarımı, yapımı, işletme dönemi boyunca sunulacak hizmetin kapsam ve nitelikleri ile riskin paylaşımı hususları belirlenmektedir. KÖİ projelerinin finansmanında görevli özel teşebbüsün hissedarlarının sermaye ödemelerinin yanında, tahvil ve bono, banka kredisi ve yapılandırılmış borç gibi çok sayıda para ve sermaye piyasası aracı kullanılmaktadır (Gülnar. 2016:21).

Özetle; kamu idarelerinin özel sektör ile bir altyapı projesi veya bir hizmetin gerçekleştirilmesi amacıyla, finansman, yapım, işletme, yenileme gibi alanlarda

işbirliği yapması anlamına gelen KÖİ çerçevesinde kullanılan yöntemler aşağıdaki gibidir:

- Yap-İşlet-Devret (YİD)
- Yap-İşlet (Yİ)
- Yap-Kirala-Devret
- İşletme Hakkı Devri
- Uzun Dönemli Kiralama
- Tasarla-Yap-Finanse Et-İşlet (TYFİ)
- Yap-Sahiplen-İşlet-Devret (YSID)
- Rehabilitate Et-İşlet-Devret (REID)
- Yap-Sahiplen-İşlet (YSI)
- Yap-Devret-İşlet
- İlave Yatırım Yap-İşlet (IYYI)
- Özel Sektörle Ortak Şirket Kurmak vb.

3.3. Türkiye’de Altyapı Yatırımlarının Finansmanı

Türkiye’de altyapı hizmetlerinin sunumuna özel sektörün katılımı 19. yüzyıla kadar dayanmaktadır. Osmanlı İmparatorluğu döneminde kamu finansmanında yaşanan zorlukların bir neticesi olarak demiryolu, elektrik ve gaz gibi pek çok altyapı hizmetinin sunumu, imtiyaz verilmek suretiyle özel sektör tarafından gerçekleştirilmiştir. Cumhuriyet’in ilanı ile birlikte bu imtiyaz sözleşmeleri iptal edilerek söz konusu hizmetler kamu idaresi tarafından gerçekleştirilmiş ve ağırlıklı olarak altyapının sunumunda kamu işletmeciliği ön plana çıkmıştır. 1950’den sonraki dönemde nadiren de olsa tekrar imtiyaz uygulamasına gidilmiştir. 1980’den sonraki dönemde ise kamu finansmanında yaşanan sorunlar ve artan altyapı yatırımı ihtiyacından dolayı geleneksel olarak bütçeden finansman yönteminin yanı sıra Kamu Ortaklığı Fonu (KOF) yoluyla finansman ve KÖİ uygulamalarına da başvurulmuştur (Emek. 2010:124-125; Aktaran: Gülnar. 2016:37).

Ülkemizde özellikle son dönemde kamu altyapı yatırımları büyük ölçüde bütçe ve dış kaynaklı finansman yöntemleriyle finanse edilirken, Toplu Konut Fonu ve Kamu Ortaklığı Fonu, Menkul Kıymet İhracı (*Gelir Ortaklığı Senetleri ve Tahvil*) ve Kamu-Özel İşbirliği (*Yap-İşlet-Devret ve Yap-İşlet*) gibi bütçe dışı kaynak sağlama yöntemleri de kullanılarak altyapı yatırımları finanse edilmektedir.

Bu finansman yöntemlerinin genel hatları aşağıda verilmektedir.

3.3.1 Toplu Konut Fonu (TKF) ve Kamu Ortaklığı Fonu (KOF)

TKF ve KOF, 1984 yılında yürürlüğe giren 2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun ile kurulmuştur. Her iki fonun da kurulma amacı, güvenilir ve istikrarlı gelir sağlayarak ve tasarrufları teşvik ederek, sağlanacak ek finansman kaynakları ile kamu yatırımlarını hızlı bir şekilde gerçekleştirmektir.

TKF'nin kaynakları, bütçe dışında kalan, çeşitli fon ve vergi kesintilerinden oluşmaktadır. KOF'nun kaynakları ise işletme hakkı verilmesinden sağlanan gelirler, gelir ortaklığı senetlerinin ihracından elde edilen gelirler, altyapı tesislerinin işletilmesinden elde edilen gelirler ve akaryakıt tüketim vergisinden alınan paylardır.

KOF kapsamında finanse edilen altyapı yatırımlarını dört ana başlık altında toplamak mümkündür. Bunlar; otoyollar ve köprüler, baraj ve hidroelektrik santraller (HES), içme suları ve serbest bölgelerdir. Fon faaliyet dönemi içerisinde söz konusu altyapı yatırımlarının finansmanı için 2015 yılı fiyatlarıyla 8.280 milyon TL kaynak tahsis edilmiştir (Gülner. 2016:100).

Tablo 3: Kamu Ortaklığı Fonu Kapsamında Finanse Edilen Yatırımların Sektörel Dağılımı (2015 Fiyatlarıyla Milyon TL)						
	Otoyol	Köprü	Baraj-HES	İçme Suyu	Serbest Bölgeler	TOPLAM
1985-1988	499	0	458	59	8	1.024
1989	370	0	115	3	0	489
1990	550	0	57	0	0	607
1991	1.110	0	79	0	0	1.189
1992	865	0	77	5	0	947
1993	672	0	49	8	0	729
1994	985	1	21	6	0	1.013
1995	426	3	38	9	0	476
1996	190	2	52	5	0	249
1997	341	0	62	29	0	431
1998	269	0	95	42	0	406
1999	192	0	38	23	0	253
2000	397	0	49	20	0	466
TOPLAM	6.866	5	1.190	210	8	8.280

Kaynak: Gülner. 2016:100

KOF'un faaliyetlerini sürdürdüğü 2000 yılına kadar altyapı yatırımlarına tahsis edilen kaynaklardan en büyük payı %82 ile otoyollar almıştır. KOF kapsamındaki otoyol yatırımlarının finansmanı için 2015 yılı fiyatlarıyla 6.866 milyon TL harcanmıştır. Ayrıca 1994- 1996 yılları arasında Haliç Köprüsü ile Çanakkale Boğazı Geçiş Projesinin gerçekleştirilmesinde KOF'dan 2015 yılı fiyatlarıyla 5 milyon TL finansman sağlanmıştır.

TKF, KOF ve diğer birçok fon 4568 sayılı Bazı Fonların Tasfiyesine İlişkin Kanunla, Fon uygulamalarının, geçmişte belirli zorunluluklar çerçevesinde hızlı karar alma ve uygulama kolaylığı sağlamaları nedeniyle tercih edildiği, fakat artık pek çok fonun amacından saptığı ve işlevini yitirdiği ifade edilerek, ayrıca uygulamanın mali disiplini bozduğu ve bütçe birliğini zedelediği vurgulanarak, 2001 yılında tasfiye edilmiştir.

3.3.2 Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS)

Ülkemize özgü bir sermaye piyasası aracı olan GOS'lar, 2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanunla kamu yatırımlarının süratle gerçekleştirilmesi amacıyla kurulan KOF kapsamında ihraç edilmiştir. 2001 yılında KOF'un tasfiye edilmesinden sonra gelir ortaklığı senedi ihraç edilmemiştir.

Gelirin menkul kıymetleştirmesine dayanan finansman yönteminin tipik örneği olan GOS; köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu demiryolu, havaalanı gibi kamuya ait altyapı yatırımlarının finansmanı karşılığında bu tesislerin gelirlerine gerçek veya tüzel kişilerin ortak olmasını sağlayan menkul kıymet senetleridir. GOS, KOF kapsamındaki yatırımların finansmanında kullanılan, gerçek veya tüzel kişilere, üzerinde ilgi tutulan tesisin veya tesislerin gelirlerine ortak olma hakkı tanıyan bir senet olup buradaki ortaklık mülkiyete değil, gelire ortaklıktır. KOF kapsamında finanse edilen yatırımlar tamamlanarak işletmeye alınmasının ardından yarattıkları gelirler Fona aktarılmakta ve diğer altyapı yatırımlarının finansmanı için kaynak oluşturulmaktadır (Gülner. 2016:91).

3.3.3. Yap-İşlet-Devret Modeli

Yap-İşlet Devret modeli (YİD), altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesinde kullanılan önemli bir proje finansman modeli olarak görülmektedir. Söz konusu

model, az gelişmiş ve/veya gelişmekte olan ülkelerde kamu kaynakları yetersiz olduğundan, kamu ve özel sektör işbirliği altında, özel sektör ve uluslararası kuruluşlardan sağlanacak kaynakların kullanılarak büyük ölçekli yatırımların bütçe dışı kaynaklarla gerçekleştirilmesine olanak sağlamak amacıyla geliştirilmiştir. Bu model yardımıyla tüneller, limanlar, elektrik santralleri, barajlar, atık su arıtma tesisleri, doğal gaz ve petrol boru hatları, havaalanları, otoyollar gibi büyük çaplı yatırım projelerinin gerçekleştirilmesi amaçlanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin kalkınması yatırıma, yatırım ise bu amaca tahsis edebilecek kaynaklara bağlıdır. Gelişmekte olan ülkelerde, başta yatırım sermayesi olmak üzere kaynak sıkıntısı çekilmekte bundan dolayı da eldeki kaynakların planlı, programlı, dengeli ve akılcı bir şekilde yatırımlara yönlendirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle kamu kaynaklarının yetersiz olduğu ülkelerde ve ülkemizde YİD modeli uygun bir çözüm olarak görülmektedir (Genç ve Ertuğrul. 2007:7).

YİD modeliyle yatırım projelerinin gerçekleştirilmesinde birçok taraf vardır. Tipik bir YİD projesinde, ev sahibi ülke, projenin sahibi konumunda olan hükümet kuruluşu, borç veren kuruluşlar, sigorta kuruluşları, teknik, finansal ve hukuki danışmanlar, projeyi gerçekleştirecek olan şirket (Ortak Girişim Şirketi) ve sponsor firmalar bu kuruluşlara örnek olarak gösterilebilir (Genç ve Ertuğrul. 2007:8).

Tablo 4: Ülkemizde YİD Modeli Uygulamasına İlişkin Sektörel Bazda Bazı Örnekler	
Sektör	YİD Projesi
Enerji	Marmara Ereğlisi-Trakya Doğalgaz Kombine, Marmara Ereğlisi-Unimar Doğalgaz, Gebze-Dilvası Doğalgaz, Esenyurt Doğalgaz, Birecik Barajı ve HES, Çamlıca HES, Aksu-Çayköy HES, Suçatı HES, Bozcaada Rüzgar Enerjisi, Çeşme-Alaçatı Rüzgar Enerjisi
Ulaştırma	Antalya Havalimanı I. ve II. Dış Hatlar Terminalleri, Ankara Esenboğa Havalimanı İç ve Dış Hatlar Terminal Binası, Göcek Tüneli, Otoyol Hizmet Tesisleri, Çanakkale Kepez Limanı Üstyapı Tesisleri, Trabzon Limanı, Antalya-Alanya Demiryolu Projesi, Kapıkule Demiryolu Hudut Garının Yeniden Yapılandırılması, İstanbul Boğazı Karayolu Tüp Geçışı
Turizm	Bodrum Turgut Resi Yat Limanı, Didim Yat Limanı, Mersin Yat Limanı, Yalova Yat Limanı, Tekirdağ Yat Limanı, Kaş Yat Limanı
İçmesuyu	Yuvacık Barajı

Genel İdare	Edirne İpsala Sınır Kapısı, Şırnak Habur Sınır Kapısı, Akçakale Sınır Kapısı
-------------	--

3.3.4. Yap-İşlet

Ülkemizde, hidroelektrik, jeotermal, nükleer santraller ve diğer yenilenebilir enerji kaynakları ile çalıştırılacak santraller bu modelin kapsamı dışında tutulmuş olup, sadece termik santrallerin kurulması işletilmesi ve üretilecek elektrik enerjisinin belli esaslar ve usuller çerçevesinde satışını öngören bir model getirilmiştir. Yap-işlet modeli çerçevesinde inşa edilecek tesisler özel sektörün sahipliğinde olacaktır. Söz konusu model ile inşa edilmiş santrallere, İzmir Doğal Gaz Kombine Çevrim Elektrik Santrali ve Gebze/Adapazarı Doğal Gaz Kombine Çevrim Elektrik Santralleri örnek verilebilir.

3.4. Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Alternatif Yatırım Araçları ve Kurumsal Yatırımcılar Açısından Altyapı Yatırımlarının Finansmanı

OECD tahminlerine göre 2030 yılına kadar küresel altyapı yatırım ihtiyacının en az 70 trilyon USD olması öngörülmektedir. Sadece Asya ülkelerinin 2010-2020 döneminde ihtiyaç duyduğu altyapı yatırımları tutarı ise yaklaşık 8 trilyon USD olarak hesaplanmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin sürdürülebilir kalkınma hedeflerine ulaşabilmeleri için yılda yaklaşık 1,5 trilyon USD altyapı yatırımı gerçekleştirmeleri gerekmektedir. Söz konusu rakamlar altyapı yatırımlarının finansmanının global düzeyde önemli bir konu olarak tartışıldığını, desteklenmesi ve teşvik edilmesi gerekliliğini de göstermektedir.

Ülkemizde de altyapı yatırımları hızla devam etmektedir. Hükümetimizin odak noktası, otoyol ve bölünmüş yolun genişletilmesidir. Ayrıca geniş bir yelpazede yüksek hızlı tren şebekesi kurmak, sağlık hizmetlerine devam etmek, yüksek kapasiteli liman ve havaalanı sayılarını artırmak, yenilenebilir, yerli kömür ve nükleer enerji santrali yatırımları ile santrallerin toplam kurulu gücünü artırmak hedefler arasındadır. Türkiye Cumhuriyeti'nin 100. yıl dönümü olan 2023 yılına kadar toplam 325 milyar USD tutarında altyapı yatırımı yapılması planlanmakta olup, Tablo 3'de sektörler arası tahmini harcamalar, Tablo 4'de ise, 2023 hedefine ulaşmak için seçilmiş ana projeler ve büyüklükler gösterilmektedir.⁶

⁶ www.pwc.com.tr

Tablo 5: Sektörler Arası Tahmini Harcamalar	
Sektör	Altyapı Harcaması (Milyar USD)
Ulaşım / Karayolu	80
Ulaşım / Demiryolu	30
Ulaşım / Liman	30
Ulaşım / Havalimanı	30
Sağlık Hizmeti	30
İletişim	25
Yenilenebilir Enerji	39
Enerji/Nükleer	36
Enerji / Kömür	15
Enerji / Diğer	10

Tablo 6: 2023 Hedefine Ulaşmak için Seçilmiş Ana Projeler ve Büyüklükleri			
Proje	Sektör	Kapasite	Altyapı Yatırım Harcaması (Milyar Dolar)
Gebze-İzmir Otoyolu	Ulaşım/Karayolu	433 km	6.3
Kuzey Marmara Otoyolu-3.Köprü	Ulaşım/Karayolu	114 km	3.4
Avrasya Tüneli	Ulaşım/Karayolu	15 km	1.2
Ankara-Niğde Otoyolu	Ulaşım/Karayolu	330 km	1.5
Sağlık Hizmetleri Kampüs Projesi	Sosyal Altyapı	50000 yataklı	16.1
Akkuyu Nükleer Enerji Santrali	Enerji	4800 MW	20.0
Sinop Nükleer Enerji Santrali	Enerji	4400 MW	16.0
Karapınar Güneş Enerji Santrali	Enerji	1000 MV	1.2

Geçmiş dönemlerde ülkemizde altyapı yatırımları büyük ölçüde kamu kaynakları ile karşılanmıştır ancak günümüzde bu yatırımların ölçeğinin büyük olması, getirilerin dönüşünün uzun zaman alması, kamu kaynaklarının artık sınırlı kalması ve mali disiplin zorunluluğu gibi sebepler artan altyapı yatırım gereksinimi için alternatif finansman yöntemlerinin kullanılmasını kaçınılmaz kılmaktadır.

Yurtdışında başarıyla uygulanan, yerli ve yabancı finansman kaynaklarına erişimi kolaylaştıran yeni yöntemlerin; proje maliyetlerini azaltması, söz konusu yatırımlarının planlanan tarihlerde tamamlanmasını kolaylaştırması, kamunun finansman yükünü azaltması ve özel sektörün verimliliğini artırması beklenmektedir.

Sukuk, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım fonu, gayrimenkul sertifikaları ve varlık fonu şeklinde aşağıda kısaca özetlenen alternatif finansman yöntemlerine ilişkin hukuki altyapı dünya örnekleri de esas alınarak ülkemizde oluşturulmuştur. Sayılan bu yeni modellerin, altyapı yatırım projelerinin finansmanında kullanılması ülkemizin büyüme sürecini hızlandırabilir, finansman maliyetlerini düşürebilir, vadeleri uzatabilir, sermaye piyasalarını büyütebilir ve söz konusu projelerinin kazançlarından ülkemiz vatandaşlarının da yararlanmasını sağlayabilir.

3.4.1. Sukuk

Sukuk, varlık senedi veya menkul kıymetleştirilmiş varlık şeklinde tanımlanır. Diğer senetlerden farklı olarak belli bir varlığa endeksli olarak çıkarılır. Bundan dolayı sukuk çıkartacak borçlunun öncelikle bir varlık sahibi olması şarttır. Sukuk sahiplik hakkını temsil eder. Sukukun esas özelliği de diğer İslâmi finansman türlerindeki gibi, gerçek bir ticari veya yatırım ilişkisini temel almasıdır (Tunç. 2010: 152). Sukuk, geniş sayıda yatırımcının kamu veya özel sektör tarafından finanse edilen yol, köprü, havaalanı gibi altyapı projelerine katılımını sağlayan bir çerçeve yaratır (Ayub. 2007: 204).

Sukuk işlemleri farklı sözleşmeler (ortaklık, kira, murabaha, selem, istisna) yoluyla farklı usullerle kullanılabilir. Aşağıda yer alan şema kira sertifikalarının farklı yöntemlerini göstermektedir.

Şekil 1: Sukuk İşlemleri



Uygulamada en fazla icare sukukuyla karşılaşılmaktadır. Bu sebeple icare sukukunun işleyişine kısaca değinilmektedir (Aktepe, 2011):

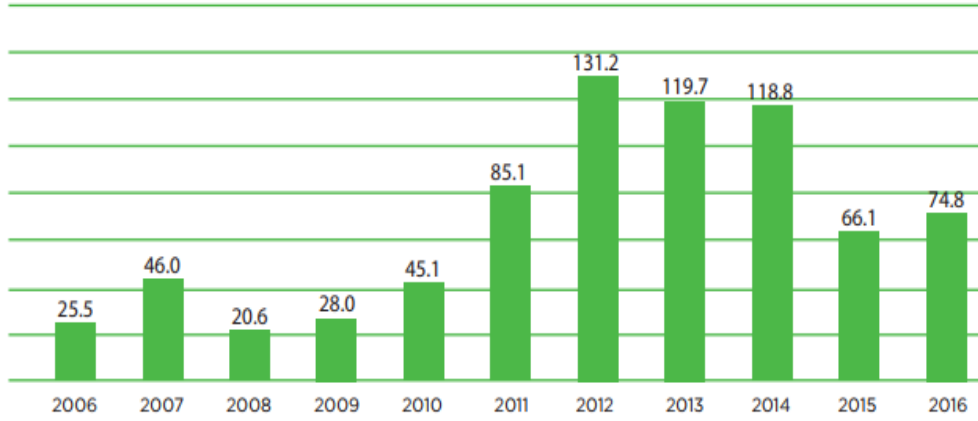
- Varlık kiralama şirketi⁷, sukuk ihraç eder.
- Yatırımcılar parayı öder ve sukuk alırlar.
- Kaynak kuruluş⁸ varlıklarını varlık kiralama şirketine satar.
- Satış bedelini varlık kiralama şirketinden alır.
- Varlık kiralama şirketi, kaynak kuruluştan aldığı varlıkları yine kaynak kuruluşa kiralar ve dönemsel olarak kira alır.
- Aldığı kirayı sukuk sahiplerine varlıktaki ortaklıklarına göre dağıtır.
- Varlık kiralama şirketi, satın aldığı varlıkları, başlangıçta anlaşılan vadede kaynak kuruluşa geri satar. Varlıkların satış bedelini alır ve aldığı tutarı sukuk sahiplerine dağıtır.

⁷ III-61.1 sayılı Kira Sertifikaları Tebliği'nin "Tanım ve Kısaltmalar" başlıklı 3. maddesinin 1. fıkrasının (ö) bendinde "Varlık kiralama şirketi (VKŞ): Kanununun 61 inci maddesi çerçevesinde münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere anonim şirket şeklinde kurulmuş olan sermaye piyasası kurumu, (ğ) bendinde ise, "Kaynak kuruluş: Sahipliğe dayalı kira sertifikası ihraçlarında varlık ve hakları varlık kiralama şirketine devreden sermaye şirketini veya tacir niteliğini haiz gerçek veya tüzel kişilerin bir araya gelerek ve malvarlıklarını birleştirmek suretiyle yazılı bir sözleşmeye istinaden oluşturdukları adi ortaklığı; yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihraçlarında sahip olduğu varlık ve hakları VKŞ adına yöneten 12 nci maddenin birinci fıkrasında belirtilen nitelikteki şirketler" şeklinde tanımlanmıştır.

⁸ Bkz. Dipnot 7.

İlk uluslararası sukuk ihracı, 2001 yılında Malezya’da “Kumpulan Guthrie Berhad” adındaki yarı devlet kuruluşu tarafından icara sukuk şeklinde ve 150 milyon USD tutarında gerçekleştirilmiştir. Bu ihraç, ilk kurumsal sukuk ihracıdır (Alpaslan, 2014:19). Malezya’da sukuk hem kamu hem de özel sektör projelerinde altyapı finansmanında önemli bir rol oynamaktadır.

Grafik 3: Dünya Çapında Toplam Sukuk İhraçları (milyon \$)



Kaynak: Thomson Reuters, MIFC Estimates

Grafik 3’de görüleceği üzere, 2012 ve 2013 yılları küresel sukuk ihracı için rekor yıllarken, 2014’te sukuk piyasası 100 milyon ABD Doları’nın biraz üzerindedir. 2015 yılında ise 2014 yılına kıyasla %43’lük bir azalma meydana gelmiştir. Bu azalış, Malezya Ulusal Bankası’nın kısa vadeli sukuk ihracını durdurmasından kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan, 2016 yılında ise sukuk ihracı toparlanma göstererek, bir önceki yıla göre %13,2’lik bir artış ile 74,8 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. 2016 yılında toplam sukuk ihracınının 34,5 milyon ABD Dolarını (%46,4) Malezya gerçekleştirmiş olup, Türkiyede 4,1 milyon ABD Doları ile (%5,5) sukuk ihracında belirgin bir artış kaydetmiştir.⁹

Devletlerin vergiler gibi geleneksel gelir kaynaklarından finanse edemediği uzun vadeli ve yüksek tutarlı finansman gerektiren alt veya üst yapı projeleri için sukuk ihracı yoluyla finansman kaynağı temin etmesi alternatif bir finansman yöntemidir. Aynı kolaylık finans dışı sektörde faaliyet gösteren özel veya kamu kesimi şirketlerin yatırım projelerinde de söz konusu olabilir. Ancak, ülkemizde sermaye piyasası mevzuatında varlık kiralama şirket¹⁰ sadece anonim şirket olarak tanımlandığı

⁹ SPK, Türkiye’de kira Sertifikaları ile ilgili ilk Tebliği 1 Nisan 2010 tarihinde yayımladı. 2013 yılında ise söz konusu Tebliğ’de yapılan düzenlemeler ile kapsamı genişletildi.

¹⁰ Bkz. Dipnot 7.

için özel (belediyeler) ve özerk (bağımsız idareler) bütçeli idarelerin kira sertifikası ihraç etmeleri mümkün değildir. Bu varlık kiralama şirketi tanımının özel ve özerk idareleri de kapsayacak şekilde yapılması, özellikle belediyelerin de kira sertifikası ihraçlarının önünü açacaktır. Sonuç olarak, sukuk, ülkemiz için esasen bir proje finansman aracı olarak kullanılabilirse ekonomi ve ülke kalkınmasına büyük katkı sağlayabilecektir.

3.4.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO), gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara, sermaye piyasası araçlarına ve SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır. 2016 yıl sonu itibariyle toplam piyasa değeri 24,9 milyar TL (7 milyar ABD Doları) olan 31 adet gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyet göstermektedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının büyük ölçekli gayrimenkul yatırım projelerine finansman sağlanması amacıyla kuruldukları ve kamu yararına da hizmet ettiği gözönünde bulundurularak, gayrimenkul ve altyapı alanlarındaki finansman sıkıntısını çözmek ve GYO'ları cazip hale getirmek amacıyla başta vergi alanında olmak üzere yatırımcılara birtakım avantajlar ve haklar sağlanmaktadır. Kurumlar Vergisi Kanunu'nun "İstisnalar" başlıklı 5. maddesinde gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden müstesna tutulmuştur. Kurumlar vergisinin, kurum kazancı üzerinden %20 oranında alınacağı göz önünde tutulduğunda gayrimenkul yatırım ortaklıkları kazançlarının kurumlar vergisinden herhangi bir süre veya şekil şartına bağlı olmaksızın müstesna tutulmaları mali anlamda ortaklıklar için önemli bir husustur.

Kurulumuzun III-48.1 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin (GYO Tebliği) 28. maddesinin birinci fıkrasının (c) bendinde, GYO'ların Yap-İşlet-Devret projeleri kapsamında kurulan şirketlere iştirak edebilecekleri hükmü yer almaktadır. Söz konusu hükümden GYO'ların altyapı yatırımlarına bu şekilde kaynak aktarmalarının mümkün olduğu anlaşılmaktadır. Ancak, aynı Tebliğ'in 24. maddesinin birinci fıkrasının (b) bendi uyarınca bu iştirak portföy değerlerinin en fazla % 49'u oranında olabilmektedir.

Ayrıca GYO'lar belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli olarak kurulabilmekte olup, belediyeler tarafından da GYO kurulabilir. Bu çerçevede, yerel yönetimler tarafından, proje süresi ile sınırlı olarak kurulan GYO'ların Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeler vasıtasıyla altyapı yatırımlarına kaynak sağlaması mümkündür. Bu şekilde, altyapı yatırımlarının finansmanında GYO'ların vergisel avantajından da istifade edilmiş olacaktır.

“Altyapı gayrimenkul yatırım ortaklığı”¹¹ (AGYO) ise münhasıran altyapı yatırım ve hizmetlerinden oluşan portföyü işleten GYO'lardır. Ayrıca AGYO'lara; altyapı tesislerine ilişkin üretim/dağıtım lisansına veya benzeri başka imtiyazlara sahip ise söz konusu tesislerde yapılacak lisansa ve/veya imtiyaza bağlı faaliyetleri doğrudan kendisinin yerine getirebilmesi imkanı tanınmıştır. AGYO'lar,

- son dönemde kamunun mega altyapı yatırımlarının/projelerinin finansmanında kullanılabilecek,
- uluslararası modellere uygun olarak esnek şekilde düzenlenmiş,
- önemli vergi avantajları sağlanmış,
- uluslararası yatırımcıların sermaye piyasalarımıza erişimini kolaylaştıran

bir yatırım aracıdır.

Ülkemizde AGYO'lara, başlıca aşağıdaki sebeplerden dolayı önemli düzeyde ihtiyaç duyulmaktadır.

- Ulaştırma, sosyal altyapı, enerji, telekomünikasyon, belediye hizmetleri gibi alanlardaki ihtiyaçlar,
- Söz konusu ihtiyaçların karşılanması için uzun vadeli finansman gerektiren büyük ölçekli projelere duyulan gereksinim,

¹¹ GYO Tebliği'nin yürürlüğe girmesinden önceki dönemde, altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile ilgili ilk doğrudan düzenleme, 08.11.1998 tarihli ve 23517 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VI, No:24) ile getirilmişti. Müteakiben 29.01.2009 tarihli ve 27125 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VI, No:24) (VI.24 Sayılı Mülga Tebliğ) yürürlüğe sokulmuş ve fakat söz konusu Tebliğ de 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliği (Seri:VI, No:24)'nin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Tebliğ (III.48.4) ile yürürlükten kaldırılmıştır. Zira günümüzde geçerli mevzuat olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.1), IV-24 Sayılı Mülga Tebliğ'in halen yürürlükte olduğu tarihte getirilmiş olmakla birlikte, IV-24 Sayılı Mülga Tebliğ'in yürürlükten kaldırılması ile birlikte tadil edilerek, altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıklarını geniş ve ayrıntılı olarak içerecek şekilde yeniden düzenlenmiştir.

- Türkiye’de altyapı yatırımlarının neredeyse tamamının banka kredileri ile sağlanması nedeniyle alternatif yöntemlerin kullanılmasına olan ihtiyaç,
- Devlet bütçesine yük getirmeden sermaye piyasaları kanalıyla finansman sağlanması,
- Yabancı yatırımcıların ilgisinin artırılması maksadıyla halka arzın yanısıra nitelikli yatırımcıya satış imkânının sağlanması,
- Projelerden elde edilen gelirin yatırımcılara aktarılmak suretiyle tabana yayılması.

Bu modelle, GYO’da olduğu gibi sadece Yap-İşlet-Devret değil tüm Kamu-Özel İşbirliği modelleri çerçevesinde kamu tarafından yaptırılan veya özellikle belediyeler tarafından yürütülen altyapı yatırım ve hizmetlerinin özkaynakla finanse edilmesi, böylece şirket payları nitelikli yatırımcılara, önceden belirlenmiş yatırımcılara satılmak veya halka arz edilmek suretiyle sermayenin tabana yayılması sağlanmaktadır. Ayrıca, şirket tarafından yapılacak borçlanma senetleri ihracıyla finansman olanakları çeşitlendirilmektedir.

Sonuç olarak, sermaye piyasası düzenlemeleri ile ülkemize kazandırılan GYO ve AGYO’lar genellikle tasarruflarla veya banka kredileri gibi yabancı kaynaklarla finanse edilen altyapı sektörüne, yeni bir finansman yöntemi kazandırmış olup, sermaye piyasası aracılığıyla kaynak transferine olanak sağlamıştır. GYO ve AGYO’lar, halka arzlarını gerçekleştirerek sermayeyi tabana yaymakta, büyük çaptaki projelerin gerçekleşmesine olanak sağlayarak kentleşme sürecine katkıda bulunmaktadır. Diğer taraftan, GYO ve AGYO’ların geliştirilerek yaygın hale getirilmesi, başta gayrimenkul ve altyapı sektörü olmak üzere tüm ekonomiyi yükselişe geçirecek bir ivme yaratabilecektir.

3.4.3. Gayrimenkul Yatırım Fonları (GYF)

Gayrimenkul yatırım fonları¹², gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesine, büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarına likidite kazandırılmasına ve fon yapısı kullanılarak gayrimenkul yatırımlarının finanse edilmesine, nitelikli yatırımcıların gayrimenkul yatırım fonlarının katılma paylarını almak suretiyle bu yatırımlardan elde edilen gelirlerden yararlanmasına imkan sağlayan bir yatırım aracıdır. GYF’lerin, fon toplam değerinin en az %80’inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur.

¹² 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Kurulumuzun III-52.3 sayılı Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir.

Bu oranın hesaplanmasında; GYO'lar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçları, gayrimenkul şirketlerinin payları, gayrimenkul sertifikaları ve diğer gayrimenkul yatırım fonlarının katılma payları da dikkate alınır. Ayrıca GYF'ler tarafından, Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, İller Bankası A.Ş., belediyeler ile bunların bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve/veya yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazının bulunduğu şirketler tarafından gerçekleştirilen inşaat ruhsatı alınmış projeler kapsamındaki bağımsız bölümler, inşaatın tamamlanma oranına bakılmaksızın, fon portföyüne dahil edilebilir.¹³

GYF'ler tüzel kişiliğe haiz olmadıkları (tapuya tescil ve tescile bağlı değişiklik, terkin ve düzeltme işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunur.) ve fon malvarlığı kurucunun ve saklayıcının malvarlığından ayrı tutulduğu için kurucunun veya saklayıcının iflas etmesi veya yönetim ve denetimlerinin kamu kuruluşlarının eline geçtiği durumlarda dahi fon malvarlığı haczedilemez, üzerine tedbir konamaz ve fon malvarlığı iflas masasına dahil edilemez. Kurucunun veya portföy yöneticisinin üçüncü kişilere olan borç ve yükümlülükleri ile GYF'nin aynı üçüncü kişilerden olan alacakları birbirlerine karşı mahsup edilemez. Bu anlamda yatırımcıların hakları çok sıkı şekilde korunmaktadır. Diğer taraftan, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5. maddesinin birinci fıkrasının (d) bendi uyarınca; gayrimenkul yatırım fonları veya ortaklıklarının kazançları Türkiye'de kurulmuş olmaları şartıyla kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. Gayrimenkul yatırım fonları gerek bireysel olarak yapılan yatırımlara, gerekse anonim veya limited şirket çatısı altında yapılan yatırımlara göre vergisel olarak avantajlar sağlamaktadır. Ayrıca, gayrimenkul yatırım fonlarının kazançları üzerinden gelir vergisi stopajı yapılmamaktadır. Elde edilen kazanç pay sahiplerine dağıtılmayıp yeniden yatırıma yönlendirildiği sürece herhangi bir gelir vergisi tahakkuk etmemektedir. Gayrimenkul yatırım fonlarınca dağıtılan kâr payları üzerinden sıfır stopaj yapılmaktadır. Gerçek kişiler için elde edilen kazancın yarısı vergiden istisna olup, kalan yarısı beyan edilmektedir. Tüzel kişiler için elde edilen kazanç ise kurum kazancına dâhil edilmektedir.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve III-52.3 sayılı Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği ile hukuki bir alt yapıya kavuşan gayrimenkul yatırım fonlarının, dünya uygulamalarına benzer şekilde gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesine ve yatırımcının doğrudan gayrimenkule yatırım yapmasına olanak sağlamaları, gayrimenkullere likidite kazandırmaları, gayrimenkul yatırımlarının yatırım fonu yapısı kullanılarak nakit akışı sağlanmasına ve finanse

¹³ 30.11.2016 tarih ve 29904 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile düzenlenmiştir.

edilmesine imkan sağlamaları, çeşitli vergi avantajları ile desteklenmiş olmaları ve alım satım esaslarında esnek bir yapıya sahip oldukları gözönünde bulundurulduğunda, gayrimenkul yatırım fonu uygulamasının önemli bir sermaye piyasası enstrümanı olarak ortaya çıktığı görülmektedir.

Diğer taraftan, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından 20.06.2017 tarihinde yayımlanan Bireysel Emeklilik Sistemi, Otomatik Katılım Uygulama Esasları Hakkında Sektör Duyurusunda (2016/30) Değişiklik Yapılması Hakkında Sektör Duyurusu (2017/2)'nda standart fon¹⁴ olarak tanımlanan fon portföyünün, asgari yüzde onunun; girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarında, gayrimenkul yatırım fonu katılma paylarında, Türkiye Varlık Fonu'nda ve/veya altyapı projelerine yatırım amacıyla kurulmuş şirketlerin ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarında, Müsteşarlıkça uygun görülen diğer sermaye piyasası araçlarında, yatırıma yönlendirileceği düzenlenmiştir. Söz konusu sınırlama ile, portföy yönetim şirketleri tarafından girişim sermayesi/gayrimenkul yatırım fonları kurulmasına yönelik talebin ve bu sayede söz konusu araçlarla gayrimenkul ve girişim sermayesi alanlarında yapılan yatırımlar ile altyapı yatırımlarının finansmanında faydalanılan sermaye piyasası araçlarının kullanımının artacağı düşünülmektedir.

3.4.4. Gayrimenkul Sertifikaları

Gayrimenkul sertifikası; ihraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden, nominal değeri eşit sermaye piyasası aracıdır. Gayrimenkul sertifikaları, ihraççılarına sermaye piyasası aracılığıyla finansman seçeneği sunmaktadır. Böylece konut ve işyeri projelerinin inşaatları daha kolay ve hızlı tamamlanabilmektedir. Tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmek isteyen yatırımcılar için alternatif bir ürün olan bu sertifikaların Borsa'da işlem görmesi ise şeffaflık ve likidite sağlamaktadır.¹⁵

Gayrimenkul sertifikaları yurt dışında veya yurt içinde, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış suretiyle ihraç edilebilir. Ülkemizde

¹⁴ Otomatik katılım sisteminde, bir yılını dolduran ve herhangi bir fon tercihinde bulunmayan çalışanların birikimleri, başlangıçtaki "faiz içeren" ve "faiz içermeyen" fon tercihlerinde herhangi bir değişiklik olmaması durumunda aynı tercihe göre standart fonda yatırıma yönlendirilir.

¹⁵ <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/gayrimenkul-sertifikalari>

ilk gayrimenkul sertifikası Başbakanlık Toplu Konut İdaresi (TOKİ) öncülüğünde Mart 2017 tarihinde ihraç edilmiştir.

Gayrimenkul sertifikalarının, özel sektör inşaat projelerinin finansmanında ve büyük ölçekli kentsel dönüşüm projelerinin hayata geçirilmesinde önemli bir araç olacağı düşünülmekte olup, bu modelin küçük yatırımcıların tasarruf alışkanlıklarını değiştireceği, tasarrufa teşvik edeceği ve aynı zamanda sermaye piyasalarını derinleştireceği öngörülmektedir. Ayrıca ilerleyen zamanlarda gerekli mevzuat değişiklikleri yapılarak, gayrimenkul sertifikalarının satışının altyapı projeleri için de mümkün olması sağlanabilir.

3.4.5. Türkiye Varlık Fonu

Sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek için Türkiye Varlık Fonu kurulmuştur.¹⁶ Söz konusu fonun ve buna bağlı alt fonların kurulması ve yönetimi için, Başbakanlığa bağlı, profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilen, özel hukuk hükümlerine tabi Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi kurulmuştur.

Türkiye Varlık Fonu'nun amaçlarından biri de altyapı yatırımlarına sermaye oluşturmak olup, bununla birlikte, ulusal tasarrufların küresel piyasalarda daha etkin şekilde değerlendirilmesi planlanmaktadır.

4. ALTYAPI YATIRIMLARININ FİNANSMANINDA EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ KULLANILMASI

Altyapı yatırımlarından uzun vadede geri dönüş alınması, kamu kaynaklarının kısıtlılığı gibi nedenler altyapı yatırımlarında geleneksel finansman kaynaklarına ek olarak farklı finansman kaynaklarının kullanılması ihtiyacını doğurmaktadır (OECD, 2011). Altyapı projeleri uzun vadeli yatırımlardır. Emeklilik fonlarının yükümlülükleri de uzun vadeye yayılır. Bu nedenle, altyapı yatırımlarının finansmanında emeklilik fonlarından yararlanılması caziptir ve tercih edilebilir. Buna rağmen dünya çapında tüm emeklilik fonlarının %1'inden azı altyapı yatırım projelerinde kullanılmaktadır

¹⁶ 26.08.2016 tarih ve 29813 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Dair Kanun'un "Amaç ve Kapsam" başlıklı birinci maddesinde belirtilmiştir.

(Watson, 2010). Emeklilik fonları, çalışan gücünün yaşlanması ve daha fazla kişiyi kapsamıyla büyümektedir ve potansiyel bir finans kaynağı haline dönüşmektedir. Gelecekte emeklilik fonlarının altyapı projeleri için daha cazip bir kaynağa dönüşeceğini öngörebiliriz.

Son yıllarda köprü, yol, tünel gibi kamu teşebbüsü sayılan altyapı yatırım projelerinin yatırımcılar açısından yeni yatırım fırsatları haline gelmesiyle altyapı finansmanında kurumsal yatırımcının faaliyet alanı artmaktadır. Geleneksel anlamda kamu teşebbüsü olarak bilinen okul, hastane gibi hizmet tesislerinin yapımları da dikkate alındığında özel sektör yatırımcısına sunulan fırsatların kapsamı genişlemektedir. Kamu teşebbüsleri emeklilik fonları tarafından yapılan yatırımların odağı haline gelmektedir. Bireysel emeklilik fonlarının giderek daha çok yatırımcıya ulaştığı ve portföy değerinin arttığı bilinmektedir. Fonların daha yüksek ve istikrarlı getiri sağladığı düşüncesi, yükümlülüklerinin uzun vadeli oluşu ve portföyün çeşitlendirilebilmesi yatırımcının bireysel emeklilik fonlarına ilgisini artırmaktadır. Bireylere uzun dönemli tasarruf yapabilme alışkanlığı kazandırılırsa ve bireyler emeklilik fonları hakkında bilinçlendirilirse bu artışın sürdürülebileceği öngörülmektedir.

Emeklilik fonlarının altyapı projelerinin uzun vadeli yapısıyla uyumlu olması ve istikrarlı getiri sağlaması fonları yatırımcılar açısından cazip hale getirmektedir. Kazancın volatilitesi sözleşme yükümlülüklerine, yatırım yapılan alanda monopollerin olup olmamasına ve hizmetin talep elastikiyetine göre değişebilmektedir. Altyapı yatırımlarının büyük yatırım portföylerini çeşitlendirebileceği iddia edilmektedir fakat bu durum ülkelerin mevzuatlarına göre farklılık arz edebilmektedir (Beeferman, 2008).

Emeklilik fonlarının uzun vadeli yatırımlarda kullanımına ilişkin OECD¹⁷ çalışmasına göre global ölçekte 41 emeklilik fonunun altyapı projelerine ayırdıkları varlıkların toplam değeri 2014 yılında 2.5 trilyon USD seviyesine ulaşmıştır. Özellikle Kanada ve Avustralya’da kurumsal yatırımcılar altyapı projelerine uzun yıllardır yatırım yapmaktadırlar. Kanadalı OMERS toplam fon varlığının yaklaşık %15’ini altyapı yatırımlarına tahsis ederek 41 fonun içerisinde altyapı yatırımlarına en yüksek oranda katılım gösteren emeklilik fonu olmuştur. Avustralya’dan AustralianSuper ve HESTA emeklilik fonlarının her ikisi de varlıklarının yaklaşık %10’luk paylarını altyapı yatırımlarına tahsis etmişlerdir. Bu

¹⁷ OECD tarafından 2015 yılında yayımlanan “Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds” raporunun “Part B-Infrastructure Investment” bölümü.

sırayı Kanadalı OTTP emeklilik fonu %8,3 ile takip etmektedir. Tablo 7’de emeklilik fonlarının doğrudan yapılan altyapı yatırımlarına, varlıklarının ne kadarını tahsis ettikleri gösterilmektedir. Tabloda ilk 10 emeklilik fonuna yer verilmiştir (Annual Survey of LPF&PPRF, 2015).

TABLO 7: Emeklilik Fonlarının Altyapı Yatırımlarına Tahsis Ettikleri Paylar		
ÜLKE	EMEKLİLİK FON ADI	DOĞRUDAN YAPILAN ALTYAPI YATIRIMLARININ FON VARLIĞINA ORANI
KANADA	OMERS	%14,7
AVUSTRALYA	HESTA	%9,2
AVUSTRALYA	AustralianSuper	%9,1
KANADA	OTTP	%8,3
AVUSTRALYA	Future Fund	%7,4
BRAZİL	Previ	%6,8
AVUSTRALYA	Sunsuper	%6,0
KANADA	Canada Pension Plan Investment Boar	%5,5
İNGİLTERE	USS	%5,3
KANADA	Quebec Pension Plan	%4,6

Kaynak: OECD Annual Survey of LPF&PPRF, 2015

5. DİĞER ÜLKE UYGULAMALARI

5.1. Kanada

Kanada’da emeklilik fonlarının çoğu belirlenmiş fayda (maaş) esaslı¹⁸ (DB) emeklilik planlarıdır. Emeklilik varlıklarının yaklaşık %95’i DB fonlarındadır. DB planlarında emeklilik döneminde sağlanacak fayda önceden belirlenen bir formüle göre hesaplanmaktadır. Dolayısıyla, çalışanın emekli döneminde alacağı emekli maaşı önceden belirlenmiştir. Ayrıca bu planlarda emeklilik birikimi olarak ödenecek tutarlar, bireyden alınan katkılarla ilişkili olmaksızın üyelerin veya çalışanların

¹⁸ Defined Benefit Plan.

maaşları ya da hizmet sürelerine bağlı olarak belirlendiği planlar olarak tanımlanmıştır. DB emeklilik planı kişinin aktif çalışma hayatı boyunca aldığı maaşlardan yapılan düzenli kesintiler karşılığında, emeklilik döneminde yaşadığı süre boyunca belirli bir faydayı garanti eder. Ayrıca bu planda kişinin emeklilikte maaş almaya hak kazanması için belirlenmiş asgari bir süre hizmet vermiş olması gerekir. DB planlarda riskin çoğunluğu, bu imkanı sağlayan kuruluşun üzerindedir.

Belirlenmiş katkı esaslı¹⁹ (DC) emeklilik planlarında ise, çalışan ve işveren tarafından ödenecek katkı payı çalışanın maaşının belli bir yüzdesi olarak önceden belirlenmektedir. Dolayısıyla her katılımcıya ait bir hesap bulunmakta ve katkılar bu hesabın yatırım getirisiyle birikmektedir. DC planlarında emeklilikte alınacak emekli maaşının tutarı önceden bilinmemekte ve bu tutar emeklilik gününde çalışanın bireysel hesabındaki birikimine bağlı olarak belirlenmektedir. Genellikle katkılar ve yatırım getirisinden oluşan fonun nasıl değerlendirileceğine katılımcı karar verir ve dolayısıyla yatırım riski daha çok katılımcıların üzerindedir. Emeklilikte katılımcılar bireysel hesaplarındaki birikimi toplu para veya hesaptaki değere eşit bir annüite şeklinde alabilir. Annüitenin gerçek değeri reel yatırım performansı, çalışanın son dönemdeki maaşı ve faiz oranına bağlı olmaktadır. Ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sistemi DC yapıdadır (Namsrai, 2015:10).

TABLO 8: DB ve DC Emeklilik Planlarının Karşılaştırılması		
	DB Emeklilik Planı	DC Emeklilik Planı
Emeklilik Maaşının Tutarı	-Tazminat son dönem maaşı esas alınarak hesaplanmaktadır. -Kişiye sürekli bir gelir garantisi sunulmaktadır.	-Yapılan katkılarının miktarına göre belirlenmektedir. -Yatırım getirisinden etkilenir.
Yatırım Riski	-Birikimler profesyoneller tarafından değerlendirilir. -Yatırım riski katılımcıların üzerinde değildir.	-Birikimini hangi yatırım aracında değerlendireceğine kişi kendi karar verir. -Yatırım riski katılımcıların üzerindedir.
Fonlama Riski	-Fonlama riski <i>işveren</i> üzerindedir.	-Fonlama riski <i>çalışan</i> üzerindedir.

¹⁹ Defined Contribution Plan.

Faiz Oranı Riski	-Yüksek enflasyon ve belirsizliğin hakim olduğu koşullarda daha uygundur.	-Enflasyonun olmadığı, istikrarın hakim olduğu koşullarda daha uygundur.
Faaliyet Giderleri Riski	-DC planlarına göre düşüktür.	-DB planlarına göre iki kat yüksektir.
Fayda Ödemeleri	-Ömür boyu hayat rantı şeklinde ödemeler yapılır.	-Ödemeler toplu para (lump sum) veya sınırlı süreli hayat rantı şeklinde yapılır.

Kaynak: Namsrai. 2015:14

Kanada'da 500'ün üzerinde kurumsal emeklilik planı bulunmaktadır. Dünyadaki birçok DB sistemine paralel olarak, Kanada'nın emeklilik planlarının varlık değerleri de çok yüksektir. Kanada emeklilik fonları uluslararası karşılaştırmada büyük olarak değerlendirilmektedir. Dünyadaki en büyük 300 emeklilik fonu içinde Kanada'nın 19 adet emeklilik fonu, ilk 100 de ise 7 adet emeklilik fonu bulunmaktadır ve bu 300 fon arasında Kanada'nın pazar payı %5,3'tür (Towers Watson. 2015).

Kanada emeklilik fonlarından, özellikle OTTP ve OMERS, altyapı yatırımlarına yatırım yapan yatırımcıların başında gelmektedir. 2015 yıl sonu itibariyle OMERS'in toplam büyüklüğünün %14,7'sini OTTP'nin ise %8,3'ünü altyapı yatırımları oluşturmaktadır. Buna karşılık, diğer küçük ve orta ölçekli emeklilik fonları da daha küçük oranlarda altyapı yatırımlarına yatırım yapmaktadır. Söz konusu fonların daha küçük miktarlarda altyapı yatırımlarına yatırım yapmasının sebebi, ölçek ve uzmanlık eksikliği ve maliyetler olarak belirtilmektedir. Bununla birlikte, küçük emeklilik fonları da ilerleyen dönemlerde altyapı yatırımlarına daha fazla yatırım yapmayı hedeflemektedir.

Ontario Teachers, Caisse de Dépôt et Placement du Quebec (CDP), OMERS, The Canadian Pension Plan (CPP), Alberta Management, British Columbia ve OPTru gibi Kanada emeklilik fonları altyapı piyasasında aktif yatırımcılardır. Zamanla, bu yatırımcılar altyapı yatırımlarına doğrudan yatırım yapmak için gerekli bilgi, uzmanlık ve kaynakları elde edebilmişlerdir. Bu sayede, projelere teklif verirken, önde gelen roller alabilir ve diğer mali sponsorlarla rekabet edebilir düzeye gelebilmişlerdir. Diğer bir deyişle, bu fonlar, dışarıdan hizmet almadan, altyapı projelerinin araştırmasını ve risk değerlendirmesini yapmak için gerekli kaynaklara sahiptir. Anılan fonların ortak özellikleri kısaca şöyle özetlebilir:

- DB'ler uzun vadeli yükümlülükler ile tanımlandığı için, uzun dönem yatırımları da teşvik eder.
- Büyük fonlar, özellikle büyük ölçekli altyapı projelerinde önemlidir.
- Gelişmiş, karmaşık ve doğrudan altyapı programlarını anlayabilecek bağımsız ve profesyonel kurumlara dayalı güçlü yönetim modellerine sahiptirler.
- Yıllar içinde inşa edilmiş, yatırım kararları verebilen ve yatırımları değerlendirebilen büyük ve gelişmiş yatırım ekipleri vardır.

Kanadalı yatırımcıların yaklaşık %80'i borsaya kote edilmemiş araçlar, yaklaşık %20'si ise borsaya kote edilmiş araçlar aracılığıyla altyapı yatırımlarına yatırım yapmaktadır. Ayrıca, bunların yaklaşık %51'i doğrudan altyapı yatırımlarına yatırım yapmaktadır ve bu oran küresel piyasadaki veriler ile karşılaştırıldığında yüksektir. Aslında, altyapı yatırımlarında "Kanada modeli" adı verilen, yani altyapı yatırımlarının doğrudan büyük emeklilik planları tarafından finanse edilmesi, son zamanlarda dünya genelinde de büyük ilgi görmektedir.

Kanada'da altyapı, büyük kamu emeklilik yatırım fonları tarafından altyapıya olağandışı yüksek kaynak ayrılması, sermayenin çoğunun denizaşırı altyapı projelerine yatırılması, emeklilik fonları tarafından doğrudan yatırımların tercih edilmesi, fonların kurum içi uzman ekiplere sahip olması ve altyapı yatırımlarında "Kanada modeli" icat edilmesi sayesinde gelişmiştir. Kanada'da altyapı tahvilleri için de gelişmiş bir pazar vardır ve emeklilik fonları çoğu zaman altyapı şirketlerinin tahvillerine de yatırım yapar. Kanada emeklilik fonlarının altyapı yatırımlarını sınırlayıcı unsurları, özellikle doğrudan yatırımlar için daha küçük ve orta ölçekli emeklilik fonlarının kaynaklarının yetersiz olması olabilir. Ayrıca olgunlaşan DB fonlarının daha fazla likidite ihtiyacı da olacaktır.

Kanada'nın en büyük emeklilik yatırım fonu olan CPP²⁰'nin Emeklilik Planı Yatırım Kurulu (CPPIB) profesyonel ve aktif bir yatırım yönetimi organizasyonu ile küresel piyasada önde gelmektedir. CPP, 2031 yılına kadar yarım trilyona çıkacağı tahmin edilen dünyadaki en hızlı büyüyen ve en geniş tek amaçlı sermaye havuzlarından biri haline gelmiştir. Fonun yıllık bazda %4'lük bir gerçek getiri oranına ulaşması beklenmektedir. CPPIB, uzun dönemde getirileri artırmak için portföyü çeşitlendiren bir stratejisi benimsemiştir. Gayrimenkul, altyapı ve diğer enflasyona duyarlı varlıklara yapılan yatırımlar, portföy kompozisyonunda önemli bir rol oynamaktadır.

²⁰ 2015 yıl sonu itibarıyla toplam fon büyüklüğü, 202 milyar USD'dir (Towers Watson. (2015)).

CPPIB, uluslararası yatırım yapan, portföyünü aktif bir şekilde yöneten, kapsamlı bir tecrübesi olan 30'dan fazla altyapı yatırım profesyonelinden oluşan bir ekibe sahiptir. Fon genellikle, nispeten istikrarlı uzun vadeli getiriler sağlayan, yüksek kaliteli, uzun vadeli, çekirdek altyapı varlıklarına doğrudan yatırım yapmaktadır. Örneğin, elektrik ve gaz iletim/dağıtım, su ve kanalizasyon şirketleri, belirli ulaşım varlıkları - ücretli yollar, köprüler, tüneller, havaalanları ve limanlar- gibi. Fon, devlet tarafından sübvansiyonlara ve teknik riske sektörün bağımlılığı nedeniyle yenilenebilir sektöre yatırım yapmamaktadır.

5.2. Avustralya

Avustralya federal bir ülkedir. Devletler altyapı planlaması ve harcamalarında en önemli kurumlardır ancak federal hükümet, düzenlemede ve sermaye yatırımını teşvik edip koordine etmede önemli bir role sahiptir. Avustralya'nın özel altyapı yatırım piyasası, başta enerji, ulaşım ve iletişim sektörlerinde olmak üzere, 1990'lı yılların başında büyük ölçekli altyapı varlık özelleştirmesiyle başlamıştır. Avustralya aynı zamanda kamu-özel işbirlikleri/ortaklıkları (PPP modeli) modelini de erken kullanan ülkelerdendir. Avustralya'da gelecek on yılda 300 milyar Avustralya Doları ile 700 milyar Avustralya Doları aralığında altyapı yatırımlarına yatırım yapılacağı beklenmektedir.

Avustralya'daki sosyal güvenlik sistemi 1985 yılında sendikalar ve devletin anlaşmasıyla yeniden düzenlenmiştir. Yapılan bu reform kamu personeli dışında kalan çalışanların Avustralya üzerindeki yükünü azaltmayı amaçlamıştır. 1986'da Avustralya devletinin kurduğu bir özel emeklilik fonu (superannuation) ile özel sektör çalışanlarının primleri bu fona aktarılmaya başlanmıştır. Daha sonra da 1992'de yapılan reform ile tüm işverenler emeklilik fonu (superannuation) kurmak zorunda bırakılmıştır (Seyyar. 2007:123-126).

Avustralya'da emeklilik sistemi üç ayaktan oluşmaktadır ve bunlar kamu emeklilik sistemi, zorunlu özel emeklilik sistemi ve isteğe bağlı özel emeklilik sistemidir. Kamu emeklilik sisteminde minimum emeklilik yaşı kadınlar için 60, erkekleri için 65 olarak belirlenmiştir. Diğer ülkelerden farklı olarak Avustralya'da sigortalılardan prim/katkı tahsil edilmemekte, ödemeler genel bütçeden karşılanmaktadır. İkinci ayak olan özel emeklilik sisteminde minimum emeklilik yaşı 55 olarak belirlenmiştir. İşverenler bir emeklilik fonu kurmamışlarsa kurulmuş bir emeklilik fonunu seçmeleri gerekmektedir. Sisteme katılım özel veya kamuda çalışan tüm işçilere zorunlu, serbest çalışanlar ve düşük ücret alanlar için zorunlu değildir.

Sistemin üçüncü ayağını oluşturan gönüllü özel emeklilik sisteminde fonlama belirli katkı esasına göre yapılır. Çalışanların işveren tarafından kurulan emeklilik fonları ile bireysel emeklilik fonları arasında seçim yapma imkanı vardır ve fon getirilerine %15 vergi uygulanmakta olup geri ödemeler indirimli oranda vergilendirilir (Ergenekon 127-128).

Avustralya emeklilik fonlarının çoğu, 1990'ların başından itibaren altyapı yatırımlarına yoğun ilgi göstermektedir ve bu "yeni varlık sınıfı"nın uluslararası bağlamda öncülerinden biri olarak görülebilir. Bununla birlikte, Avustralya'da altyapı yatırımlarında emeklilik fonlarının rolü ve yapabilecekleri konusunda yoğun bir tartışma mevcuttur. Emeklilik yatırım fonlarının altyapı yatırımlarına yatırım yapabilmesi hususunda arz ve talep yanlı faktörler, politik ve endüstriyel sorunlar gibi bir takım engeller tespit edilmiştir. Bu sorunlar kısaca şöyle özetlenebilir:

1. İhale süreci: Tutarlı, açık ve basit ihale süreçlerinin eksikliği genel bir şikayettir. Bu durum, gerçekçi olmayan talep projeksiyonlarına da yol açmaktadır. Yüksek teklif verme maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Örneğin, projenin değerinin % 0,5-1,2'si kadar. Bu rakam Kanada pazarından daha yüksek bir orandır.

2. Siyasi ve düzenleyici riskler: Bunlar, Eyalet ve Federal Hükümetlerin, altyapı ve vergi politikalarındaki değişiklikler ve belirsizlikleri içerir.

3. Kısa vadecilik: Emeklilik fonları, daha çok kısa vade eğilimli olabilmektedir.

4. Likidite sorunu: Altyapı varlıkları nitelikleri gereği likit değildir. Emeklilik fonları da portföylerinde likit olmayan varlıkların tutulması konusunda temkinli davranmaya devam etmektedir.

5. Yatırım stratejileri ile uyum: Emeklilik fonlarına, farklı risk tercihlerine sahip yatırımcılar yatırım yapabildikleri için, emeklilik fonları da çeşitli uzun-kısa vadeli yatırım araçlarını portföylerine alabilmektedir. Dolayısıyla iç altyapı sadece uluslararası altyapı yatırım fırsatlarıyla değil, aynı zamanda diğer tüm varlık sınıflarıyla rekabet etmektedir.

6. Ölçek, kaynaklar ve yatırım uzmanlığı yetersizliği: Altyapı karmaşıktır ve sermaye gereksinimleri genellikle yüksektir. Pek çok Avustralya emeklilik fonu, yeterli yönetim, yönetim ve operasyonel kaynaklara sahip olacak kadar büyük değildir.

1992'de, Avustralya emeklilik politikasının büyük bir revizyonunun bir parçası olarak zorunlu emeklilik sistemi getirilmiştir. Bir başka deyişle, Avustralya'da "superannuation" denilen "zorunlu katılım uygulaması" başlamıştır. Bir çalışanın geliri 450 doların (bizdeki asgari ücrete tekabül etmektedir) üzerine çıktığında,

otomatik olarak emeklilik sistemine kayıt olmaktadır. Global bağlamda, Avustralya şimdi emeklilik pazarında önemli bir oyuncu haline gelmiştir. Emeklilik varlıklarının GSYH'ye oranı 2015 yılı için %110'dur. Bu rakam ile Avustralya; Hollanda, İzlanda ve İsviçre'den sonra dördüncü sırayı oluşturmaktadır. Tahminler, Avustralya emeklilik sisteminin 2028 yılına kadar 7 trilyon USD malvarlığı olacağı yönündedir (Deloitte. 2013).

Avustralya emeklilik fonlarının çoğunluğu belirlenmiş katkı esaslı (DC) emeklilik planlarıdır, emeklilik fon varlıklarının yaklaşık %90'ı DC fonlardır. Avustralya'nın, dünyadaki en büyük 300 emeklilik fonu içindeki fonlarının pazar payı %3,1'dir (Towers Watson. 2015).

Towers Watson Alternatif Araştırması (2012c), Avustralya merkezli yöneticilerin küresel önemi hakkında bir perspektif sunmaktadır. Tüm dünyadaki en iyi 20 altyapı fon yöneticisinin 8'i Avustralya merkezlidir.

Avustralya emeklilik fonları altyapı yatırımında uzun bir tecrübeye sahiptir. Ayrıca, toplam varlıklar içerisinde %5-6 oranında altyapı yatırımlarına yatırım yapmaktadırlar. Avustralya emeklilik fonlarının çoğunluğunun DC olmasından dolayı bu paradoksal görünebilir. Avustralya'da emeklilik fonlarının altyapı yatırımlarına yatırım yapmasındaki artışın başlıca faktörler şunlardır:

- Kamu varlıklarının hükümet tarafından özelleştirilmesi ve 1990'lı yılların başında zorunlu emeklilik sisteminin devreye sokulması.
- Ekonomik büyüme ve olumlu demografik eğilimler nedeniyle emeklilik varlıklarının büyümeye devam etmesi.
- Altyapıda özel yatırım patlamasını tetikleyen yatırım bankaları ve varlık yöneticileri gibi finansal araçların ortaya çıkışı.

Avustralya'da altyapı yatırımlarına yatırım yapılırken genellikle dışarıdan fon yöneticilerinden hizmet alınmaktadır. Tercih edilen yatırım araçları başlangıçta borsaya kote edilmiş şirketler ve fonları ("eski Avustralya modeli") iken söz konusu yatırım araçları ile istenilen performansa ulaşamayınca, tercih edilen rota, borsaya kote edilmemiş ve açık uçlu fonlara ("yeni Avustralya modeli") çevrilmiştir. Şuan için, çok az sayıda daha büyük fon doğrudan altyapıya yatırım yapmaktadır.

5.3. Kanada ve Avustralya'nın Karşılaştırılması

Emeklilik yatırım fonları tarafından alt yapı yatırımlarına en çok yatırım yapan Avustralya ve Kanada'nın sistemleri arasındaki benzerlikler ve farklılıklar şöyle sıralanabilir:

- Kanada'da emeklilik planları DB yapıda iken, Avustralya'da ağırlıklı olarak DC yapıdadır. Bu farklılığın, yatırım kararlarının şekillendirilmesi, emeklilik fonlarının varlık dağılımı ve karar vericilerin altyapıya nasıl yatırım yapabilecekleri hususlarında doğrudan etkisi vardır. DC sisteminde nihai yatırım kararı, emeklilik kurulları ve yöneticilerde değil, bireysel üyelere aittir.
- Kanada ve Avustralya emeklilik piyasalarının büyüklükleri birbirine yakındır. Bununla birlikte, Avustralya'nın emeklilik sistemi Kanada'dan daha hızlı bir şekilde büyümektedir. Bunun temel nedeni ise zorunlu emeklilik sistemi ve olumlu demografik özelliklerdir.
- Kanada emeklilik fonlarının diğer ülkelerdeki fonlardan daha büyük ölçekte olduğu ve kurum içi fon yönetimi ve doğrudan altyapı yatırımlarına daha uygun olduğu söylenmektedir.
- Avustralya'nın altyapı yatırımlarına yatırım yapması 1990'lara uzanmaktadır. Kanada'da ise emeklilik fonlarının altyapı yatırımlarına yatırım yapması 2000'li yıllarda başlamıştır ancak her iki ülkede de yatırım hacimleri son yıllarda hızlı bir şekilde artmıştır. Emeklilik fonlarının varlıklarından altyapı yatırımlarına ayırdıkları oran ise oldukça benzerdir: Kanada'da yaklaşık %5, Avustralya'da %5-6 olarak tahmin edilmektedir. Bu açıdan iki ülkedeki oranlar açıkça uluslararası oranların üstündedir.
- Daha küçük emeklilik fonlarının ölçek ve kaynak eksikliği tüm ülkelerde ortak bir sorundur. Likidite sorunları da hem DC sisteminde hem de DB sisteminde çok farklı olmasına rağmen mevcuttur.
- Denetim ve düzenleme baskısı, her iki ülkede de pek çok Avrupa'daki ülkeden daha azdır.
- Kanada ve Avustralya'nın emeklilik fonlarının altyapıya yatırım yapma biçiminde büyük farklılıklar vardır. Avustralya, hem özel şirketlere (özelleştirilmiş olanlar da dahil olmak üzere) hem de borsaya kote edilmiş fonlara ("eski Avustralya modeli") yatırım yapma geleneğine sahipken, yıllar içinde özel veya borsaya kote edilmemiş varlıklara doğru bir kayma olmuştur. Bununla birlikte, Avrupa ve ABD'nin aksine, açık uçlu fonların ("yeni Avustralya modeli") tercih edildiği açıkça görülmektedir. Buna karşılık, Kanada altyapı yatırımları, öncelikle borsaya kote edilmemiş kapalı uçlu fonlar, doğrudan yatırımlar ve ortak yatırımlar yoluyla gerçekleştirilir.

- Çoğu Kanada emeklilik fonları altyapı yatırımlarına yatırım yapmaya dolaylı araçlar ile başlamışlardır ancak zamanla artan bir şekilde direkt olarak yatırım yapmaya başlamışlardır. Altyapı yatırımında “Kanada modeli” denilen model, yönetim ve operasyonel kaynakların, uzman ekiplerinin bir araya getirilmesini gerektirir. Avustralya’da ise doğrudan yatırım, yeni bir gelişmedir ve bu nedenle yalnızca çok az sayıda varlık fonu veya emeklilik fonları için (örneğin, Future Fund, QIC, AustraliaSuper) geçerlidir.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Son yıllarda altyapı projelerinde özel sektörün payı artmaktadır. Yüksek tutarlı yatırım gerektiren altyapı projelerinde yer alan şirketler banka kredilerinin yanı sıra, daha uzun vadeli finansman olanağı sunan sermaye piyasasından yararlanmaktadır. Infrastructure Investor²¹ adlı dergi tarafından yapılan bir çalışma göstermektedir ki altyapı projesine en fazla yatırım yapan otuz kurum genellikle büyük portföy yönetim şirketleri ile emeklilik yatırım fonlarıdır. Bu bir anlamda altyapı projelerinin önemli bir kısmının dolaylı da olsa sermaye piyasası ile finanse edildiğini göstermektedir.

Ülkemizde devlet teşvikiyle ivme kazanan bireysel emeklilik sistemine²² ek olarak otomatik katılım sisteminin de devreye girmesiyle birlikte ulusal tasarrufların artırılması ve yatırım kaynağı olarak kullanılması hedeflenmektedir. Bu kapsamda tartışılan konulardan biri de emeklilik yatırım fonlarında biriken tasarrufları da kapsayacak daha büyük bir fonun oluşturulması projesidir. Türkiye’de yeni kurulmakta olan Varlık Fonu altyapı yatırımlarına sermaye oluşturmayı amaçlamaktadır. Bununla birlikte, ulusal tasarrufların küresel piyasalarda daha etkin şekilde değerlendirilmesi planlanmaktadır.

²¹ PEI medya yayım grubunun bünyesindeki Infrastructure Investor adlı dergi 2011 yılında en fazla altyapı yatırımı yapan şirketleri/fonları açıklamıştır. Grup, firmalara 2007 başından itibaren son 5 yılda ne kadar doğrudan altyapı yatırımı yaptıklarını sormuş, bu cevaplara göre firmaları sıralandırmıştır. Çalışma, fiziksel bir altyapı tesisinin/hizmetinin ilk yapım ya da geliştirme aşamasında doğrudan yapılan yatırımları kapsamaktadır. Doğrudan yapılan yatırımlar; altyapı yatırım fonlarına (borsada işlem gören ya da tahsisli olarak satılan), altyapı projesine yatırım yapan emeklilik yatırım fonlarına ya da altyapı projelerinde yer alan şirketlere yapılan sermaye aktarımlarını ifade etmektedir. Altyapı projelerine en fazla yatırım yapan 30 firma son 5 yılda (2007-2011) 183 milyar USD tutarında yatırım yapmıştır. Altyapı yatırımlarına bağımsız yatırım fonları 54,9 milyar USD yatırım bankaları ve banka kökenli yatırım fonları ise 54,3 milyar USD kaynak yaratmıştır. Emeklilik yatırım fonlarının son 5 yılda (2007-2011) yapıları altyapı yatırımları ise 50 milyar USD civarındadır.

²² 31.12.2003 yılında 15.245 olan katılımcı sayısı, 31.12.2013 tarihi itibarıyla, 4.153.055, 31.12.2016 tarihi itibarıyla ise, 6.625.759’dur.

Otomatik katılım sistemi ile kurumsal yatırımcı tabanının genişlemesi beklenmektedir. Ancak ülkemizde finansal okuryazarlık oranının istenilen düzeyde olmadığı dikkate alınarak, katılımcıların sistemde kalmasını teşvik etmek amacıyla yürütülen kampanyaların artırılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Emeklilik yatırım fonlarında biriken tasarrufların yatırım kaynağı olarak değerlendirilebilmesi ülkemizin ekonomik gelişimini olumlu düzeyde etkileyebilecek ve kamu sermayesi üzerinde oluşan kamusal hizmetlerin yükünü büyük ölçüde hafifletebilecektir. Öte yandan, ülkemizde emeklilik yatırım fonlarının portföy dağılımlarına bakıldığında, ağırlıklı olarak kamu borçlanma araçlarına yatırım yapıldığı görülmektedir.²³ Bu kapsamda, emeklilik yatırım fonları portföylerine, altyapı şirketlerinin ihraç ettikleri ortaklık paylarını veya gayrimenkul yatırım fonlarını dahil etmeleri hususunda teşvik edilmelidir. Bu kapsamda, emeklilik yatırım fonları için söz konusu yatırım araçlarını portföylerine dahil etmeleri hususunda fon portföy değerinin belirli bir yüzdesi olarak azami sınır konulabilir.

Emeklilik yatırım fonlarının altyapı yatırımlarına yatırım yapabilmesi için, uygulamada olan gayrimenkul yatırım fonuna benzer olarak altyapı emeklilik yatırım fonu kurulabilmesinin hukuki altyapısı oluşturulabilir. Altyapı emeklilik yatırım fonu kurulabilmesi için mevzuatta yapılması gereken değişiklikler şöyle özetlenebilir:

- Fon toplam değerinin belirli bir oranının altyapı yatırımlarından oluşması zorunlu tutulabilir.
- Borsa dışından fon portföyüne alınabilecek varlık türleri genişletilebilir.
- Fonun ağırlıklı olarak altyapı yatırımlarına yatırım yapacağı gözönünde bulundurularak, fon kurulu üyeleri için, altyapı yatırımları konusunda en az beş yıllık tecrübeye sahip olmak gibi özel şartlar zorunlu tutulabilir.
- Kurulacak fonun alım satım esasları mevcut uygulamadan farklılaştırılarak, katılımcıların fonlarda daha uzun süre kalması sağlanabilir.

Diğer taraftan, emeklilik şirketleri altyapı gayrimenkul yatırım fonu kurmaları katılımcılar ise söz konusu fonu tercih etmeleri yönünde çeşitli vergisel avantajlar veya ek devlet katkısı ile teşvik edilebilir.

Bununla birlikte, ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sisteminin belirlenmiş katkı esaslı emeklilik planı (DC) yapısında olduğu ve dolayısıyla birikimin hangi yatırım aracında değerlendirileceğine katılımcıların karar verdiği

²³ Bkz. Tablo 2.

gözönünde bulundurularak, katılımcıların “uzun vadeli yatırım” kavramı konusunda bilinçlendirilmesi de önem arz etmektedir.

Ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sisteminde katılımcılar fonları istedikleri zaman çıkabilmektedir bu durum fonlara daha likit varlıklara yatırım yapma yükümlülüğü getirmektedir. Altyapı yatırımları ise görece daha az likit yapıdadır. Bu çerçevede, emeklilik yatırım fonlarının uzun vadede kullanılabilmesi ve göreceli olarak daha az likit uzun vadeli yatırımlar yapabilmesi için fonların alım satım esasları farklılaştırılarak, katılımcıların fonlarda daha uzun süre kalması sağlanabilir ve bu şekilde söz konusu fonların altyapı yatırımlarına yatırım yapması teşvik edilebilir.

KAYNAKÇA

- AKSEL, Namık
2016 “Bireysel Emeklilikte Beklentiler ve Varlık Dağılımının Önemi” Kurumsal Yatırımcı Dergisi, Temmuz-Eylül Sayısı S:13-18.
- AKSOY, Bahar
2016 “Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Kolektif Yatırım Araçlarının Rolü: Gayrimenkul Yatırım Fonu Modeli Sunumu”
- ALPASLAN, Halil İbrahim
2014 “Yeni Bir Finansman Aracı Olarak Sukuk (Kira Sözleşmesi) ve Muhsasebeleştirilmesi” Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi Cilt 6. Sayı 11
- BEEFERMAN, By Larry W.
2008 Pension Fund Investment in Infrastructure: A Resource Paper, Capital Matters, No.3.
- BİLAL, Elvan Zeynep, G.DOĞAN ve D. ÖZKAHRAMAN
2016 Infrasture Real Estate Invesment Companies
- CROCE, Raffaele Della
2011 “Pension Funds Invesment in İnfrastructure” Policy Actions OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No.13
- ÇANAKCI, Mehmet
2014 “Çok Kutuplu Dünyada İslami Finans Piyasalarının Gelişimi ve Sukuk İhraçları” Türkiye İslam İktisadi Dergisi Cilt 1. Sayı 2
- DEMİR, Yusuf ve A.YAVUZ
2004 “Bireysel Emeklilik Sisteminin Sermaye Piyasalarına Etkisi ve Sistemin Gelişmesinde Vergisel Teşviklerin Önemi” Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Cilt:9 S.1

- GENÇ, Ömür ve E. ERTUĞRUL
2007 “Altyapı Yatırımlarının Finansmanı” Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.
Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü
- GÜLNAR, Halil
2016 “Yüksek Hızlı Tren Yatırımlarının Gelir Ortaklığı Senedi ile Finansmanı”
T.C. Kalkınma Bakanlığı Uzmanlık Tezi
- INDERST, Georg
2009 “Pension Fund Investment in Infrastructure” OECD Working Paper On
Insurance and Private Pensions
- INDERST By Georg ve R.D.Croce
2013 OECD Working Papers On Finance, Insurance and Private Pensions
No.32 “Pension Fund Investment in Infrastructure: A Comparison between Australia
and Canada”
- NAMSRAI, Gerelchimeg
2015 “Belirlenmiş Fayda Emeklilik Planlarında Aktüeryal Maliyet Yöntemleri
ve Bir Uygulama” Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve
Sigortacılık Enstitüsü
- OECD
2015 Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve
Funds “Report On Pension Funds’ Long-Term Investments
- OECD
2011 “Pension Funds Investment in Infrastructure A Survey” International
Futures Programme Project on Strategic Transport Infrastructure to 2030
- ÖZGÜÇ, Erkan
2016 “Altyapı Yatırımlarının Finansmanı: Alternatif Yatırım Fon ve
Ortaklıkları ile Diğer Sermaye Piyasası Araçları Sunumu”
- ÖMÜRGÖNÜLŞEN, Uğur, Ç.Z. PİRGAİP VE B. PİRGAİP
2015 “Mahalli İdarelerin Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Gayrimenkul
Yatırım Ortaklığı (GYO) Modeli” Maliye Dergisi, S.168
- ÖZEROĞLU, Ali İhsan
2014 “Sukuk ve Türkiye’de Sukukun Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi
Tarih Okulu Dergisi (TOD) Sayı XIX.
- PEKER, İbrahim ve B. KARAAĞAÇLI
2015 Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi “Dünyada ve Türkiyede
Sermaye Piyasası Altyapı Kurumları” Cilt 7. SS.341-375
- PWC
2017 Capital Project Infrastructure Spending in Turkey Outlook to 2023
- SEVAL PİRGAİP, Çiğdem Zeynep

2013 “Türkiye’de Santalizasyon Çabaları Çerçevesinde Yerel Yönetimlerin Kamu Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Sermaye Piyasasından Yararlanma İmkanları” Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Siyaset Bilimi ve Kamu Yönetimi Anabilim Dalı

Yatırımcı Seferberliği Arama Konferansı Raporu.

2012 Sermaye Piyasasında Gündem (TSPAKB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği) Sayı:117, S:7-15.

WATSON, Towers

2010 Global Alternatives Survey.

WATSON, Wills Towers

2015 Pensions&Invesments/Wilss Towers Watson 300 Analysis

Yararlanılan İnternet Siteleri

<http://www.spk.gov.tr/index.aspx>

<https://www.takasbank.com.tr/tr/Sayfalar/Anasayfa.aspx>

<http://www.egm.org.tr/>

<http://www.cppib.com/en/>

<http://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/australia/80>

<http://www.borsaistanbul.com/>

<http://www.oecd.org/>