

Satılan Varlıkların Akıbeti

Türkiye'nin Özelleştirme ve Kamu-Özel İşbirliği Bilançosu, 1985–2026. Satış bedeli, satış sonrası değer ve Hazine'ye yansıyan sonuç — Güney Kore ve Polonya ile karşılaştırmalı.

Muhatap

Sayın Recep Tayyip Erdoğan, Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı ve Türkiye Varlık Fonu Yönetim Kurulu Başkanı; TVF Yönetim Kurulu

Hazırlayan

Value Masters Academy (VMA), Araştırma Bölümü

Rapor türü

Bağımsız araştırma raporu — stratejik değerlendirme

Seri notu

Rapor No. 1'in ("Borcu Borçla Ödemenin Maliyeti ve Akıbeti") devamı niteliğindedir.

Tarih

Eylül 2026

Gizli ve Özel — Sadece Muhatap İçin

"≈" ile işaretli değerler yaklaşıktır ve karar öncesi doğrulanmalıdır

Bu belge Value Masters Academy tarafından bağımsız bir analitik çalışma olarak hazırlanmıştır. Kamuya açık kaynaklara (ÖİB ve Sayıştay raporları, Merkezi Yönetim Bütçe Gerekçeleri, Orta Vadeli Program, KAP açıklamaları, KGM mali durum raporları, uluslararası akademik literatür) dayanır. Rapor, kaynak akışlarının mali sonuçlarını ölçer; siyasi tercihlere ilişkin bir görüş içermez. "≈" ile işaretlenen rakamlar yaklaşık değerlerdir ve karar öncesi doğrulanmalıdır. Yatırım tavsiyesi değildir.

73,5 mr \$ 1986–2025 toplam özelleştirme uygulama tutarı (ÖİB)	2,74 tn ₺ 2026 bütçesi faiz gideri ≈ 59 mr \$ (46,6 ₺/\$ bütçe kuru)	120,1 mr \$ KÖİ kaynaklı 20 yıllık kamu yükümlülüğü (HMB, 2025)	370,4 mr ₺ KGM köprü/otoyol geçiş garantisi ödemeleri, Oca 2018–Haz 2026
--	--	---	--

İçindekiler

Ö Kırk Yılın Özelleştirme Geliri, Bir Yılın Faiz Faturasının Altında

1 Çerçeve ve Yöntem

2 Türkiye'nin Özelleştirme Tarihçesi: Yıllara Göre Satışlar

3 Vaka Analizleri: Satış Bedeli ve Satış Sonrası Değer

4 Türk Telekom Vakası: Kaldıraçlı Alım, Temettü Çıkışı ve Geri Alım

5 Kamu-Özel İşbirliği ve Hazine Garantileri (2010–2026)

6 Karşılaştırma: Güney Kore ve Polonya

7 Faiz Dışı Mali Değerlendirme ve TVF İçin Yapısal Öneriler

Ek Kaynaklar, Doğrulama Notları ve Sınırlamalar

Yönetici özeti

Kırk Yılın Özelleştirme Geliri, Bir Yılın Faiz Faturasasının Altında

Rapor No. 1, Cumhuriyet tarihinin borç servisini inceledi ve bir tespitle bitti: Türkiye, Duyun-u Umumiye'den bugüne **ödeme gücü ispatlanmış** bir borçludur; savaş, moratoryum ve küresel kriz dönemlerinde dahi ABD ve AB uygulamalarında yaygın olan "wipe-off" iskontolu tahsile hiç konu olmamıştır. Bu rapor aynı soruyu varlık tarafından sorar: **Devlet borcu borçla öderken, elindeki varlıkları hangi bedelle, kime sattı ve o varlıklar sonra ne oldu?**

Dört bulgu öne çıkmaktadır:

- **Ölçek.** 1986–2025 arasında 277 kuruluşta yapılan özelleştirmelerin toplamı 73,5 milyar dolardır; bunun yaklaşık 50,7 milyar doları Hazine'ye aktarılmıştır. Aynı tutar, 2026 bütçesinde yalnızca **faiz** için ayrılan 2,74 trilyon liranın (≈59 milyar \$) altında kalmaktadır. Kırk yılda satılan bütün varlıklar, bugün on beş aylık faizi karşılamaz.
- **Değer sızıntısı.** Tekel Alkollü İçki Bölümü 2004'te 292 milyon dolara satılmış, 2006'da 810 milyon, 2011'de 2,1 milyar dolara el değiştirmiştir: yedi yılda 7,2 kat. Değer artışının tamamı yurt dışı fonlara ve küresel bir tekele akmış; Hazine'nin bu artışta payı sıfırdır. Türk Telekom'da 6,55 milyar dolara satılan %55'lik pay, alıcı tarafından yaklaşık 7 milyar dolar temettü çekildikten sonra, 4,75 milyar dolarlık kredi borcu ödenmeden Türk bankalarına bırakılmış; 2022'de TVF aynı payı 1,65 milyar dolara geri almıştır.
- **Yeni yarı-borç.** Özelleştirme geliri azalırken kamu, 2010 sonrasında altyapıyı döviz endeksli talep garantileriyle finanse etmiştir. Köprü, otoyol ve şehir hastanesi ödemeleri 2026'da 249 milyar liraya, 2027 OVP'de 306 milyar liraya çıkmaktadır. HMB'nin 20 yıllık KÖİ yükümlülük tahmini (120,1 milyar \$), kırk yıllık özelleştirme gelirin 1,6 katıdır.
- **Muadil ülkeler farklı yürüdü.** Güney Kore, 1997 krizinde bile POSCO, KT ve KT&G'yi sermaye piyasası üzerinden ve yabancı sahiplik tavanıyla özelleştirerek ulusal şampiyonları ülkede tuttu; garantili KÖİ modelini 2009'da yasakladı. Polonya, stratejik şirketlerde %30–50 Hazine payını korudu, altyapıyı garanti yerine AB fonlarıyla yaptı ve 2017'de Pekao'yu piyasa fiyatından geri aldı. Türkiye'nin TVF ile başlattığı "geri toplama" bu iki modelin geç ama doğru bir yansımasıdır.

Raporun tezi

Özelleştirme, borç çevirmenin bir aracı olarak kullanıldığında bir kez gelir yaratır; varlığın sonraki değer artışı, temettüsü ve stratejik kontrolü satın alanın olur. Türkiye'nin sorunu *satmak* değil, **satışın yapısıdır**: değer artışına katılım (earn-out), kaldıraçla finanse edilen alımlarda rücu hakkı, ve talep garantisi yerine kullanılabilirlik esaslı KÖİ. Bu üç yapısal araç, Kore ve Polonya'nın Türkiye'den ayrıldığı noktalardır ve TVF'nin bugünkü portföyü için doğrudan uygulanabilir.

Rapor yedi bölümden oluşur: (1) çerçeve ve yöntem, (2) yıllara göre özelleştirme tablosu, (3) vaka analizleri — satış bedeli ve beş yıl sonraki değer, (4) Türk Telekom vakası, (5) KÖİ ve Hazine garantileri, (6) Güney Kore ve Polonya karşılaştırması, (7) faiz dışı mali değerlendirme ve TVF için yapısal öneriler.

Bölüm 1

Çerçeve ve Yöntem

Rapor No. 1 ile bağ. İlk rapor, Cumhuriyet'in kuruluşundan bugüne faiz ödemeleriyle yurt dışına aktarılan kaynağı ölçtü ve borç servisinin vergi ile KİT gelirlerinden arta kalan payla karşılandığını gösterdi. Bu rapor, aynı döngünün **varlık ayağını** ölçer. Borcu borçla ödeyen bir Hazine'nin varlık satışı, teknik olarak bir borç ödeme aracıdır: 1986–2016 arasında Özelleştirme Fonu'ndan Hazine'ye 45,1 milyar dolar aktarılmış, bu kaynak bütçe açığının ve dolayısıyla faiz servisinin finansmanında kullanılmıştır.

Sınır. Value Masters Academy, kaynakların döngü içinde nasıl kullanıldığının siyasi boyutuyla ilgilenmez. Sorulan soru dardır ve ölçülebilirdir: *Satış bedeli neydi, varlığın satış sonrası değeri ne oldu, aradaki farkı kim aldı, kamuya geri yansıyan yükümlülük nedir?*

Yöntem

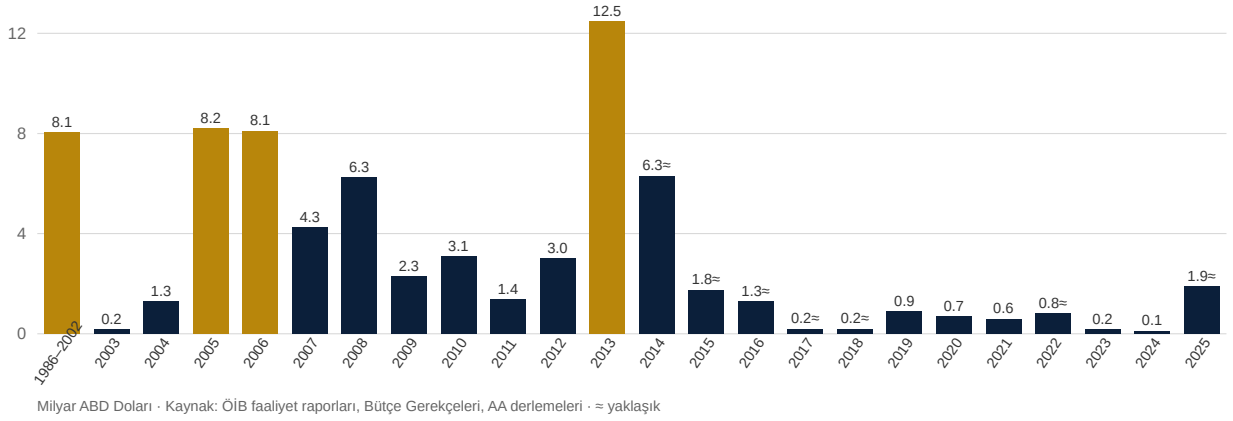
- **Satış bedeli:** ÖİB uygulama tutarı (ihale bedeli), ABD doları cinsinden, işlem tarihindeki kurla.
- **Beş yıl sonraki değer:** Mümkün olan her vakada (i) sonraki bir el değiştirme fiyatı, (ii) borsa piyasa değeri, veya (iii) alıcının çektiği temettü toplamı. Üçü de yoksa vaka "ölçülemez" olarak işaretlenir. "≈" işaretli değerler yaklaşık olup karar öncesi doğrulanmalıdır.
- **Değerin yönü:** Her vaka üç sınıfa ayrılır — değer **yurt içinde kaldı** (yerli alıcı, borsa), **yurt dışına aktı** (yabancı alıcı ve/veya yabancı fon üzerinden çıkış), **kamuya geri döndü** (TMSF, TVF).
- **KÖİ:** Satış değil, gelecekteki bütçe yükümlülüğü yaratan sözleşmeler ayrı bir bölümde ele alınır; ölçü, KGM ve Sağlık Bakanlığı bütçelerinden fiilen yapılan ödemeler ve HMB'nin resmî yükümlülük tahminleridir.
- **Karşılaştırma:** Güney Kore (1980'lerde borç ve siyasi kriz, 1997'de sistemik kriz, IMF programı, zorunlu özelleştirme) ve Polonya (Avrupa'dan nüfus, gelir düzeyi ve 1990 sonrası dönüşüm bakımından en yakın muadil; bankacılık ve telekomda yabancı satış, sonra "repolonizasyon").

Kur notu: Tarihsel işlemler işlem tarihindeki dolar değeriyle verilir. 2026 bütçe büyüklükleri, Bütçe Kanunu'nun gösterge kuru olan 46,60 ₺/\$ ile dolara çevrilmiştir. 2023 ve 2025 KGM ödemeleri için yıllık ortalama kur kullanılmıştır (≈).

Bölüm 2

Türkiye'nin Özelleştirme Tarihçesi: Yıllara Göre Satışlar

Modern özelleştirme 1985'te Sümerbank lğdır dokuma tesisinin 6,7 milyon dolara satışıyla başladı. 1986–2003 arasındaki on yedi yılda toplam yalnızca 8,2 milyar dolarlık işlem yapıldı; 2004 sonrası tek başına 65 milyar doları aştı. İki zirve vardır: 2005–2008 (Türk Telekom, Tüpraş, Erdemir, Petkim, Tekel Sigara, limanlar) ve 2013 (elektrik dağıtım ve üretim, Başkent Doğalgaz, köprü-otoyol ihalesi girişimi). 2016 sonrasında program, büyük varlıkların tükenmesi ve kur/finansman koşulları nedeniyle yılda 1 milyar doların altına inmiştir.



Kaynak: ÖİB 2023, 2024 ve 2025 Faaliyet Raporları; 2025 ve 2026 Bütçe Gerekçeleri; Cumhuriyet, AA ve Türkiye Gazetesi derlemeleri. Dönem toplamı ÖİB yıllık verilerinden hesaplanmıştır; 2014–2018 ve 2022 için yıl bazlı ayırım ≈ işaretlidir.

Dönem	Uygulama tutarı (mr \$)	Öne çıkan işlemler	Baskın yöntem
1986– 2002	8,05	Çimento fabrikaları, Sümerbank, Etibank, Petrol Ofisi (%51, 2000, 1,26 mr \$), halka arzlar	Blok satış, halka arz
2003– 2004	1,47	Tekel Alkollü İçki (292 mn \$), Eti Alüminyum, Sümer Holding tesisleri	Varlık/blok satış
2005– 2008	26,84	Türk Telekom %55 (6,55 mr \$) + %15 halka arz (1,9 mr \$), Tüpraş %51 (4,14 mr \$), Erdemir %49 (2,77 mr \$), Petkim %51 (2,04 mr \$), Tekel Sigara (1,72 mr \$), Mersin ve İzmir limanları	Blok satış (yerli ağırlıklı)
2009– 2012	9,74	Elektrik dağıtım bölgeleri (Başkent, Sakarya, Meram, Osmangazi, Çamlıbel, Uludağ, Trakya...), otoyol-köprü ihalesi (5,72 mr \$, iptal)	Blok satış, lisans devri
2013	12,49	Kalan elektrik dağıtım bölgeleri, termik ve hidroelektrik santraller, Başkent Doğalgaz (1,16 mr \$), Seyitömer, Kangal	Blok satış
2014– 2018	≈ 9,75	Santraller, Derince Limanı, Ataköy/Salıpazarı (Galataport), şeker fabrikaları (2018), gayrimenkul	Varlık satışı
2019– 2025	≈ 5,16	Şans oyunları lisansı (2020), taşınmazlar, küçük santraller, 2025'te 149 ihale (74,4 mr ₺)	Taşınmaz, lisans
1986– 2025	≈ 73,5	277 kuruluş; 272'sinde kamu payı kalmadı. Hazine'ye net transfer ≈ 50,7 mr \$ (2024 itibarıyla)	

Üç yapısal gözlem

Birincisi, 2005–2008 dalgasında 34 ihalenin 33'ünü yerli veya yerli hâkim ortaklı konsorsiyumlar kazanmıştır. Bu, Türkiye'nin özelleştirme tarihinin en sık gözden kaçan olumlu verisidir: Tüpraş, Erdemir, elektrik dağıtımı ve limanların büyük bölümünde satın alınan değer Türkiye'de kalmıştır. **İkincisi**, aynı dalganın en büyük tek işlemi (Türk Telekom) ve en küçük görünen işlemi (Tekel Alkol) tam tersi bir yol izlemiştir; ikisinde de değer yurt dışına akmıştır. **Üçüncüsü**, 2016 sonrasında satılacak büyük varlık kalmadığı için kamu, gelir üretmeyen ama yükümlülük üreten KÖİ modeline yönelmiştir. Özelleştirme geliri eğrisi düşerken garanti ödemeleri eğrisi yükselir; iki eğri 2018 civarında kesişir.

Bölüm 3

Vaka Analizleri: Satış Bedeli ve Satış Sonrası Değer

Aşağıdaki tablo, Türkiye'nin en büyük ve en tartışmalı on özelleştirmesini tek ölçüte göre sıralar: *varlık, satıştan sonra ne oldu ve fark kimin oldu?*

Varlık (yıl)	Alıcı	Satış bedeli	Beş yıl (ve sonrası) değer göstergesi	Değerin yönü
Tekel Alkollü İçki → Mey İçki (2004)	Nurol– Limak– Özaltın– TÜTSAB	292 mn \$ (2 yıl ödemesiz, taksitli)	2006: %90'ı TPG'ye 810 mn \$ (2,8x). 2011: Diageo'ya 2,1 mr \$ (7,2x). 2010 cirosu ≈ 950 mn \$. Rakı pazarının ≈%80'i tek yabancı grupta.	Yurt dışına aktı
Tekel Sigara (2008)	British American Tobacco	1,72 mr \$	TEKEL markaları BAT portföyünde geri planda kaldı; pazar payı beş yılda ≈%30'dan ≈%10'un altına; Tokat ve diğer fabrikalar kapandı. Yeniden satış yok; değer ölçüsü marka payının erimesi.	Yurt dışına aktı
Türk Telekom %55 (2005)	Oger Telecom (Hariri / Saudi Telecom)	6,55 mr \$ (4,3 mr \$'ı 29 bankadan kredi)	2008 halka arz: %15 için 1,9 mr \$. 2010 piyasa değeri ≈ 15 mr \$ (%55 ≈ 8 mr \$). Oger'in çektiği toplam temettü ≈ 7 mr \$. 2018: 4,75 mr \$ kredi ödenmedi, pay bankalara (LYY). 2022: TVF %55'i 1,65 mr \$'a aldı.	Yurt dışına aktı → geri döndü
Tüpraş %51 (2005/06)	Koç Holding – Shell	4,14 mr \$	2010 piyasa değeri ≈ 5,5–6 mr \$ (%100). 2006–2010 temettü ≈ 2 mr \$ (≈). Türkiye'nin en büyük sanayi şirketi; STAR ve Akkuyu dışında en büyük tekil sanayi yatırımcısı konumunu korudu.	Yurt içinde kaldı
Erdemir %49,3 (2006)	OYAK	2,77 mr \$	2011 piyasa değeri ≈ 4,5–5 mr \$ (%100). Ordu emekli fonu üzerinden değer artışı ve temettü yurt içinde kaldı; kapasite 2006'dan bu yana ≈ 2 kat.	Yurt içinde kaldı
Petkim %51 (2008)	SOCAR – Turcas	2,04 mr \$	2013 piyasa değeri ≈ 1,5–1,7 mr \$ (%100): alıcı prim ödedi. Ancak	Yabancı, ancak

			SOCAR yanına 6,3 mr \$'lık STAR Rafineri'yi kurdu; satış, doğrudan yabancı yatırımı tetikleyen tek büyük vaka.	yatırım getirdi
Petrol Ofisi %51 (2000)	İş Bankası – Doğan	1,26 mr \$	2010: OMV, Doğan'ın payını ≈ 1 mr € ile aldı. 2017: Vitol %100'ü 1,45 mr \$'a aldı. Yerli başlayıp iki adımda yabancıya geçti.	Yurt içi → yurt dışı
Sümerbank (1995) / Etibank (1998)	Garipoğlu / Medya-İpek (Bilgin)	103 mn \$ / 155 mn \$	Her iki banka 1999–2000'de TMSF'ye devredildi. Kurtarma maliyeti satış bedelinin katları; 2001 krizi öncesi banka özelleştirmelerinin en pahalı dersi.	Kamuya geri döndü (zararla)
Elektrik dağıtım (21 bölge) (2008–2013)	Yerli gruplar (Enerjisa, Limak, Çalık, Aksa, Kolin...)	≈ 12,7 mr \$	Tarifelerin EPDK tarafından belirlenmesi nedeniyle değer artışı düzenlemeye bağlı; alıcıların büyük kısmı yerli. 2020 sonrası kur şoku ve tarife baskısı altında karlılık dalgalı.	Ağırlıkla yurt içinde
Otoyollar ve 2 Boğaz köprüsü (2012 ihalesi)	Koç–UEM–Gözde (kazanan)	5,72 mr \$ (iptal)	Bedel düşük bulunarak ihale iptal edildi; varlık kamuda kaldı. 2026 bütçesinde otoyol/köprü işletme özelleştirmesi yeniden programda.	Kamuda kaldı

Kaynaklar: ÖİB; KAP; Hürriyet, Bloomberg HT, Yetkin Report (Türk Telekom kredi zinciri); Hürriyet ve soL (Mey İçki); şirket faaliyet raporları. Piyasa değerleri yıl sonu Borsa İstanbul verilerinden ≈ olarak hesaplanmıştır.

Okuma

İki yaygın hüküm de eksiktir. "Her şey peşkeş çekildi" hükmü Tüpraş, Erdemir ve elektrik dağıtımını açıklayamaz: yerli alıcılar değer yaratmış, değer Türkiye'de kalmıştır. "Piyasa doğru fiyatı verdi" hükmü ise Mey İçki ve Türk Telekom'u açıklayamaz. Ayırt edici değişken **alıcının kimliği ve finansman yapısıdır**, ihale yöntemi değil: sızıntı, kısa vadeli çıkış

planlı veya kaldıraçlı yabancı alıcının, earn-out ve yeniden satış kısıtı içermeyen bir sözleşmeyle bulunduğu yerde doğmuştur.

Bölüm 4

Türk Telekom Vakası: Kaldıraçlı Alım, Temettü Çıkışı ve Geri Alım

Türk Telekom, Türkiye tarihinin en büyük özelleştirmesidir ve tek bir işlemde bu raporun bütün tezini taşır. Kronoloji, kamuya açık kaynaklardan aşağıdaki gibi kurulmaktadır.

Tarih	Olay	Tutar	Kimin cebine / kimin zararına
Kas 2005	%55 pay Oger Telecom'a (OTAŞ) satıldı	6,55 mr \$	Hazine'ye giriş
2006–2007	Oger'in Londra/Dubai hisse arzı alıcı bulamadı; kalan 4,3 mr \$ bedel 29 bankadan alınan kredi ile peşin ödendi	4,3 mr \$ kredi	Alım, esasen Türk bankacılık sistemince finanse edildi
May 2008	%15 halka arz	1,9 mr \$	Hazine'ye giriş
2006–2016	OTAŞ'ın %55 payına düşen temettü	≈ 7 mr \$	Yurt dışına çıkış
2013	Kredi 4,75 mr \$ olarak yeniden yapılandırıldı (2007 ve 2011 kredilerinin kapatılması amacıyla)	4,75 mr \$	Akbank 1,7; Garanti 1,0; İş 0,5 mr \$ en büyük alacaklılar
Eyl 2016	290 mn \$'lık taksit ödenmedi; ardından iki taksit daha	—	Temerrüt
2018	Alacaklı bankalar LYY Telekomünikasyon'u kurarak %55 payı devraldı	4,75 mr \$ + faiz alacak	Bankalar, alacağın büyük kısmını zarar yazdı
Mar 2022	TVF, LYY'den %55 payı satın aldı (+2021 temettüsü)	1,65 mr \$	Kamu, sattığının dörtte birine geri aldı

Kaynak: ÖİB; KAP; Bloomberg HT (11 Mart 2022); Yetkin Report (12 Mart 2022); Ekonomim (21 Mart 2022); Sabah (12 Mart 2022, devletin halka arz ve temettü dahil toplam gelirini 15,6 mr \$ olarak vermektedir).

Mali okuma

Hazine cephesi. Satış, halka arz ve kamu payına düşen temettüler dahil devletin on yedi yıllık toplam geliri $\approx 15,6$ milyar dolardır; buna karşılık kontrol payını 1,65 milyar dolara geri almıştır. Salt nakit akışı olarak Hazine zarar etmemiştir; bu, işlemi savunanların dayandığı doğru bir olgudur.

Sistem cephesi. Ancak resmin bütünü farklıdır. Alıcının ödediği 6,55 milyar doların $\approx 4,3$ milyarı Türk bankalarından borçlanmış; alıcı 7 milyar dolar temettü çekmiş; kredi ödenmemiş; bankalar (bir kısmı kamu bankası) alacağın büyük kısmını zarar yazmıştır. Diğer bir deyişle, **Türk finansal sistemi hem satış bedelini finanse etmiş, hem de temettü çıkışının ardından zararı üstlenmiştir.**

Değer sızıntısı tahmini. Yurt dışına net çıkış = temettü ($\approx 7,0$) – alıcının kendi öz kaynağı ($\approx 2,25$) $\approx 4,7-4,8$ milyar dolar; bankaların yazdığı zarar ile TVF'nin alım bedeli arasındaki fark ise iç transferdir (bankalardan kamuya). Bu tahmin, Bloomberg HT'nin "sınırlı ödeme ve temettü dışında kalan kısmı zarar yazıldı" tespitiyle uyumludur.

Yapısal ders. Sorun fiyat değildi; 6,55 milyar dolar 2005 için dolu bir bedeldi. Sorun, (i) kontrol payının alıcının kendi öz kaynağıyla değil satılan şirketin gelecekteki nakit akışına dayanan kaldıraçla alınmasına izin verilmesi ve (ii) sözleşmede temettü/kredi dengesine ilişkin bir rücu ya da kilit (lock-up) hükmünün bulunmamasıydı. Polonya'nın TP SA satışında (2000) France Telecom bedeli nakit ödemiş; Kore KT'yi hiçbir stratejik alıcıya vermemiştir.

TVF için doğrudan sonuç

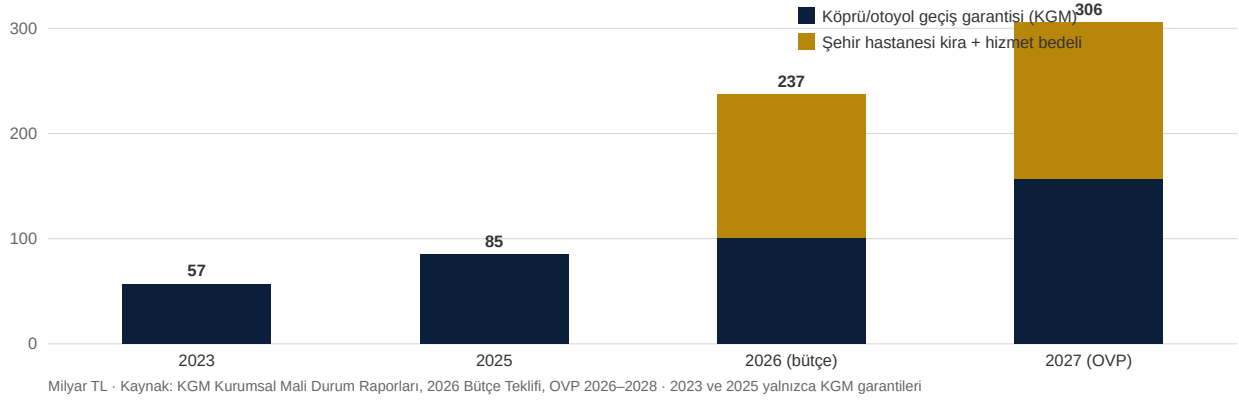
Türk Telekom'un %55'i bugün TVF'dedir ve basında yeniden satış ihtimali tartışılmaktadır. Bu raporun 4. bölümünün tek önerisi şudur: Aynı varlığın ikinci kez, alıcının kaldırıcısıyla finanse edilen bir kontrol satışına konu olması, birinci satışın bütün maliyetini boşa çıkarır. Yeniden satış düşünülüyorsa, model Kore'nin KT modelidir — borsa üzerinden dağınık sahiplik, yabancı tavanı, tek elde kontrol yok — veya Polonya'nın Pekao modelidir: stratejik alıcıya satış, nakit ve earn-out ile.

Bölüm 5

Kamu-Özel İşbirliği ve Hazine Garantileri (2010–2026)

2010 sonrasında Türkiye, satılacak büyük varlık kalmadığı bir dönemde altyapı yatırımlarını Yap-İşlet-Devret (YİD) ve kullanılabilirlik ödemeli (şehir hastanesi)

sözleşmelerle finanse etmiştir. Bu sözleşmeler bütçeye o yıl yük getirmez; buna karşılık 20–30 yıla yayılan, çoğu **döviz endeksli ve talep garantili** bir yükümlülük yaratır. Rapor No. 1'in diliyle: bu, faiz dışı görünen ama faiz gibi işleyen bir yarı-borçtur.



Kaynak: BirGün (6 Nisan, 5 Ağustos, 7 Eylül 2026); TR724 (5 Ağustos, 8 Eylül 2026); Patronlar Dünyası (26 Eylül 2024, OVP 2025–2027: 3 yıllık garanti tahmini 328,7 mr ₺); Kocaeli Gazetesi (Eylül 2026, HMB verisi). Kurlar yaklaşık.

Gösterge	Tutar	Kaynak / not
KGM köprü-otoyol geçiş garantisi ödemeleri, Oca 2018 – Haz 2026 (kümülatif)	370,4 mr ₺	KGM "Hane Halkı ve İşletmelere Transfer" kalemi; 2018–2024 kısmı 186,6 mr ₺ ≈ 11,1 mr \$
KGM garanti ödemesi 2023 / 2025 / 2026 (beklenen)	57,0 / 85,1 / 103,2 mr ₺	KGM Kurumsal Mali Durum ve Beklentiler Raporları
Şehir hastaneleri kira + hizmet bedeli, 2026 ilk 6 ay / 2026 bütçe / 2027 OVP	70,2 / 136,1 / 148,8 mr ₺	Sağlık Bakanlığı; 18 hastane için ilk 8 ayda ≈ 2,1 mr \$
KÖİ toplam bütçe yükü 2026 → 2027	249,2 → 306,1 mr ₺	Bir yılda +%22,8; köprü-otoyol kalemi +%39
KGM Cari Transferler ödeneği 2027	280 mr ₺	OVP 2026–2028; 2026'daki 101,7 mr ₺'nin 2,75 katı
KÖİ firmalarına ödemeler 2017–2025 (kümülatif, muhalefet raporu)	581,7 mr ₺	TBMM'ye sunulan rapor; resmî konsolide seri yayımlanmamaktadır
HMB: 20 yıllık KÖİ kaynaklı kamu yükümlülüğü (2025)	120,1 mr \$	Otoyol + havalimanı 28,6 · Şehir hastaneleri 65,7 · Akkuyu 25,8 mr \$

Yapısal sorun: Talep garantisi, döviz, süre

Yavuz Sultan Selim, Osmangazi ve 1915 Çanakkale köprüleri ile İstanbul–İzmir, Kuzey Marmara, Malkara–Çanakkale, Ankara–Niğde, Menemen–Aliağa–Çandarlı ve İzmir–

Çeşme otoyolları için araç geçiş garantileri dolar veya euro cinsinden verilmiştir. Gerçekleşen trafik garantinin altında kaldığında fark KGM bütçesinden ödenir; lira değer kaybettiğinde ödeme lira cinsinden otomatik büyür. Şehir hastanelerinde ise ödeme talebe bile bağlı değildir: kullanılabilirlik esaslı kira ve hizmet bedeli, hasta sayısından bağımsız olarak 25 yıl boyunca ödenir. Sonuç, 2026 bütçesindeki KÖİ ödemelerinin (249 mr ₺ $\approx$ 5,3 mr \$), kırk yıllık özelleştirmenin tek bir yılda Hazine'ye sağladığı en yüksek gelirin (2013: 12,5 mr \$) yarısına ulaşmış olmasıdır; 2027'de bu oran yarıyı geçer.

Devlet varlığını neden kaybeder? KÖİ'de kamu bir varlık satmaz; tersine, sözleşme sonunda varlığı devralacaktır. Mali kayıp üç kanaldan gelir: (i) garanti ile gerçekleşme arasındaki farkın bütçeden ödenmesi, (ii) projelerin Hazine "borç üstlenim taahhüdü" ile finanse edilmesi (temerrütte kredi Hazine'ye geçer), (iii) sözleşmenin döviz cinsinden ve yeniden müzakere hükmü olmadan yazılması. Kore'nin 2009 reformu tam olarak bu üç kanalı kapatmıştır (bkz. Bölüm 6).

Bölüm 6

Karşılaştırma: Güney Kore ve Polonya

6.1 Güney Kore — Krizde bile şampiyonları ülkede tutmak

Güney Kore, 1980'lerin başında Türkiye ile aynı sorunları yaşadı: askerî darbe sonrası siyasi kriz, dış borç, IMF ve Dünya Bankası yapısal uyum programları. 1997'de ise Türkiye'nin 2001'de yaşayacağından daha ağır bir sistemik kriz: 58 milyar dolarlık IMF paketi, iki büyük bankanın (Korea First Bank ve Seoul Bank) kamulaştırılması, IMF'nin yabancıya satış şartı. Buna rağmen Kore'nin özelleştirme mimarisi Türkiye'ninkinden üç noktada ayrıldı.

Varlık (yıl)	Yöntem	Satış sonrası	Türkiye'deki karşılığı
POSCO (tamamı 2000)	Borsa (Seul + NYSE ADR), dağınık sahiplik, yabancı sahiplik tavanı, tek hâkim ortak yok	Dünya'nın en verimli çelik üreticilerinden; kontrol Kore'de; devlet çıkış fiyatını piyasadan aldı	Erdemir → OYAK (yerli blok satış): sonuç benzer, yöntem farklı
KT (Korea Telecom) (tamamı 2002)	Kalan kamu payı borsa ve değiştirilebilir tahvil ile satıldı; yabancı sahiplik %49 tavan; stratejik alıcı yok	Kontrol dağınık, yönetim Kore'de; temettü ve değer artışı yerli emeklilik fonları ve halka	Türk Telekom → Oger (kaldıraçlı stratejik blok satış): tam tersi
KT&G (Korea Tobacco & Ginseng) (tamamı 2002)	Borsa; yabancı fonlar pay aldı, kontrol ve merkez Kore'de kaldı; markalar korundu	Bugün dünyanın en büyük beş sigara üreticisinden biri, 100'den fazla ülkeye ihracat, piyasa değeri ≈ 10–12 mr \$	Tekel Sigara → BAT (1,72 mr \$): markalar eridi, fabrikalar kapandı
Korea First Bank (1999)	%51 Newbridge Capital'e (≈ 500 mr won); devlet %49'u tuttu	2005: Standard Chartered'a 3,3 mr \$; devlet %49 ile çıkıştan pay aldı	Sümerbank/Etibank: %100 satış, kamuya zararla dönüş
Korea Exchange Bank (2003)	%51 Lone Star'a (≈ 1,2 mr \$)	2012: Hana'ya ≈ 3,4 mr \$ + temettü; "ye ve kaç" tepkisi, ICSID tahkimi; Kore ders çıkardı, yabancı alımlarında denetim sıkılaştı	Mey İçki → TPG → Diageo: aynı örüntü, ancak Türkiye'de kurumsal düzeltme olmadı
KÖİ / Minimum Gelir Garantisi	Incheon Havalimanı Otoyolu ve Seul Metro 9 garantileri bütçeyi zorladı	2006'da özel teklifli, 2009'da tüm projelerde MRG kaldırıldı; mevcut sözleşmeler yeniden müzakere edildi	Türkiye'de garantiler 2030–2040'lara kadar, döviz cinsinden, yeniden müzakere edilmeden sürüyor

Kaynak: Kwan S. Kim (Kellogg Institute, 1999); Yale Journal of Financial Crises (KFB/Seoul Bank); Springer, "Privatization and a Lingering Developmental State" (POSCO, KT, KDB); Institutional Investor; KDI PPP reform literature. Piyasa değerleri ≈.

Kore'nin üç kuralı: (1) Stratejik şirketlerde kontrolü tek bir alıcıya, hele yabancı ve kaldıraçlı bir alıcıya vermemek; borsa üzerinden dağınık sahiplik ve yabancı tavanı. (2) Bir finansal yatırımcıya satış zorunluysa devletin azınlık payını tutarak çıkıştan pay alması (KFB'de %49). (3) Talep garantili KÖİ'yi bir kez deneyip zararı görünce yasal olarak kaldırmak. Kore, Lone Star vakasında Türkiye'nin Mey İçki'de yaşadığı aynı 3x kazancı yabancı fona bırakmıştır; fark, Kore'nin bunu bir kurumsal düzeltmeye çevirmiş olmasıdır.

6.2 Polonya — Hazine payını tut, altyapıyı garantiyle değil fonla yap

Polonya, 1990 sonrası özelleştirmelerinden toplam ≈ 150 milyar zloti ($\approx 45\text{--}50$ milyar \$) gelir elde etti — Türkiye'ye yakın bir ölçek, ancak nüfusu Türkiye'nin yarısıdır. Belirleyici tercih, Hazine'nin stratejik şirketlerde (PKO BP, PZU, KGHM, PGE, Orlen) %30–50 pay ve ana sözleşme ile kontrol hakkı tutmasıdır.

Varlık (yıl)	Yöntem ve bedel	Satış sonrası	Türkiye'deki karşılığı
TP SA (Telekomunikacja Polska) (2000–2001)	%15 halka arz (1998, ≈ 1 mr \$); %35 France Telecom–Kulczyk'e ≈ 18 mr zloti ($\approx 4,3$ mr \$) nakit ; 2001'de +%12,5	Orange Polska; bedel tamamen tahsil edildi, temerrüt yok, Hazine payını borsa üzerinden kademeli sattı	Türk Telekom: bedel kredi ile ödendi, kredi temerrüde düştü
Bank Pekao (1999)	%52 UniCredit'e ≈ 4 mr zloti (borsa fiyatının %15 üzerinde)	2017: PZU + PFR (devlet), %32,8'i 10,6 mr zloti'ye geri aldı — repolonizasyon ; FOR analizi satışın "ucuz" olmadığını, farkın büyüme ve enflasyonla açıklandığını gösteriyor	TVF'nin Türk Telekom alımı (2022): benzer geri alım, ancak varlık temettü boşaltılmış hâlde ve iskontolu
PZU (1999–2010)	%30 Eureko–BIG'e; anlaşmazlık, uluslararası tahkim; 2009 sulh ile Eureko çıktı; 2010 halka arz 8,1 mr zloti (2,7 mr \$), Hazine %34'ü tuttu	Polonya'nın kendi "Türk Telekom"u; ders alındı, sonuç: bugün bölgenin en büyük sigortacısı, devlet kontrolünde	—
Altyapı (2004–)	Otoyollar ağırlıkla AB uyum fonlarıyla; sınırlı imtiyaz (A2 Autostrada Wielkopolska) AB devlet yardımı incelemesine takıldı, geri ödeme kararı	Bütçede talep garantisi yükü yok; KÖİ toplam altyapı yatırımının küçük bir dilimi	Türkiye: hibe kaynağı olmadığı için garanti, garantinin faturası bütçede

Kaynak: GlobalSecurity (Polonya özelleştirme serisi); FundingUniverse (TP SA); FOR, Analiz 1/2017 (Pekao); PZU yatırımcı ilişkileri; Avrupa Komisyonu devlet yardımı kararı (A2, 2017).

6.3 Karne

Ölçüt	Türkiye	Güney Kore	Polonya
Stratejik şirkette kontrol satışı	Tek alıcıya blok (Türk Telekom, Tekel, Petkim)	Borsa, dağınık sahiplik, yabancı tavanı	Stratejik alıcı + Hazine %30–50 payı
Alımın finansmanı	Alicının kaldıracına izin, rücu yok	Nakit / borsa	Nakit (TP SA, Pekao)
Değer artışına kamu katılımı	Yok (Mey İçki 7,2x, kamu payı 0)	Azınlık payı tutma (KFB %49)	Hazine payı + halka arz
Hatadan kurumsal düzeltme	TVF ile geri alım (2022), sözleşme yapısı değişmedi	Lone Star sonrası denetim; MRG kaldırıldı	Repolonizasyon programı (2016–)
Altyapı finansmanı	Döviz endeksli talep garantisi, 20–30 yıl	MRG 2009'da yasaklandı	AB fonları, garanti yok
Özelleştirme geliri / bugünkü yıllık faiz	40 yıl $\approx$ 15 ay faiz	Faiz yükü GSYH'nin $\approx$ %1'i	Faiz yükü GSYH'nin $\approx$ %2'si

Bölüm 7

Faiz Dışı Mali Değerlendirme ve TVF İçin Yapısal Öneriler

7.1 Bilanço

Kalem	Tutar	Yorum
Kırk yıllık özelleştirme uygulama tutarı (1986–2025)	73,5 mr \$	Bir kez elde edildi; büyük bölümü 2005–2013 arasında
Bunun Hazine'ye aktarılan kısmı	≈ 50,7 mr \$	Kalan: programdaki kuruluşlara borç/sermaye desteği, idare giderleri
Ölçülebilir değer sızıntısı — üç vaka (Mey, Tekel Sigara, Türk Telekom)	≈ 7–8 mr \$	Mey 2,1 mr \$ (tamamı); Telekom ≈ 4,7 mr \$ net temettü çıkışı; Tekel marka erimesi ölçülemez
2026 bütçesi faiz gideri	2,74 tn ₺ ≈ 59 mr \$	Toplanan her 5 lira verginin 1 lirası; 2025 gerçekleşmesi 2,05 tn ₺
2026 bütçesi KÖİ ödemeleri (köprü-otoyol + şehir hastanesi)	249 mr ₺ ≈ 5,3 mr \$	2027'de 306 mr ₺; faiz dışı görünen, faiz gibi işleyen yük
HMB 20 yıllık KÖİ yükümlülüğü	120,1 mr \$	Kırk yıllık özelleştirme gelirinin 1,6 katı; kırk yılda satılanın karşılığı, yirmi yılda garanti olarak geri ödeniyor

Rapor No. 1'in tespitini bu bilanço tamamlar: Hazine, varlıklarını borç servisini finanse etmek için satmış; satış geliri tükenince altyapıyı yeni bir yarı-borçla (garanti) finanse etmiştir. Türkiye'nin ödeme gücü burada da doğrulanır — garantiler zamanında ödenmektedir — ancak ödeme gücünün ispatı, ödenen tutarın makul olduğu anlamına gelmez.

7.2 TVF Yönetim Kurulu'na sunulan yapısal öneriler

Öneriler siyasi tercih içermez; her biri Kore veya Polonya'da uygulanmış sözleşme ve mevzuat araçlarıdır.

Öneri	İçerik	Emsal
1. Earn-out ve yeniden satış payı	Her kontrol satışına, ilk 7 yıl içindeki yeniden satış veya halka arz değerinin belirli bir yüzdesinin (örn. %20–30) Hazine'ye ödenmesini öngören hüküm. Mey İçki'de bu hüküm tek başına 400–600 mn \$ getirirdi.	KFB'de devletin %49 payı (Kore); PZU halka arzında Hazine payı (Polonya)
2. Alım finansmanında rücu ve temettü kilidi	Satış bedelinin, alınan şirketin nakit akışına dayanan kaldırıcıla ödenmesine sınır; kredi kapanana kadar temettünün kredi servisine bağlanması (cash sweep); Türk bankalarının alıcıya vereceği kredide Hazine'nin bilgi ve itiraz hakkı.	TP SA satışı nakit (Polonya); KT'de stratejik alıcı yok (Kore)
3. Stratejik varlıklarda "KT modeli"	Türk Telekom, THY, BOTAŞ gibi varlıklarda ikinci kez blok kontrol satışı yerine kademeli halka arz, yabancı sahiplik tavanı ve tek elde kontrol yasağı. TVF portföyü bu model için hazır platformdur.	POSCO, KT, KT&G (Kore)
4. KÖİ garantilerinde yeniden müzakere programı	Döviz endeksli talep garantilerinin lira/enflasyon endeksli, kullanılabilirlik esaslı ve üst sınırlı yapıya dönüştürülmesi; yeni projelerde talep garantisinin yasayla kaldırılması; KÖİ yükümlülüklerinin tek bir kamu sicilinde yıllık yayımı.	Kore MRG yasağı (2009) ve Seul Metro 9 yeniden müzakeresi (2013)
5. "Repolonizasyon" değil "değer geri kazanımı"	Geri alım (Türk Telekom) bir strateji değil, düzeltmedir: önce yönetim ve temettü politikası iyileştirilmeli, sonra 3. maddedeki modelle yeniden halka açılmalı; aksi hâlde döngü tekrar eder.	Pekao (2017) sonrası PZU'nun yönetim planı (Polonya)
6. Otoyol-köprü özelleştirmesinde (2026 programı) ders	2012'de 5,72 mr \$ ile iptal edilen ihale yeniden gündemdedir. İşletme hakkı satışı, mevcut garanti sözleşmelerinin devri ve yeniden müzakeresiyle tek paket hâlinde yapılandırılmalıdır.	Kore'nin garanti sözleşmelerini paketle yeniden müzakeresi

Kapanış

Türkiye, Cumhuriyet tarihi boyunca borcunu ödemiş bir devlettir; bu raporun verileri o sicili sarsmaz, tersine doğrular. Sorun ödeme iradesi değil, **ödenen bedelin yapısıdır**. Kore ve Polonya, aynı krizleri yaşayıp aynı varlıkları satarken üç sözleşme hükmüyle — earn-out, nakit alım, garanti yasağı — değeri ülkede tutmuştur. Bu üç hüküm Türkiye'nin hukuk düzeninde mevcuttur; eksik olan, TVF'nin portföyü üzerinden bunları standart hâline getirecek bir yönetim kararıdır.

Kaynaklar, Doğrulama Notları ve Sınırlamalar

A. Birincil kaynaklar

- Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, 2006, 2021, 2023, 2024 ve 2025 Yılı Faaliyet Raporları; 2022 Performans Programı. Sayıştay, ÖİB ve Özelleştirme Fonu 2023 Düzenlilik Denetim Raporu.
- 2025 ve 2026 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanunu Gerekçeleri; Orta Vadeli Program 2025–2027 ve 2026–2028 (Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı).
- Karayolları Genel Müdürlüğü, 2026 Kurumsal Mali Durum ve Beklentiler Raporu; Hazine ve Maliye Bakanlığı aylık bütçe gerçekleşme raporları (Aralık 2025, Haziran 2026).
- KAP açıklamaları: Türk Telekom (2018 pay devri; 10 Mart 2022 TVF–LYY hisse alım sözleşmesi).
- Yale Journal of Financial Crises, "Korea First Bank and Seoul Bank Capital Injections, 1997"; Kwan S. Kim, Kellogg Institute Working Paper 272; Springer, *Privatization and a Lingering Developmental State* (POSCO, KT, KDB).
- FOR (Forum Obywatelskiego Rozwoju), Analiz 1/2017, Pekao özelleştirmesi; PZU Yatırımcı İlişkileri, şirket tarihi; FundingUniverse, TP SA şirket tarihi.

B. Karar öncesi doğrulanması gereken rakamlar ($\approx$)

- 2014–2018 ve 2022 yıllık özelleştirme tutarları: dönem toplamı ÖİB kümülatif verilerinden türetilmiştir; yıl bazında ÖİB tablosuyla teyit edilmelidir.
- Tüpraş, Erdemir, Petkim, Türk Telekom için beş yıl sonraki piyasa değerleri: Borsa İstanbul yıl sonu kapanışlarından $\approx$ hesaplanmıştır; hisse sayısı ve kur ile yeniden hesaplanmalıdır.
- Oger'in Türk Telekom'dan çektiği toplam temettü ($\approx$ 7 mr \$): basın derlemesidir; KAP kâr dağıtım tablolarından yıl yıl toplanarak doğrulanmalıdır.
- Tekel Sigara markalarının pazar payı seyri: TAPDK verilerinden teyit edilmelidir.
- KÖİ firmalarına 2017–2025 ödemeleri (581,7 mr ₺): muhalefet raporudur; resmî konsolide seri yoktur — 4. öneri bu boşluğu kapatmayı hedefler.
- Kore ve Polonya piyasa değerleri ve faiz/GSYH oranları: 2025–2026 verileriyle güncellenmelidir.

C. Sınırlamalar

Rapor, kamuya açık veriye dayanır; sözleşme metinlerine (Türk Telekom hisse satış sözleşmesi, YİD sözleşmeleri) erişilmemiştir. Değer sızıntısı tahminleri, alternatif senaryoların (varlığın kamuda kalsaydı üreteceği değer) değil, gerçekleşen işlemlerin ölçümüdür. Value Masters Academy bağımsızdır; bu raporda adı geçen hiçbir kuruluşla danışmanlık ilişkisi yoktur.

Value Masters Academy — Araştırma Bölümü Reno, Nevada — Laguna Niguel, California — İstanbul

Bu belge muhatabına özel olarak hazırlanmıştır; izinsiz çoğaltılamaz ve dağıtılamaz. Rapordaki görüşler yalnızca yazarlarına aittir. Kamu Varlıkları Serisi, Rapor No. 2 / 5. Eylül 2026.