



Emin Dedeoğlu¹
Merkez Direktörü

Yönetişim Çalışmaları Merkezi

TÜRKİYE VARLIK FONU BU PORTFÖYÜ İLE NE YAPABİLİR?

Türkiye Varlık Fonu (TVF), son günlerde, fona devredilen varlıklarla ilişkili olarak tekrar gündeme geldi. Daha önce Milli Piyango, şans oyunları ve at yarışlarının devredildiği fona 5 Şubat tarihinde bazı kamu arazilerinin yanı sıra aşağıda tablo'da gözüken kamu hisseleri devredildi. THY ve Halk Bankası'ndaki hisseler Özelleştirme İdaresi'nin tasarrufunda idi.

¹ <http://www.tepav.org.tr/tr/ekibimiz/s/16/Emin+Dedeoglu+>

TÜRKİYE VARLIK FONU BU PORTFÖYÜ İLE NE YAPABİLİR?

	Hazine payı (yüzde)	Ödenmiş Sermayesi (TL)	Halka açıklık oranı (yüzde)
THY	49.12	1,38 milyar	50,18
Halkbank	51.11	1,25 milyar	48,77
Ziraat Bankası	100	5 milyar	
Borsa İstanbul	73.6	423,2 milyon	
PTT	100	981,5 milyon	
BOTAS	100	4,15 milyar	
ETİ Maden	100	600 milyon	
TPAO	100	3 milyar	
Türksat	100	1,47 milyon	
Türk Telekom	6,7	3,5 milyar	13,31
Çaykur	100	1,49 milyar	

Bunların yanısıra Savunma Sanayi Fonundan 3 milyar TL nakit imkân da 3 ay süreyle Fon'a aktarıldı.

Bu son aktarmalarla birlikte TVF bünyesindeki varlıkların toplamı oldukça büyük rakamlara ulaşmış gözüküyor. Bu durum TVF'nin kurulması aşamasındaki tartışmaları tekrar alevlendirdi. Eleştirilerin önemli bir kısmı fonun şeffaf olmaması, Sayıştay denetimine tabii olmamasına odaklanıyor. Ayrıca dünyadaki uygulamaların aksine, TVF'nin, Türkiye gibi doğal kaynağı ve ödemeler dengesi fazlası olmayan bir ülkede yalnızca büyük altyapı yatırımlarına kaynak sağlamak için kurulduğu söyleniyor. Bu eleştiriyi yapanlar, TVF'nin, amaç, altyapı yatırımlarını finanse etmekse, geçmişteki Kamu Ortaklığı Fonu uygulamasından pek farkı olmayacağını, zor kazanılmış "Hazine birliği" ilkesinden taviz verileceğini de haklı olarak vurguluyorlar. Bilindiği gibi Kamu Ortaklığı Fonu otoyollar ve baraj yatırımların finanse etmek için, ileride bunların gelirlerinden elde edeceği fonlara karşılık Gelir Ortaklığı Senetlerini çıkartmıştı. Ancak bunlar hiç talep görmemiş, daha sonra Fon Hazine'ye devredilince zamanla tasfiye edilerek tarihe mâl olmuştu².

Ama bunun ötesinde de bu aktarılan varlıkların nasıl olup da kaynak yaratacağı şimdilik bir muamma olarak duruyor. Bilindiği gibi varlıkları kaynağa çevirmek için kullanılabilecek finansal araçların hepsi nihayetinde o varlıkların potansiyel gelirleri ile doğrudan ilişkili olmak durumunda. Gayrimenkul ve şans oyunları gibi piyasada karşılığı olan, karşılaştırması ve değerlemesi kolay varlıklar için pek sorun yok. Bilinmezlik büyük şirketlerin tam olarak nasıl kaynak yaratacağı ile ilişkili. Belki TVF'yi kuran 6741 sayılı kanunun 3/2 maddesi uyarınca Yönetim Kurulu'nca hazırlanıp, Bakanlar Kurulunca onaylanacak 3 yıllık stratejik yatırım planı ortaya çıkarsa ne yapılmak istendiğini daha iyi anlamak mümkün olabilir.

Ama yine de fona aktarılan varlıkların niteliğine bakarak bu varlıklardan nasıl kaynak yaratılabileceğini düşünmek mümkün. Bu notun amacı, bu konuda bir deneme yapmak esas itibarıyla.

Şirketleri ele alarak başlayalım. Öncelikle bazı hususları netliğe kavuşturmakta fayda var, bildiğiniz gibi Sayıştay Kanununun (6085 sayılı Kanun) 4. Maddesine göre Sayıştay "...sermayesinde doğrudan veya dolaylı olarak kamu payı olan özel kanunlar ile kurulmuş anonim ortaklıkları.." denetlemektedir. "... doğrudan veya dolaylı olarak kamu payı %50'den az olup ilgili mevzuatı uyarınca bağımsız denetime tabi olan şirketler, bunların iştirakleri ve bağlı ortaklıklarının denetimi, ilgili mevzuatı uyarınca düzenlenen ve Sayıştay'a gönderilecek olan bağımsız denetim raporları esas alınarak yapılır." Dolayısıyla, TC Ziraat Bankası veya Botaş veya Halk Bankası veya TPAO vb. TVF'ye devredilmiş olmakla Sayıştay Denetimi

² Bu konuyla ilgili olarak Emin Dedeoğlu'nun değerlendirme notuna şuradan ulaşılabilir: (http://www.tepav.org.tr/upload/files/1473014698-4.Kamu_Mali_Yonetiminde_Neler_Oluyor_Varlik_Fonu_Ve_Tamamlayici_Odenek.pdf) varlık fonları ile ilgili daha ayrıntılı bilgi bulunmaktadır.

dışına çıkmıyorlar. Sayıştay denetimi dışında olan TVF şirketi ve bunun kuracağı fonlar yalnızca. Bu çerçevede, TVF'nin hissedar olacağı şirketler bile Sayıştay denetimine tabi olacaktır. Bu konuda, 6741 sayılı kanunun muafiyetleri düzenleyen 8. Maddesinin 5. Fıkrası'na bakılabilir: “(5) 3/12/2010 tarihli ve 6085 sayılı Sayıştay Kanunu,..... Türkiye Varlık Fonu ve Şirket ile alt fonlar ve Şirket tarafından kurulan diğer şirketler hakkında uygulanmaz.” Eğer kendisinin kurmadığı bazı şirketleri hisse devri yoluyla, hisse senetlerini satın alarak portföyüne ekliyorsa, o şirketler Sayıştay denetimine tabi olurlar bu düzenlemeye göre.

Peki, TVF'nin devredilen şirket hisselerinin satılması/özelleştirme yoluyla kaynak sağlanması mümkün müdür? Hayır. Her ne kadar Fonun kuruluş Kanununun (6741 sayılı Kanun) 2/3a Maddesinde “Yerli ve yabancı şirketlerin paylarının (...) alımını satımını (...)ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirir.” dense de bizatihi özelleştirme amaçlı hisse devirleri 4046 sayılı kanun uyarınca Özelleştirme İdaresinin yetki ve işlevleri arasındadır. Dolayısıyla fon aracılığı ile yapılacak hisse satışlarında, teknik olarak mümkün gibi gözükse de her zaman bir hukuki bir muğlaklık olacaktır. Çünkü zaten aynı mevzuat uyarınca Özelleştirme Fonunun kaynakları TVF'ye zaten aktarılabilmektedir. O zaman niye varlık fonu aracılığıyla ayrıca özelleştirme yapılsın? Hukuki bir karışıklık çıkarılsın? Buna cevap elbette Sayıştay denetimi dışına çıkmak olarak verilebilir. Belki bu mümkün olmakla beraber olasılığı düşük gözükmemektedir. Çünkü bir kere fon tamamen denetimsiz değildir, sonuçta bağımsız denetim raporları TBMM'ye sunulacaktır. *Daha da önemlisi yatırımcılar, hukukun zorlanarak tartışmalı bir işlem tesis edilmesini bizatihi bir belirsizlik kaynağı olarak görebilirler. Böyle bir özelleştirme sürecine katılmaktan imtina edebilirler ya da fiyatı bu riski dikkate alarak ayarlamak isteyebilirler.*

Peki, o zaman bu varlıklardan nasıl bir kaynak yaratılacaktır?. Eğer söz konusu şirketler çok kârlı olan veya olması beklenen şirketlerse belki bu şirketlerin hisse senetlerinden oluşan bir fon oluşturarak, doğrudan şirketler değil ama bunların hisse senetlerinden oluşturulan bir portföyün gelir akımları yatırımcılara satılabilir. Örnek vermek gerekirse diyelim ki TPAO yeni bir petrol sahası bulmuş veya ETİ yeni bir maden sahası keşfetmiş olsun. O zaman bu şirketlerin hisse senetlerinden oluşacak bir fon yatırımcılardan pekâlâ talep görebilir. Garip olan, kafaları karıştıran bugün TVF'ye devredilen şirketlerin birbirine pek benzememeleridir. Aralarında Borsa'ya kote olmayan, halka kapalı şirketler vardır. Bunların hisse senetlerinin piyasa fiyatı yoktur. Uluslararası denetim ve “rating”e tabi değildirler. Dolayısıyla özelleştirme olmadan, hisse senetlerine dayalı bir portföy de olmaz. Halka açık olan THY'nin ise terör kaynaklı finansal zararlarına ilişkin basında haberler yer almaktadır. Dolayısıyla bunlara dayalı olarak bir sentetik menkul kıymet yaratmak da pek kolay gözükmemektedir. Aynı şekilde ciddi oranlarda zarar eden Türk Telekom'un %6 hissesinin ne maksatla Fon portföyüne alındığı ise ayrı bir muamma olarak durmaktadır.

Peki şirketlerin içinden herhangi bir varlığı, bir gelir akımını alıp onu menkul kıymetleştirmek mümkün müdür? Teknik olarak ve de kanunen mümkündür. 6741 sayılı kanunun 4. Maddesinde “Kamu kurum ve kuruluşlarının tasarrufu altında bulunan ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan; Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenler..” denilerek, gelir akımları, TVF'nin kaynakları arasında sayılmaktadır. Ama bu tür bir menkul kıymetleştirme operasyonu için, şirketlerin hisse senetlerinin tamamen devredilmesine gerek yoktur. İlgili varlığın ya da gelir akımının devredilmesi yeterlidir. Muamma dediğimiz bu işte.

Bütün bunların dışında en olası seçeneklerden biri 6741 sayılı Kanunun 4. maddesinin 3. Fıkrasında ifadesini bulan “Finansman sağlanırken Türkiye Varlık Fonu portföyü üzerinde teminat, rehin, kefalet ve ipotek tesis edilebilir” hükmünün sağladığı imkanla borç para bulmaktır. Bu durumda portföyün uluslararası değerlendirme şirketlerince değerlendirilmesi

gerekir. Ama onun da ötesinde bunun iyi bir fikir olduğu kuşkuludur. Sonuçta gelir getiren bazı kamu kaynakları, kamuoyunun denetiminden ve bütçe disiplininin uzak bir şekilde teminat gösterilerek başka bir kaynaktan borç alınmakta ve bu fonlar yine bütçe dışında bir takım yatırımlara aktarılmaktadır.

Peki, böyle bir borçlanmanın maliyeti Hazine'nin borçlandığından daha düşük olabilir mi? Teknik olarak bakıldığında, menkul kıymetleştirilecek bir gelir akımının borçlusunu, alacaklı olan şirketin kurulu olduğu Türkiye'den daha iyi bir rating'e sahip başka bir ülkenin şirketi ise elbette olabilir. Ama doğrusu ya, Ziraat Bankası'nın alacakları içinde bunun ağırlığı ne olabilir? Ya da THY'nin?

Peki, neden "amaç herhalde bu varlıkları teminat olarak göstererek yeni bir borçlanma kapısı açmak" diyoruz? İki nedenle; birincisi nitelik itibarıyla bu yapılan teminat karşılığında bir borçlanma olmasına rağmen büyük olasılıkla bu borç bir kamu borcu olarak muhasebeleştirilmeyecek, Hazine'nin yayınladığı borç stoku içinde gösterilmeyecektir³. Bu borcun karşılığında bir varlık portföyünün olması onun borç olması niteliğini değiştirmez. Hazine de borçlanırken zımni olarak devletin bütün maddi ve gayri maddi malvarlığı karşılığında borçlanmaktadır. O yüzden dünyanın her yerinde aslında devlet borçları en güvenilir, dolayısıyla devlet açısından görece olarak daha az maliyetli borçlanma enstrümanlarıdır. İkinci olarak devletin varlıkları (borçları gibi) aslında o ülkenin bütününe ve daha çok da gelecek nesillere aittir. O yüzden bunlarla ilgili tasarrufların (alım, satım, borçlanma vb.) normal şartlar altında milleti temsil eden parlamentoların gözetiminde ve onayıyla yapılması gerekir. Bütçe süreci aslında tam olarak bunu sağlar. O yüzden "bütçe hakkı" demokratik bir haktır. O yüzden kamu borcu olmasına rağmen o sınıflamanın içinde gösterilmeyen kaynaklar ve meclisin sözünün olmadığı kaynak transferleri her zaman soru işareti uyandırır, itibarı sarsar.

Peki bütün bunların yanı sıra Savunma Sanayi Fonundan geçici (3 ay) olarak aktarılan 3 milyar TL ne maksatla aktarılmış olabilir? Bunun çağrıştırdığı kullanım alanlarından biri bazı büyük altyapı yatırımlarının finansman sıkıntısına girdikleri ve bu yolla onlara acil fon sağlanacağı ihtimalidir. Bu nasıl olabilir? **Gene 6741 sayılı kanuna göre TVF: "Her türlü ticari ve finansal faaliyetleri, ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirir. Sirket tarafından, ulusal yatırımlar ile uluslararası alanlarda diğer devletler ve/veya yabancı şirketlerce yapılacak yatırımlara iştirak edilebilir."** Dolayısıyla TVF Kanal İstanbul yatırımına doğrudan iştirak edebilir.

Geçmişte de Hazine, Çalışanları Tasarrufa Teşvik Hesabı (ÇTTH) gibi devletteki bazı fon kaynaklarından hazine bonusu satmak suretiyle borçlanmıştı. Sorun bu uygulamanın kendisinden çok "borç yaratmayan finansman bulacağız" diye dolambaçlı ve şeffaf olmayan yollarla, en sağlam kamu politikası alanı olarak gözüken maliye politikası ve mali disiplin konusunda kafalarda kuşku yaratacak, itibar zedeleyecek uygulamaları gündeme getirmektir. Kaş yapayım derken göz çıkartmaktır.

ÇTTH serüveni 1988 yılında başladı. "Borç yaratmayan finansman bulacağız" diye başlayan Kamu Ortaklığı Fonu da aynı yıl kurulmuştu, ihraç ettiği Gelir Ortaklığı Senetlerinin tasfiyesi ise yine ÇTTH gibi ancak 2000'li yılların ortalarını buldu. Pek işe yaramadılar ama bir kurulduktan sonra ortadan kalkmaları neredeyse 20 yıl aldı.

³ Uluslar arası kamu muhasebe ilkelerini düzenleyen IMF Government Finance Statistics 2014 rehberine göre tüzel kişiliğe sahip bir şirket tarafından yönetilen varlık fonları "genel yönetim" kapsamında yer almamakta, dolayısıyla bu fonların borçları da AB tanımına göre "kamu borcu" olarak sınıflandırılmamaktadır. <http://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFS/Manual/2014/gfsfinal.pdf> sayfa 37.