



Yatırımcı Seferberliği Arama Konferansı Sonuç Raporu (sayfa 7)



Altyapı Yatırımlarının Finansmanı (sayfa 15)

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 101 aracı kurum, 1 vadeli işlemler aracılık şirketi ve 40 banka olmak üzere toplam 142 üyesi vardır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

Attila Köksal, CFA
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkırkoca
Müdür/Araştırma ve İstatistik

Tasarım

Cennet Türker
Kıdemli Uzman/Tanıtım
Efsun Ayça Değertekin

Kapak Tasarımı ve Mizanpaj

Cennet Türker
Kıdemli Uzman/Tanıtım

Yayın Türü: Yaygın, süreli

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, TSPAKB'nin aylık iletişim organıdır. Para ile satılmaz.

TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173
1. Levent Plaza Kat:4
1. Levent 34394 İstanbul
Tel:212-280 85 67 Faks:212-280 85 89
www.tspakb.org.tr
info@tspakb.org.tr

Basım

Printcenter

Bu rapora www.tspakb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.



Değerli *GüNDeM* okurları,

Bildiğiniz üzere, SPK tarafından iki yıldır hazırlık çalışmaları yürütülen Sermaye Piyasası Kanunu Taslağı, Mart ayında kamuoyunun görüşlerine açıldı. 30 yıllık bir geçmişe sahip eski kanun, yıllar içerisinde birçok kez değiştirildi. Ancak yeni taslakla beraber; modern sermaye piyasasının ihtiyaçlarını dikkate alan, daha köklü değişiklikler içeren ve yenilikler getiren bir çalışma ile karşılaştık.

Taslakta birçok amacın güdüldüğü görülüyor. Avrupa Birliği müktesebatına uyum, henüz ülkemizde uygulaması olmayan bazı faaliyetlerin hukuksal altyapısının hazırlanması, halihazırdaki bazı uygulama ve düzenlemelere yasal kimlik kazandırılması, taslağın temel amaçları olarak dikkat çekiyor.

Diğer taraftan, taslakta birçok konunun SPK'nın düzenlemesine bırakıldığını görüyoruz. Bu yüzden pek çok konunun ne şekilde düzenleneceği şu an için belirsiz. Özellikle aracı kuruluşların hangi sermaye piyasası faaliyetlerini yerine getirebileceği, bu faaliyetlerin yerine getirilmesinde aracı kurumlar arasında ne şekilde bir sınıflandırma yapılacağı ve bu sınıflandırmada esas alınacak ölçütler net değil.

Bazı konuların yasa yerine SPK düzenlemelerine bırakılmasının elbette faydaları var. Bu kapsamda akla ilk gelen sermaye piyasasının dinamik yapısına uygun şekilde, bu düzenlemelerin sürekli yenilenebilmesine imkân tanınması. Kurulun, ikincil düzenlemeler ile Kanuna açıklık getirirken keyfi uygulamalara gitmeyeceğine inancımız tam. Ancak, bu

düzenlemelerin konjonktüre bağlı olarak değişme ihtimalinin bulunması, hukuk güvenliği ve hukuksal istikrar açısından bir tereddüdü de barındırıyor. Bu nedenle, bazı temel noktaların yasa ile belirlenmesinin, düzenleme prensipleri açısından daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz.

Taslak, Birliğin üyelik yapısına ilişkin olarak da önemli değişiklikler içeriyor. Yeni yapı; yatırım kuruluşları, kolektif yatırım kuruluşları ve Kurulca uygun görülen diğer sermaye piyasası kurumlarının Birliğe üye olmasını öngörüyor. Bu ucu açık yapı, kanımızca meslek örgütlerinin anayasal felsefesine uygun düşmüyor. Biz, üyelerin belirlenmesinde aracılık mesleğinin esas alınmasını öneriyor, sınırlı da olsa aracılık faaliyeti konusunda yetkilendirilen portföy yönetim şirketleri dışındaki sermaye piyasası kurumlarının Birlik üyesi olmamalarının daha doğru olacağını düşünüyoruz.

Tüm üyelerimizi ilgilendiren ve sermaye piyasamızın önümüzdeki on yıllarını şekillendireceğini düşündüğümüz bu düzenlemeye ilişkin olarak sektörümüzün görüşlerini SPK'ya ilettik. Umuyoruz, yakın zamanda yasallaşması beklenen bu kanun, tüm sermaye piyasası paydaşları için olumlu sonuçlar getirir.

Diğer taraftan, taslak ile getirilen bir diğer önemi yenilik ise artık ülkemizde anonim şirket yapısında yeni borsaların kurulmasına imkân tanınmasıdır. Bu öneri, şirketleşme sürecindeki İMKB için yeni bir rekabet ortamına işaret ediyor. Bildiğiniz üzere bu yılın başında İMKB'nin şirketleşme sürecinin hızlanması için yönetim yapısında önemli değişikliklere gidilmişti. 27 Nisan'da yapılan İMKB Genel Kurulunda da dile getirdiğimiz üzere, İMKB'nin şirketleşmesi aşamasında biz aracı kuruluşların hak ve taleplerinin de adil bir şekilde göz önüne alınacağını bekliyoruz.

Saygılarımla,

Attila KÖKSAL, CFA
BAŞKAN

Genel Kurulumuz 25 Mayıs'ta

Birliğimizin 12. Olağan Genel Kurul Toplantısı, 25 Mayıs 2012 Cuma günü, saat 14:30'da Birlik Merkezinde yapılacaktır. Birliğimizin 2011 yılı faaliyetlerinin ve TSPAKB Statüsü ile Personel ve Teşkilat Yönetmeliği değişikliklerinin görüşülerek karara bağlanacağı toplantıya tüm üye temsilcilerimizin katılımını bekliyoruz.

İşlem Saatlerinin Yeniden Düzenlenmesi

İMKB Hisse Senetleri Piyasası'ndaki işlem saatlerinin yeniden düzenlenmesine ilişkin olarak üyelerimiz tarafından Birliğe başvurularda bulunulmuştur. Gelen görüşler; ilk seanstaki sürekli müzayede yöntemi ile gerçekleştirilecek işlemler için sürenin 9:30'da başlayıp 12:30'da bitmesi, yarım saat öğlen arasının ardından ikinci seansa 13:00'te başlanarak, 17:30'a kadar sürekli müzayede yöntemi ile işlem gerçekleştirilmesine imkân sağlanması yönündedir. Birliğimiz, sektör görüşünü değerlendirerek işlem saatlerinin yeniden düzenlenmesine ilişkin İMKB'ye başvuruda bulunmuştur.



Deutsche Börse Tanıtım Toplantısı

Birliğimiz ile İMKB işbirliğinde, 19 Nisan Perşembe günü İMKB konferans salonunda Deutsche Börse tanıtım toplantısı düzenlenmiştir. Deutsche Börse'ye erişim, Deutsche Börse piyasalarında işlem yapma gibi konuların ele alındığı toplantının açılışında Birlik Başkanı Attila Köksal bir konuşma yapmıştır. Toplantıya katılan aracı kuruluşların temsilcilerine,



Deutsche Börse yetkilileri tarafından, Xetra, Scoach ve Eurex gibi çeşitli piyasalar, hizmetler ve işlem gören finansal ürünler konusunda bilgi verilmiştir.

Kurumlar Üniversitelerde Sermaye Piyasasını Anlatıyor

2011 yılının Ekim ayından bu yana SPK, İMKB ve Birliğimiz tarafından düzenlenen, iktisadi ve idari bilimler fakültesi öğrencilerine sermaye piyasalarını tanıtmaya yönelik bilgilendirme seminerlerine Nisan ayında devam edilmiştir. Bu kapsamda, Aksaray, Balıkesir ve Bilecik üniversitelerinde "Türkiye Sermaye Piyasasının İşleyişi ve Lisanslama Sınavları" konulu sunumlar yapılmıştır.

7 Bölge 7 Üniversite

Sermaye Piyasası Kurulunun organizasyonunda gerçekleştirilen "7 Bölge 7 Üniversite" etkinliği kapsamında, 16 Nisan 2012 tarihinde, Erzurum Atatürk Üniversitesi'nde bir seminer gerçekleştirilmiştir. Seminerde Birliğimiz "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlarda Kariyer İmkânları" konusunda katılımcıları bilgilendirmiştir.

İstanbul Ticaret Üniversitesi Öğrencilerinin Birliğimizi Ziyareti

İstanbul Ticaret Üniversitesi bünyesinde bulunan Bankacılık ve Finans Kulübü öğrencilerinden 30 kişilik bir grup, 24 Nisan 2012 tarihinde Birliğimizi ziyaret etmiştir. Öğrencilere; Türkiye sermaye piya-



sasının işleyişi, Birliğin faaliyetleri, lisanslama sınavları ve iş olanakları konularında bilgi verilmiştir.

İngilizce Sunum Teknikleri Eğitimi

Birliğimiz ile British Side İngilizce Dil Okulu işbirliğinde düzenlenen İngilizce Sunum Teknikleri eğitimi, 14-15 Nisan tarihlerinde yapılmış, eğitime 13 kişi katılmıştır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Eğitimleri

Nisan ayında VOB Üye Temsilcisi, VOB Uygulama ile Bilgisayarlı Yeni Alım Satım Sistemi ve Yeni Ürünler Uygulama eğitimleri düzenlenmiştir. Toplam 34 kişinin katıldığı eğitimlerin katılımcı sayılarına ilişkin detaylar tabloda yer almaktadır.

Nisan 2012 VOB Eğitimleri	
Eğitim Adı	Katılımcı Sayısı
VOB Üye Temsilcisi	14
VOB Uygulama	8
Bilgisayarlı Yeni Alım Satım Sistemi ve Yeni Ürünler Uygulama	12
Toplam	34

Mesleki Gelişim Eğitimleri

Nisan ayında düzenlenen mesleki gelişim eğitimlerine 101 kişi katılmıştır. Bu eğitimlerimizde üniversite öğrencilerine tanınan kontenjan kapsamında, 7 farklı üniversiteden 12 öğrenci ücretsiz eğitim imkanından yararlanmıştır. Düzenlenen eği-

Nisan 2012 Mesleki Gelişim Eğitimleri

Eğitim Adı	Katılımcı Sayısı
Katma Değer Vergisi Tevkifatı Yapma Sorumluluğu, Güncel Gelişmeler ve Uygulamadaki Sorunlar	20
Sermaye Piyasalarında Teknoloji, Algoritmalar ve Hızlı Alım-Satım	25
Global Sabit Getirili Menkul Kıymetler Analizi	26
Sermaye Piyasası Araçlarının ve Kurumlarının Vergilendirilmesi	12
Enerji ve Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Fiyatlaması	18
Toplam	101

timlerinin katılımcı sayılarına ilişkin detaylar tablodan izlenebilir.

Mayıs ayı için planlanan mesleki gelişim eğitim tarihleri tabloda yer almaktadır. Eğitimlere başvurular internet sitemizden erişilen Eğitim Yönetim Sistemi üzerinden yapılmaktadır. Eğitimlere ilişkin detaylar Birliğimizin internet sitesinde Eğitim/Eğitimlerimiz bölümünden takip edilebilmektedir.

Mayıs 2012 Mesleki Gelişim Eğitim Programı		
Tarih	Eğitim Adı	Süre
3-4 Mayıs	Kamu İç Borçlanması ve Hazine İhaleleri	2
5 Mayıs	Davranışsal Finans	1
8-9 Mayıs	Özel Yapılandırılmış Ürünler	2
8 Mayıs	Yurtdışı Borsalar: Kotasyon Şartları ve Menkul Kıymet Türleri	1
14 Mayıs	Uluslararası Denetim Standartları	1
23-24 Mayıs	Hazine ve Yatırım Ürünlerinin Pazarlanması ve Satışı	2
28-30 Mayıs	Finansal Tabloların Analizi	3

Kuruma Özel Eğitimler

Nisan ayında, talepleri doğrultusunda iki farklı kurum için mesleki gelişim eğitimleri düzenlenmiştir. Eğitimlere toplam 24 kişi katılmış olup tamamlanan eğitimlerin katılımcı sayılarına ilişkin detaylar tabloda yer almaktadır.

Nisan 2012 Kuruma Özel Eğitimler

Eğitim Adı	Katılımcı Sayısı
Sermaye Piyasası Araçlarının ve Kurumlarının Vergilendirilmesi	14
Hazine ve Yatırım Ürünleri	10
Toplam	24

Lisans Başvurularında Son Durum

Lisanslama ve Sicil Tutma Sisteminde kayıtlı kişi sayısı 26 Nisan 2012 itibariyle 58.135'e ulaşmıştır. 34.792 kişi, herhangi bir sermaye piyasası kurumunda çalışmamakta olup bu kişilere ait toplam 21.398 lisans bulunmaktadır. Lisanslama sınavları sonucunda başarılı olan adaylardan 29.460'ının lisans başvurusu Birliğimize ulaşmış, başvuruların 28.958 adedi sonuçlandırılmıştır.

Lisans Başvuruları			
Lisans Türü	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans	Sonuçlanan Başvuru %
Temel Düzey	13.421	13.309	99%
İleri Düzey	5.835	5.798	99%
Türev Araçlar	2.471	2.462	100%
Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı	2.047	1.960	96%
Takas ve Operasyon	830	793	96%
Kredi Derecelendirme	620	592	95%
Kurumsal Yönetim Derecelendirme	760	718	94%
Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim	2.113	2.005	95%
Konut Değerleme	211	202	96%
Temel Düzey Müşteri Temsilciliği	665	654	98%
Türev Araçlar Müşteri Temsilciliği	369	356	96%
Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu	118	109	92%
Toplam	29.460	28.958	98%



Gökben Altaş
galtas@tspakb.org.tr

YATIRIMCI SEFERBERLİĞİ ARAMA KONFERANSI SONUÇ RAPORU

Finansal piyasaların gelişmesiyle, çeşitliliği ve karmaşıklığı gittikçe artan hizmet ve ürünler, bireylerin finansal bilgi gereksinimini artırmaktadır. Finansal eğitim, tüm yaşamları boyunca bireylerin bütçelerini idare etmeleri, gelir ve giderlerini düzenlemeleri, yatırım ve tasarruflarını etkin bir şekilde yönetmeleri ve olası zararlardan korunmalarını sağlar.

Bununla birlikte, finansal eğitim, piyasaların daha sağlıklı bir şekilde işlemesine ve finansal istikrarın sağlanmasına da katkıda bulunur. Finansal eğitimle daha bilinçlenen bireylerin, ürünlere ilişkin bilgisi artacak, bu şekilde kendileri için daha doğru kararlar verebilecek, daha uygun ürünleri seçebilecektir. Böylece piyasa etkinliğinin ve sektördeki rekabetin artmasına katkıda bulunacaktır. Bu çerçevede finan-

sal eğitim konusuna özel önem ve öncelik verilmesi gerektiği açıktır. Nitekim yaşanan son finansal kriz de finansal eğitime önem verilmesi gerektiğini doğrular niteliktedir.

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan pek çok ülkede finansal piyasaların derinleşmesi bakımından, finansal eğitim önemli bir faaliyet olarak görülmüş, bu konuda pek çok ülkede ulusal stratejiler belirlenmiştir. Benzer şekilde, birçok uluslararası kurum da finansal eğitime yönelik genel prensipler belirleyerek, kurallar oluşturarak yol göstermeyi amaçlamaktadır. Uluslararası alanda finansal eğitim konusunda Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü-OECD, Avrupa Birliği ve Uluslararası Sermaye Piyasaları Düzenleyicileri Örgütü-IOSCO gibi kurumların çalışmalarının yanı sıra, sadece bu alanda işbirliği için faaliyet gös-





teren Uluslararası Yatırımcı Eğitimi Forumu-IFIE gibi kurumlar da mevcuttur. Yurtdışında finansal eğitim uygulamaları ve uluslararası kurumların faaliyetleri hakkında detaylı incelemeye Sermaye Piyasasında Gündem'in Eylül 2008 tarihli yayınından ulaşılabilir.

Ülkemizdeki finansal eğitim konusuna bakıldığında, pek çok kurumun sorumlulukları ve görevleri doğrultusunda, konu üzerinde çeşitli çalışmalara başlamış olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, yapılan çalışmaların etkinliğinin ve tutarlılığının artırılması için kurumların işbirliği içinde koordine bir şekilde hareket etmesi önem arz etmektedir. Bu çerçevede ulusal bir strateji olarak belirlenen İstanbul Finans Merkezi Projesi kapsamında 2010 yılından itibaren SPK öncülüğünde birçok sermaye piyasası kurumunun işbirliği ile bir dizi faaliyete imza atılmaya başlamıştır.



5 Mart 2012 tarihinde, yapılan çalışmaların tek bir merkezden yürütülmesi amacıyla söz konusu kurumlar (Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, Takasbank, Merkezi Kayıt Kuruluşu, İstanbul Altın Borsası, Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği ile Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu) "Sermaye Piyasası Kuruluşları Yatırımcı Seferberliği İşbirliği Protokolü"nü imzalamıştır. Sermaye piyasasında farkındalığın artırılmasına yönelik eğitim ve tanıtım faaliyetlerinde bulunmayı amaçlayan bu protokol ile İstanbul'un uluslararası finans merkezi olması hedefine de katkı sağlanması düşünülmüştür.

Protokolün taraflarından biri olan Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, finansal okuryazarlığın artırılması ve yatırımcıların bilgilendirilmesi amacıyla başlatılan faaliyetlerde yer almaktadır. Bu kapsamda Birlik, 10 Mart 2012 tarihinde, yatırımcı eğitimi konusunu, tüm taraflarla detaylı ele almak üzere geniş katılımlı bir "Yatırımcı Seferberliği Arama Konferansı" düzenlemiştir. Konferansa düzenleyici kurum, dernek ve sivil toplum örgütlerinden, banka, aracı kurum ve portföy yönetim şirketine kadar pek çok sermaye piyasası kurumu temsilcisi katılmıştır. Ayrıca, akademisyenler ve basın mensupları da konferansa katkı sağlamıştır. Katılımcı sayısı 140 civarında olmuştur.

Birliğimiz, bütün davetlilerin aktif olarak katıldığı, önerilerin ve beklentilerin dile getirildiği bu konferansı, "Yatırımcı Seferberliği" projesinin geleceğinin tasarlanması ve uygulanması sürecine yönelik, bütün tarafların mutabık kaldığı bir yol haritası çizilmesi açısından önemli bir fırsat olarak görmektedir.

Arama konferansı 3 aşamadan oluşmuştur. Öncelikle, Yatırımcı Seferberliğini etkileyecek iç ve dış faktörler tüm katılımcılarla gerçekleştirilen bir beyin fırtınası çalışmasıyla dile getirilmiştir. Ardından, katılımcılar gruplara ayrılarak, olumlu ve olumsuz faktörleri belirlemiş, ortak etkenler tüm katılımcılar ile paylaşılmıştır. Konferansın son aşamasında ise Yatırımcı Seferberliği kapsamında yapılması önerilen faaliyetler, grup çalışmalarında yorumlanmış ve detaylandırılmıştır.

Raporumuzda 10 Mart 2012 tarihinde yapılan “Yatırımcı Seferberliği Arama Konferansı”nda ele alınan konular ana hatlarıyla özetlenmiştir. Öncelikle grup çalışmaları ile belirlenen Yatırımcı Seferberliğini etkileyecek olumlu ve olumsuz faktörler ele alınmış, ardından yapılan önerilere yer verilmiştir.

OLUMLU FAKTÖRLER

Konferans kapsamında katılımcılar iki ana gruba ayrılmış, bu gruplar da 10-12 kişilik çalışma grupları ile mevcut durum değerlendirmesi yapmıştır. İlk ana grubun içindeki 6 alt grup, daha önceden tüm katılımcılarla belirlenen başlıklarda projeyi etkileyecek olumlu faktörleri özetlemeye çalışmıştır.

Yatırımcı Seferberliği projesini etkileyecek olumlu faktörlerden ilki olarak Türkiye ekonomisine olan güven artışı ele alınmıştır. Makroekonomik yapının düzeldiğine işaret eden katılımcılar, milli gelirin artması ile tasarrufların da artacağını beklediklerini dile getirmiştir. Bu durumun da yerli yatırımcının sermaye piyasasına olan ilgisini artıracağı düşünülmektedir. Ayrıca, ekonomide yaşanan iyileşmenin yabancı yatırımların artarak devam etmesine neden olacağı fikri dile getirilmiştir.

Siyasi ve bürokratik iradenin geçmişte olmadığı kadar sermaye piyasasını geliştirmeye yönelik çabaları da proje önünde diğer bir olumlu faktör olarak görülmektedir. Bu kararlılığın yapılan son düzenlemelerde daha belirginleştiğini söyleyen gruplar, bu sayede sermaye piyasasına yönelik farkındalığın da arttığına işaret etmiştir.

Yatırımcı Seferberliği projesini olumlu yönde etkileyecek bir diğer etken olarak, yeni neslin dinamik yapısı gösterilmiştir. Yeni neslin teknolojiyi çok iyi kullandığını söyleyen gruplar, bu neslin iletişim ve sosyal medya olanaklarını da etkin olarak kullandığını ifade etmiştir. Ayrıca, gençlerin yakın geleceğin karar vericileri ve yatırımların yöneticileri olduğuna işaret eden katılımcılar, bu durumun sermaye piyasası açısından önemli bir fırsat olduğunu düşünmektedir.

Diğer bir olumlu faktör olarak, kurumsal yatırımcı tabanının genişlemesi görülmüştür. Özellikle bireysel



emeklilik fonları kuruluşundan bu yana istikrarlı olarak büyümektedir. 2,5 milyon yatırımcıya ulaşan bu fonların yatırımcıya bir anlamda uzun vade kavramını öğrettiğine dikkat çekilmiştir. Benzer şekilde diğer yatırım fonlarının, hem portföy değeri hem de yatırımcı sayısı bakımından büyüdüğü dile getirilmiştir. Bu durumun da bireysel yatırımcıların profesyonel portföy yönetimi kullanma eğilimlerini ve alışkanlıklarını artırması açısından önemli olduğu fikri dile getirilmiştir.

Son dönemde finansal piyasalarda artan ürün çeşitliliği de “Yatırımcı Seferberliği” için önemli bir fırsat olarak görülmüştür. Piyasaya sürülen yeni enstrümanların ilgi gördüğü belirtilmiştir. Katılımcılara göre finansal ürünlerin uluslararası standartlara göre dizayn edilmesine önem verilmektedir. Bu durum da yabancı yatırımlara ulaşmak açısından avantaj sağ-





lamaktadır. Bankacılık sektörünün sermaye piyasasına ilgisinin arttığı dile getirilmiştir. Ayrıca, son dönemde hem şirketler hem de bireysel yatırımcıların İslami finansa ilgisinin arttığı, bu durumun da piyasayı geliştirdiği savunulmuştur.

Katılımcıların dile getirdiği olumlu faktörlerden son başlık ise kadınlarla ilgilidir. Ailenin tasarruf ve gelecek kaygısı en yüksek bireyi olan kadınların sosyal ve ekonomik gücü arttıkça, sermaye piyasalarına katılımın da artacağı düşünülmektedir. Genelde aile kasasının kadınların elinde bulunması, atıl yastık altı (altın, döviz) yatırımların, kadınların yönlendirilmesiyle finansal piyasa enstrümanlarına yönlitilebileceği düşünülmektedir. Ayrıca finansal piyasalarda kadın çalışanların diğer sektörlere göre payının yüksek olması, yatırımların bu alana yönelmesi açısından önemli bir fırsat olarak değerlendirilmektedir.

OLUMSUZ FAKTÖRLER

İkinci ana grupta ise çalışma grupları, Yatırımcı Seferberliği projesini olumsuz yönde etkileyecek faktörleri özetlemeye çalışmışlardır.

Gruplar, Türkiye ekonomisine olan güven artarken, sermaye piyasasındaki güven eksikliğinin halen devam ettiği konusunda mutabık kalmıştır. Geçmişte yaşanan kötü tecrübelerin varlığı, dünya krizleri ve dünya piyasalarındaki volatilitenin yarattığı belirsizlik, söz konusu güvensizliğin nedenlerinden birkaçı olarak belirlenmiştir.

Katılımcılar, mevcut hukuk sistemindeki eksikliklerin

de piyasanın gelişimini olumsuz yönde etkilediğini düşünmektedir. Mevzuatın sık sık değiştirilmesi ve sürekliliğinin olmaması, düzenleme dilinin anlaşılabilirliği ve global sistemin gerisinde kalması, hukuk sistemine getirilen eleştirilerden olmuştur. Kısıtlayıcı ve yapıcı olmadığı ifade edilen düzenlemelerin bazılarının belirli vadeler için geçerli olduğu, hangi vadede hangisinin yürürlüğe gireceği belirli olmadığı için de karışık olduğu düşünülmektedir.

Ülkedeki finansal okuryazarlığın düşük olması, piyasaların gelişimi açısından tüm katılımcılar tarafından önemli bir problem olarak görülmektedir. Finansal okuryazarlığın her düzeyde düşük olduğu ifade edilirken, çalışanların da bilgi seviyesinin yeterli olmadığı yönünde görüşler sunulmuştur. Benzer şekilde, medya düzeyinde farkındalığın istenen seviyede olmadığı, dolayısıyla piyasaya desteğinin yetersiz kaldığına işaret edilmiştir. Ayrıca, yeterli bilginin olmadığı bu ortamda ürün çeşitliliğinin artırılmasının önemini yitirdiği belirtilmiş, çeşitlilik arttıkça ürünlerin daha karmaşık hale geldiğine, durumun daha zorlaştığına işaret edilmiştir.

Olumlu faktörlerin ele alındığı diğer grupta, her ne kadar kurumsal yatırımcıların geliştiği dile getirilse de, sektöre kurumsal yatırımcı girişinin yeterli olmadığı yönünde görüşler gelmiştir. Hem kamu hem de özel fonların genelde para piyasasını kullandığı ve sermaye piyasasına karşı daha çekimser davranışları dile getirilmiştir.

Sermaye piyasasında getirilerin ve ürün çeşitliliğinin yeterli seviyede olmaması, bir diğer olumsuz faktör olarak ele alınmıştır. Yatırımcıların genel anlamda



finansal enstrümanların getirisini tatmin edici bulmadığı ve tasarruflarını başka alanda, örneğin gayrimenkulde değerlendirdiği belirtilmiştir.

Tasarruf oranlarının düşük olması, hatta daha da gerilemesi, Yatırımcı Seferberliği projesini olumsuz etkileyecek başlıklardan bir diğeri olarak belirlenmiştir. Davetliler, Türkiye halkının daha çok tüketmeye başladığına ve tasarruflarını artırmadığına dikkat çekmiştir.

Banka dışı alternatif dağıtım kanallarının az olması piyasanın gelişimi için olumsuz olan bir diğer başlık olmuştur. Kurumsal yatırımcının yeni dağıtım kanallarını kullanacağı ve yatırımcıyı sermaye piyasası araçlarına yönlendirecek büyük ölçekli projelerin az olduğu ifade edilmiştir.

Son olarak, sermaye piyasası kurumlarının lobi gücünün yeterli olmadığı dile getirilmiştir.

ÖNERİLER

Konferansta "Yatırımcı Seferberliği"ni etkileyecek olumlu ve olumsuz faktörler belirlendikten sonra, proje kapsamında yapılması önerilen faaliyetler yine grup çalışmaları ile ortaklaşa yorumlanmış ve detaylandırılmıştır. Katılımcılar mevcut durum değerlendirmesi sonucunda ortaya çıkarılan "Güven", "Düzenlemeler", "Yeni Nesil", "Kurumsal Yatırımcı", "Ürün Çeşitliliği ve Getirisi", "Tasarruf/Kadın" konu başlıklarında çalışmak üzere gruplara ayrılmıştır. Gruplar "Hangi stratejiler ve faaliyetler?" "Hangi mesajlar ve iletişim mekanizmaları?" "Hangi organizasyon ve işbirlikleri?" ve "Nasıl bir zamanlama ve



kaynak?" sorularına cevap arayarak önerilerini geliştirmişlerdir. Ayrıca gruplar "Finansal Okuryazarlık" konusunda da fikirlerini paylaşmıştır.

Güven başlığını ele alan grupta, öncelikle sermaye piyasasına olan algının değiştirilmesi, piyasanın "görünür ve anlaşılır" bir hal alması gerektiği vurgulanmıştır. Güven sorununun genel anlamda bilgi eksikliğinden kaynaklandığını düşünen katılımcılar, bilgilendirme ve farkındalığı artırma kampanyalarının piyasaya olan güvenin artırılması açısından önemli olduğunu dile getirmişlerdir. Piyasaya yeni ürünlerin girmesi, yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmesi ve risklerini azaltmasına olanak sağlarken, bu durumun güven hususuna olumlu katkı sağlayacağı belirtilmiştir. Ayrıca, önceki yıllarda kamu tarafından devralınan şirketler dolayısıyla mağdur olan yatırımcılara çözüm getirilmesi, piyasa algısının iyileşmesi açısından önemli bulunmaktadır. Yatırımcı bilgilendirme konferansları ve toplantıları gibi geleneksel yöntemlerin yanı sıra, sosyal medya, yarışmalar ve kamu spotları gibi ilgi çekici yöntemlerin de kullanılmasının güveni artıracığı öngörülmüştür. Verilmesi gereken mesajların net, anlaşılır bir şekilde olması ve ortak bir dilin kullanılması gerektiği de eklenmiştir. Piyasaya güven duyulması için, yapılan faaliyetlerin yatırımcıya yakın bir şekilde tüketici diliyle anlatılması gerektiğinin altı çizilmiştir.

Düzenlemeler başlığını inceleyen grupta, SPK, İMKB, İAB, VOB gibi sermaye piyasası kurumlarının sürekli iletişim halinde olması gerekli görülmüştür. Ayrıca, belirli aralıklarla yapılan toplantıların; düzenlemelerin sonuçlarının izlenmesi ve gerekli güncellemelerin





yapılması açısından yararlı olacağı düşünülmüştür. Düzenleme dilinin daha anlaşılır olması, uluslararası kurumlarla işbirliğinin artırılması, düzenleme değişikliğinin takibinin kolaylaştırılması, tahkim-uzlaştırma mekanizmalarının geliştirilmesi, bu başlıkta önerilen faaliyetler arasındadır. Düzenlemelerin ön mutabakat ile getirilmesinin yararlı olacağını düşünen katılımcılar, vergi hususunda düzenlemelerin daha yapıma aşamasında Maliye Bakanlığı ile iletişim geçilmesi gerektiğini söylemiştir. Mesleki örgütlerin düzenleyici otoritelerle işbirliği halinde olması ve bu örgütlerin daha etkin çalışması gerektiği de dile getirilen önerilerden olmuştur.

"Ağaç yaşken eğilir" atasözüyle sunumlarına başlayan Yeni Nesil grubu, yatırımcı eğitiminin ilk öğretimden çalışma hayatına yeni başlayan gençlere kadar her düzeyde yapılması gerektiğini vurgulamıştır. Katılımcılar, her seviyede müfredat yatırımcı eğitimi konularının eklenmesi, orta vadede bu konunun ayrı bir ders, örneğin Temel Finans dersi olarak işlenmesi



gerektiğini dile getirmişlerdir. Yeni nesil için sosyal medyanın etkin bir şekilde kullanılabileceğini ifade eden grup, yeni nesil telefon ve tablet bilgisayar gibi elektronik cihazlar için uygulamalar geliştirilmesi gerektiğini söylemiştir. Örneğin GSM şirketleri ile yapılan işbirliği ile bir oyun oluşturulması, yüksek puan elde edenlere elektronik ürünlerin hediye edilmesi önerilmiştir. MEB ve üniversiteler ile birlikte faaliyetlerin devam etmesi gerektiği belirtilmiş, yeni neslin idolleri ile işbirliğinin faydalı olacağı söylenmiştir. Yatırımcı eğitiminin bir "milli dava" olarak görülmesi gerektiğini dile getiren grup, tasarruf haftası düzenlenmesi, oyun ve yarışmaların artırılması, yatırım ve tasarruf yapma paketleri, kredi kartı bonuslarının sermaye piyasasına aktarılması gibi pek çok yaratıcı fikir ortaya koymuştur.

Kurumsal yatırımcıların geliştirilmesi konusunda yapılması gerekenleri değerlendiren bir diğer grup, öncelikle bireylerin kurumsal yatırımcılara yönlendirilmesi için farkındalık faaliyetlerinin artırılması gerektiğini söylemiştir. Mevzuatta, yatırım fonlarının türev ürünleri daha fazla kullanması, sigorta şirketlerinde verilen teminatların içeriğinin genişletilmesi gibi esnekliklere yer verilmesi gerektiği belirtilmiştir. Pazarda ana oyuncu olan bankalar ile işbirliğinin artırılması önerisi getirilirken, yılda en az bir defa geniş katılımlı bir kurumsal yatırımcılar forumu düzenlenmesi faydalı görülmüştür. Takasbank'ta kurulan fon pazarının etkinliğinin artırılması, yatırım kulüpleri mevzuatının oluşturulması ve geliştirilmesi de yapılan önerilerden olmuştur.

"Ürün Çeşitliliği ve Getirisi" başlığını ele alan katılımcılar öncelikle sektöre katılan/katılacak olan yeni ürünlerin sektör çalışanları tarafından iyi bilinmesi gerektiğini vurgulamıştır. Bunun için gerekirse önce sektörde çalışan uzmanlara yönelik eğitim faaliyetlerinin geliştirilmesi önerilmiştir. Çalışanların ilgili ürünler hakkında yeterli bilgiye sahip olması elzem olarak görülmektedir. Katılımcılar yatırımcıların ihtiyaç, beklenti ve risk algılarına uygun sermaye piyasası ürünleri sunulması gerektiğinin altını çizmiştir. Bu kapsamda yatırımcının risk profili tespitinin zorunlu tutulabileceği düşünülmüştür. Televizyon ya da radyo programlarında yatırımcıları yönlendiren uzmanların, halk üzerindeki etkisi göz önünde bulundurulduğunda, yeterli bilgi seviyesine sahip olması



gerektiğine dikkat çekilmiştir. Yatırımcı bilgilendirme toplantılarına borsada deneyimi olan yatırımcıların davet edilerek, bu kişilerin tecrübelerini aktarmalarının, potansiyel yatırımcıyla iletişimi kolaylaştıracağı düşünülmüştür. Finansal ürünlerin performans bilgilerinin kamuoyuyla daha açık paylaşılması da getirilen önerilerden olmuştur. Bağımsız yatırım danışmanlığı sektörünün geliştirilmesinin, yeni ürünlerin tanıtımını kolaylaştıracağı düşünülmüştür. Farklı yatırım ürünlerine özel internet oyunları veya yarışma programlarının yararlı olacağı düşünülmüştür.

"Tasarruf ve Kadın" bölümünde katılımcılar, farkındalık ve yeni bir algı yaratılması gerektiğini vurgula-

mışlardır. Kadınları piyasaya çekmek için durum tespiti ile başlanması gerektiği söylenmiştir. "Girişimci kadın", "ev kadını" ve "çalışan kadın" gibi hedef kitlelere yönelik faaliyetlerin geliştirilmesi gerektiği savunulmuştur. Aile ve Sosyal Politikalar Bakanlığı ve Belediye desteği ile "Hedef 20.000 Kadın Projesi"nin, örnek olması açısından önemli bir proje olduğunu söyleyen grup, kadınlara banka hesabı kampanyası yapılması, kadın yatırım kulüplerinin oluşturulması gibi önerilerde bulunmuştur. Küçük miktarda yatırım yapılabileceğinin vurgulanması ve düzenli birikim yapma bilincinin geliştirilmesi önerilirken, bunun için televizyon dizileri ve rol modellerin kullanılmasının yararlı olacağı düşünülmüştür.

Finansal okuryazarlığın artırılması için çalışmaların hemen başlaması, tüm katılımcıların mutabık kaldığı konu olmuştur. Sermaye piyasası kurumları ve MEB işbirliğiyle müfredatın yatırım bilincini geliştirecek şekilde düzenlenmesinin önemi vurgulanmıştır. Yazılı ve görsel basının daha fazla kullanılması, dizi ve diğer TV programlarında yatırımın desteklenmesi, kamu spotlarının oluşturulması, sosyal medya olanaklarına da ağırlık verilmesi, tanıtımların riski azaltacak ve yatırım portföyünü çeşitlendirecek şekilde yapılması, öneriler arasında yer almıştır. Yatırımlarda uzun vade vurgusu olması gerektiği de özellik-





le belirtilirken, yeni, teknolojik ve ucuz yöntemlerle yatırımcılara ulaşılabileceği dile getirilmiştir. Ayrıca, yabancı ülke tecrübeleri ve OECD, AB, IFIE gibi uluslararası kurumların çalışmalarının yol gösterici olacağı ifade edilmektedir.

Projenin bir çok ayağı ve paydaşı olduğundan ulusal bir konsey oluşturulması hemen hemen bütün gruplarda konuşulan bir husus olmuş, faaliyetlerin ortak bir platformda yürütülmesi faydalı bulunmuştur. Bu kapsamda Sermaye Piyasası Kuruluşları Yatırımcı Seferberliği İşbirliği Protokolü koordinatörlüğünde faaliyetlerin sürdürülmesi öngörülmüştür. İhtiyaç duyulan hususlarda Milli Eğitim Bakanlığı, Maliye Bakanlığı, Yüksek Öğretim Kurumu gibi diğer kurumlarla da işbirliğine gidilmesi düşünülmüştür. Ayrıca iletişimin daha etkin kullanılması için medya işbirliği zorunlu görülmüştür.

“Yatırımcı Seferberliği Arama Konferansı”na katılan davetliler, projenin devamı için sürekli kaynağın ortak bir havuzda toplanması gerektiğini belirtmiştir. İhtiyaç duyulduğunda ise kamu ve özel sektörden destek alınabileceği eklenmiştir. “Yatırımcı Seferberliği Fonu” şeklinde adlandırabilecek havuzun sürdürülebilir kaynaklara sahip olması gerektiğinin altı çizilmiştir. Yıllık ve 5 yıllık planların hazırlanması, bu plana göre şeffaf bir şekilde hareket edilmesinin, kaynağın etkin ve verimli kullanması açısından önemli olduğu vurgulanmıştır.



Gökben Altaş
galtas@tspakb.org.tr

ALTYAPI YATIRIMLARININ FİNANSMANI

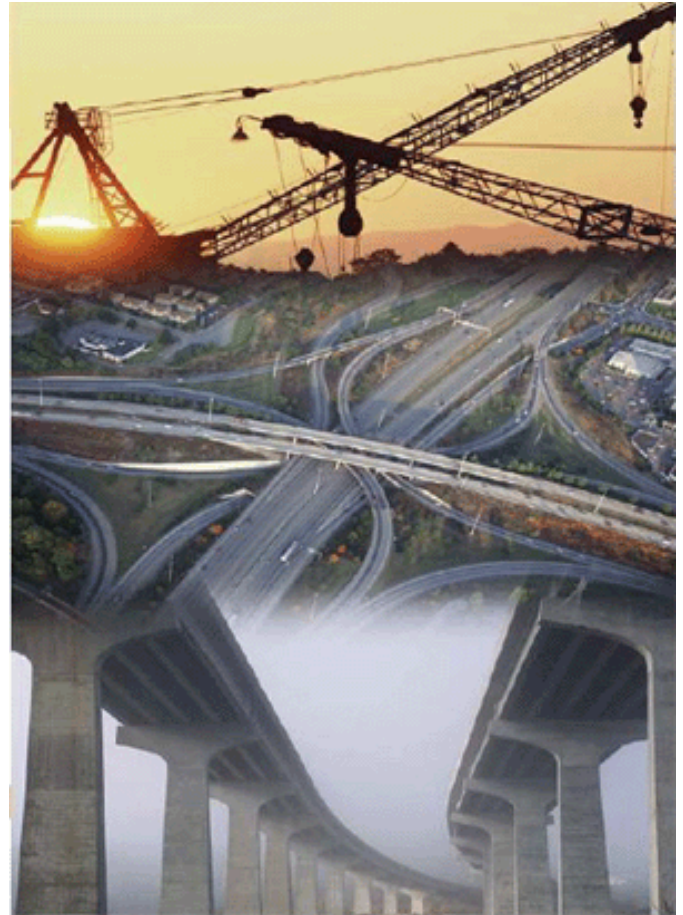
Toplumsal refah ve ekonomik büyüme için kamu altyapı tesisleri ve hizmetleri büyük önem taşımaktadır. Enerji, haberleşme, ulaştırma ve su-kanalizasyon gibi hizmetleri kapsayan altyapı yatırımları büyü miktarlarda finansman gerektirmektedir. Son yıllarda hızlı nüfus artışı ve şehirleşme gibi faktörler özellikle gelişmekte olan ülkelerde altyapı hizmetlerine olan ihtiyacı artırmıştır. Yüksek kamu açıkları ve borçlanma faizleri, özel sektör katılımını sağlayan modeller geliştirilmesine neden olmuştur.

Bu raporda kamu altyapı yatırımlarında alternatif finansman kaynağı olarak sermaye piyasasından fon teminini sağlayan uygulamalar ele alınacaktır. Çalışmanın ilk bölümünde altyapı yatırımları ve finansmanı hakkında bilgi verilecektir. Ardından sermaye piyasası yoluyla finansman sağlanan modeller incelenecektir.

I. ALTYAPI YATIRIMLARI

Altyapı varlıkları; toplumun ihtiyaçlarını karşılamak için yapılan haberleşme, ulaşım, su-kanalizasyon, okul, hastane gibi alanlardaki ürün ve hizmetler olarak tanımlanabilir. Altyapı varlıkları "ekonomik" ve "sosyal" olarak sınıflandırılabilir. Köprü, otoyol, tünel gibi ulaşım hizmetleri, enerji üretimi, doğalgaz ve elektrik dağıtımı gibi kamu hizmetleri ile otopark alanları ve depo/ambargo gibi diğer hizmet ve tesisleri içeren ekonomik altyapı varlıkları genellikle kullanım ücretine tabidir. Öte yandan okul, hastane ve adliye gibi sosyal altyapı varlıkları ise sıklıkla kullanım ücretine tabi değildir.

Altyapı yatırımları toplumun refah seviyesini artırmasının yanı sıra, üretimi artırıcı ve maliyetleri düşürücü etkisi ile ekonomik kalkınmayı desteklemektedir. Altyapı yatırımları genelde yüksek maliyetli yatırımlardır ve temelde bütçe kaynakları ile finanse edilmektedir. Ancak bütçe kaynaklarının yetersiz olduğu durumlarda borçlanma yoluna gidilir. Tahvil ihracı ve



uluslararası kurumlardan alınan krediler bu borçlanmalara örnektir.

Uluslararası kurumlar çeşitli ülke ve bölgelerin, altyapı projelerinde zaman zaman hibe ve çoğu zaman da kredi şeklinde uzun vadeli finansman sağlamaktadır. Bu kurumlar aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Afrika Kalkınma Bankası (African Development Bank),
- Amerika Ülkeleri Kalkınma Bankası (Inter-American Development Bank),
- Asya Kalkınma Bankası (Asian Development Bank),

- Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (European Bank for Reconstruction and Development),
- Avrupa Yatırım Bankası (European Investment Bank),
- İslami Kalkınma Bankası (Islamic Development Bank),
- Dünya Bankası (World Bank),
- Latin Amerika Kalkınma Bankası (Development Bank of Latin America),
- Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation)

1980'li yıllardan itibaren özel sektör de altyapı projelerinde yer almaya başlamıştır. Bu uygulamalar 1990'lı yıllarda daha yaygınlaşmıştır. Bu çerçevede, bir altyapı projesinin özel sektöre devredildiği (tamamen ya da kısmen) özelleştirmeler ve kamu-özel sektör işbirliği (public private partnership) uygulamaları ön plana çıkmıştır. Böylece geleneksel olarak kamu sektörünün sunduğu bir hizmet veya inşa ettiği altyapı, bir sözleşme dahilinde özel sektör tarafından gerçekleştirilmeye başlamıştır. Özel sektörün yer aldığı bu projelerde vergisel teşviklere de yer verilmiştir. Sosyal altyapı projelerine nazaran ekonomik altyapı varlıkları özel sektörün daha çok yer aldığı projelerdir.

Altyapı projelerinde özel sektörün yer almasına izin verilirken kamunun yararı ön planda tutulmaktadır. Genellikle, kamu-özel sektör ortaklığıyla yürütülen bu projelerde kamu, hizmet kalitesini ve ücret politikasını kontrol etmektedir.

Bununla birlikte yüksek maliyetli olan bu yatırımlar, özel sektörün faaliyette bulunduğu diğer üretim ve hizmet sektörlerindeki projelere göre daha farklı yapıdadır. Altyapı yatırımlarının projelendirilmesi, yapımı, finansmanı ve işletilmesi ile ilgili birçok alanda bu yatırımlar diğer yatırımlara göre daha uzun vadeli ve daha riskli yatırımlardır.

Diğer ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de kamu-özel sektör işbirliğinde birçok altyapı projesi yürütülmektedir. Kamu-özel sektör işbirliği yöntemleri hakkında detaylı bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem dergisinin Mart 2010 tarihli sayısından ulaşabilirsiniz.

II. SERMAYE PİYASALARI İLE ALTYAPI PROJELERİNİN FİNANSMANI

OECD tarafından 2007 yılında yayınlanan "Infrastructure to 2030" adlı rapora göre 2030 yılına kadar dünyada elektrik iletimi-dağıtımı, kara-demiryolu yapımı, telekomünikasyon ve su-kanalizasyon gibi temel altyapı ihtiyaçları toplamı, yıllık olarak dünya milli gelirinin ortalama %3,5'ine (yaklaşık 2 trilyon \$) denk gelecektir. Bu rakam 2030'a kadar olan 20 yıllık süreçte toplam 50 trilyon \$'lık bir tutarı ifade etmektedir. Yine aynı rapora göre gelişmekte olan ülkeler için altyapı ihtiyacı daha fazla olacak, bu ülkelerin altyapı ihtiyaçları yıllık milli gelirlerinin ortalama %6'sına (1,2 trilyon \$) denk gelecektir.

Önemli boyutlara ulaşan altyapı ihtiyaçlarının finansmanı için, ülkeler alternatif kaynak olarak sermaye piyasasının sunduğu olanakları

Altyapı Yatırımlarının Özellikleri			
Ekonomik			Sosyal
Ulaşım	Kamu Hizmetleri	Diğer	Genel
*Köprü *Otoyol *Tünel *Havayolu *Liman *Demiryolu	*Doğalgaz ağı *Elektrik ağı *Enerji üretimi *Su & Kanalizasyon *Yenilenebilir enerji	*Otopark alanları *Depo/ambargo tesisleri	*Eğitim *Sağlık *Yargı
Kullanıcı Ödemeli Varlıklar			Kullanıcı Ödemeli Olmayan Varlıklar

Kaynak: RREEF Research

kullanmaya başlamıştır. Öte yandan bu yatırımlar, özellikle uluslararası banka ve kurumsal yatırımcılar gibi büyük piyasa oyuncularını için alternatif bir yatırım alanı olmuştur.

Kamu kurumları, uluslararası kurumlar ya da özel sektör temsilcileri altyapı projeleri için gerekli sermayeyi uzun vadeli finansman imkanı sunan sermaye piyasasından fon sağlayarak yaratabilmektedir.

Sermaye piyasasıyla altyapı projelerinin finansmanında temelde üç farklı yöntemden bahsetmek mümkündür: Borçlanma, ortaklık ve menkul kıymetleştirme.

Geleneksel modellerde, ihraç edilen tahvillerle söz konusu projeler finanse edilmektedir. Kamu ya da mahalli idarelerin yanı sıra projeye dahil olan şirketler de tahvil ihraç etmektedir. Bu yöntem genellikle

ekonomik altyapı varlıklarına (ör: köprü inşası) yönelik projelerde kullanılırken, tahvilin kupon ödemesi de söz konusu varlıktan elde edilen gelirle finanse edilmektedir.

Bu projelerde yer alan özel altyapı şirketleri, halka arz edilerek de fon sağlanabilmektedir. Yatırımcılar bu yöntemde altyapı şirketine ortak olmaktadır.

Diğer bir ortaklık yönteminde, yatırım fonu ve yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım araçları ile altyapı projelerine sermaye aktarılmaktadır. Altyapı projelerine yatırım yapan yatırım fonları, paylarını borsada satarak geniş bir yatırımcı tabanından kaynak sağlayabilmektedir. Gayrimenkul ya da altyapı yatırım ortaklıkları bu araçlara örnektir.

Menkul kıymetleştirmede ise altyapı yatırımları için verilen kredilerden doğan alacaklar kullanılmaktadır. Diğer menkul kıymetleştirme işlemlerinde olduğu gibi bu alacaklar özel amaçlı kuruluşlara (special purpose vehicle-SPV) devredilip bir havuzda toplanmaktadır. Ardından, özel amaçlı kuruluş bu alacakları dayanak alan menkul kıymetler ihraç ederek yatırımcılara sunmaktadır. Söz konusu alacaklar bir veya birden fazla projeyi kapsayabilmektedir.

A. Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Kamu Sektörü

Merkezi ya da yerel yönetimlerin altyapı yatırımlarında sermaye piyasasından yararlanması, daha çok o ülkenin sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyiyle bağlantılıdır.

Devlet tahvili ya da hazine bonusu ihracından elde edilen hasılat, diğer kamu giderlerinin finansmanında olduğu gibi altyapı finansmanında da kullanılabilir. Bununla birlikte sadece altyapı hizmetlerinin finansmanı için merkezi ya da yerel idareler tarafından "altyapı tahvilleri" ihraç edilmektedir.

Söz konusu tahviller doğrudan merkezi ya da yerel yönetimler tarafından ihraç edildiği gibi, bu yönetimlerin idaresinde olan kalkınma kurumları ya da fonları tarafından da ihraç edilebilir. Hindistan'da kamu tarafından altyapı hizmetlerinin finansmanı için oluşturulan Altyapı Kalkınma Finans Kurumunun (India



Infrastructure Finance Company Limited-IIFCL) ihraç ettiği sabit getirili menkul kıymetler bunlara örnek gösterilebilir. Söz konusu tahviller borsaya kote olup, ikincil piyasada işlem görebilmektedir.

Kredi derecelendirmesi ve bağımsız denetim gibi kriterler, özellikle mali gücü görece daha düşük yerel yönetimlerin tahvil ihraçlarında belirleyici olabilmektedir. Bu tahvillerin hem yurtiçi hem de yurtdışı yatırımcıların ilgisini çekmesi için kredi notunun yüksek olması beklenir. Ancak, ihraç edilecek tahvillerin kredi notu genellikle ülke notu ile sınırlıdır. Bu noktada, sigorta şirketleri devreye sokularak borçlanma maliyetleri, bir diğer ifadeyle tahvil getirileri düşürülebilmektedir. Örneğin, "monoline bond insurance company" olarak adlandırılan ve sadece finansal garanti sağlayan sigorta şirketleri tahvil ihraçlarının kupon ve anapara ödemesini sigortalamaktadır. AAA gibi yüksek kredi notuna sahip bu sigorta şirketlerinin sigortaladığı tahvil ihraçlarında ihraççı şirket, söz konusu kredi notuna sahip olmasa bile yatırımcılar tarafından (özellikle kurumsal yatırımcılar) tercih edilebilmektedir. B-Yerel yönetim, yükümlülüğünü yerine getiremediği takdirde, bu şirketler devreye girerek ödemeleri yapmaktadır.

Kamu altyapı projelerinin finansmanı için bütçe dışında fon da oluşturulabilmektedir. Bu fonlar, katılım payı ihraç ederek, sermaye piyasası yoluyla finansman sağlamaktadır. Türkiye'de 1990'lı yıllarda Kamu Ortaklığı Fonu tarafından ihraç edilen gelir ortaklığı senetleri bu ürünlere örnektir. Yatırımcılarına, projelerden elde edilen gelire ortaklık hakkı veren bu ürünler borsaya kote olabilmektedir.

B. Altyapı Yatırımlarının Finansmanında Uluslararası Kurumlar

Avrupa Yatırım Bankası, Asya Kalkınma Bankası, Dünya Bankası gibi bölgesel/global kalkınmayı destekleyen uluslararası kurumlar, ülkelerin üstlendikleri altyapı yatırımları için uzun vadeli finansman imkanı sunmaktadır.

Söz konusu kurumların finansman kaynaklarından biri de ihraç ettikleri borçlanma araçlarıdır. Genellikle kredi notu en yüksek seviyede olan bu kurum-



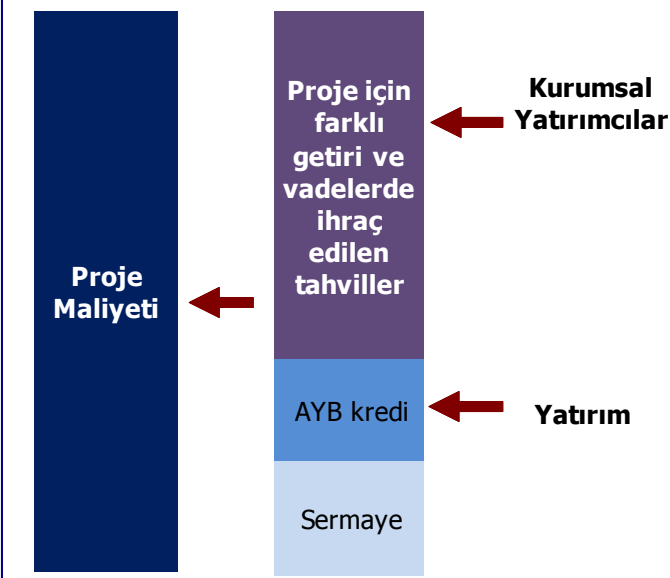
ların ihraç ettiği tahvillerden sağlanan fonlar dolaylı olarak da olsa altyapı yatırımlarında kullanılmaktadır. Örneğin, bir çok Asya ülkesinde altyapı yatırımlarına fon sağlayan Asya Kalkınma Bankası 31 farklı para biriminde tahvil ihraç etmektedir.

Uluslararası kurumların ihraç ettiği tahviller çeşitli borsalarda işlem görebilmektedir. Örneğin Avrupa Yatırım Bankasının tahvilleri Londra ve Lüksemburg borsalarına kotedir.

2014-2020 Avrupa Birliği orta vadeli planında Avrupa'da artan altyapı yatırımı ihtiyacına alternatif bir finansman modeli olarak "Avrupa Proje Tahvili Girişimi"ne yer verilmiştir. Planda 2020 yılına kadar Avrupa'da altyapı yatırım ihtiyaçlarının 2 trilyon €'ya ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Proje Tahvili Girişiminin özel sektörün yer aldığı ulaştırma, enerji ve telekomünikasyon altyapı yatırımlarında uygulanması öngörülmüştür. 2012 yılında pilot uygulamanın başlatılması beklenen girişimin 2014'te hayata geçirilmesi planlanmaktadır. Söz konusu proje ile özellikle finansal krizle birlikte ilgili sigorta şirketlerinin (monoline bond insurance company) batması ya da azalmasının ardından, kredi notları yeterli seviyede olmayan altyapı tahvillerine olan talebin

Avrupa Proje Tahvili Girişimi



Kaynak: Avrupa Yatırım Bankası

artırılması amaçlanmıştır.

Girişim kapsamındaki projelere aşağıdaki koşullarda finansman desteği sağlanacaktır.

Sermaye: Altyapı şirketinin projeye başlamak için ortaya koyduğu sermayenin proje maliyetinin en az %20'si kadar olması istenmektedir. Bu sermaye içinde şirketin özel bir bankadan aldığı kredi de bulunabilmektedir.

Avrupa Yatırım Bankası: Avrupa Yatırım Bankası'nın altyapı projeleri için kredi vermesi öngörülmüştür. Bankanın verdiği kredi, toplam maliyetlerin en fazla %20'si kadardır. Bankanın bu girişimdeki altyapı projelerine vereceği toplam kredi de sınırlandırılmıştır. Hangi projenin bu kapsama alınacağı da yine Banka tarafından belirlenecektir.

Tahvil: Projenin en önemli finansman kaynağı şirketin tahvil ihracından elde edeceği tutardır. Altyapı projesini yürüten şirket, farklı vade ve getirilere sahip proje tahvilleri çıkarmaktadır. İhraç edilecek tahvillerin minimum A kredi notuna sahip olması gerekir.

Bu tahvillerin daha çok kurumsal yatırımcılara pazarlanması beklenmektedir. Söz konusu projenin; hem yüksek kredi notuna sahip bir menkul kıymete yatırım imkanı sunması, hem de Avrupa Yatırım Ban-

kasının proje denetiminde yer alması ile kurumsal yatırımcıların ilgisini çekeceği düşünülmüştür.

C. Altyapı Yatırımların Finansmanında Özel Sektör

Daha önce değinildiği gibi, son yıllarda özel sektör altyapı projelerinde daha sık yer almaya başlamıştır. Yüksek tutarlı yatırım gerektiren altyapı projelerinde yer alan şirketler banka kredilerinin yanı sıra, daha uzun vadeli finansman olanağı sunan sermaye piyasasından yararlanmaktadır.

Altyapı yatırımlarını ikiye ayırmak mümkündür. "Fırsatçı" olarak tanımlanan yüksek riskli altyapı yatırımları, genellikle yeni yapım aşamasında olan yatırımları kapsamaktadır. Bu tip yatırımlar, ekonomik risklerin yanı sıra politik ve düzenleyici risklere maruzdur. Örneğin ilk defa kurulacak olan yenilenebilir enerji üreten tesislere yapılan yatırımlar bu yatırımlara örnek verilebilir.

"Çekirdek" (core) olarak tanımlanan ikinci grup altyapı yatırımları ise daha çok faaliyette olan yatırımları ifade eder. Şirketler faaliyette olan bir altyapı varlığının bakım, onarım ya da operasyon aşamasında (ör: köprü) yer alabilir. Bu yatırımlar nispeten az risklidir.

Altyapı projelerini gerçekleştiren şirketler farklı şekillerde sermaye piyasasından fon sağlayabilirler.

1. Tahvil

Tahvil ihraçları en yaygın olarak kullanılan finansman yöntemlerindendir. Özellikle 1990'lı yıllarda İngiltere'de başlayan ve diğer ülkelerde görülmeye başlayan kamu-özel sektör işbirliği (PPP) uygulamalarında tahvil ihracı önemli bir finansman kaynağı olmuştur. Örneğin 1990-2009 döneminde İngiltere'de PPP projelerinde 300 milyon £ ve daha fazla maliyetteki 12 hastane projesinin 10'unda, özel sektör tahvil ihraç ederek finansman sağlamıştır.

Kamu-özel sektör işbirliğindeki projelerde ihraç edilen tahviller genellikle emeklilik şirketleri, hayat sigortası şirketleri ve portföy yönetim şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. İhraç edilen tahvillerin kredi notu yatırımcılar nezdinde önemli bir kriter olduğu için, sigorta şirketle-



rinin (monoline bond insurance companies) garantisi alınmaktadır. Bu tahviller son yıllarda banka ve devlet yatırım fonlarının da tercih ettiği yatırım araçlarının arasındadır.

Altyapı şirketlerine verilen kredileri dayanak alan yapılandırılmış tahviller de ihraç edilebilmektedir. Örneğin İngiltere’de altyapı projeleri için verilen banka kredileri bir havuzda toplanıp, bu havuzdaki varlıkları dayanak alan tahviller yatırımcılara sunulmaktadır.

Son yıllarda altyapı yatırımlarında özel sektörün sıkça yer aldığı Hindistan örneği ele alındığında, ilk altyapı tahvillerinin kamu bankaları tarafından 2000 yılında ihraç edildiği görülmektedir. Bu tahvillerin kupon ödemeleri sabittir. Altyapı tahvil yatırımlarını teşvik etmek için belirli bir limite kadar bu yatırımlardan elde edilen gelirler vergiden muaf tutulmuştur. Devam eden dönemlerde banka dışı şirketler de altyapı tahvilleri ihraç etmeye başlamıştır. Gitgide yaygınlaşan bu tahviller enflasyona endeksli olarak da çıkarılmaya başlamıştır.

2. Hisse Senedi

Altyapı şirketleri doğrudan halka arz olarak hisse senedi ihraç edebilir. Bu şirketler borsaya kote olarak finansman sağlayabilmektedir.

3. Yatırım Ortaklıkları

Altyapı projelerinde şirketlerin yanı sıra yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım araçları da doğrudan fon sağlayabilmektedir. Çeşitli borsalarda işlem gören yatırım ortaklıkları, ihraç ettikleri paylardan elde ettikleri sermayeyi altyapı projelerine aktarabilmektedir. Avustralya ve Hong Kong borsalarında işlem gören altyapı yatırım fonları bulunmaktadır. Türkiye’de 2009 yılında mevzuatta altyapı gayrimenkul yatırım ortaklıkları tanımlanmıştır. Ancak henüz borsada işlem gören altyapı yatırım ortaklığı yoktur.

Bununla birlikte, gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO) altyapı projelerine finansman sağlayabilmektedir. Örneğin son yıllarda ABD’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kamu-özel sektör işbirliğinde yer almaya başladığı görülmektedir. Çeşitli vergi avantajlarının bulunduğu GYO’lar kurumsal yatırımcıların yanı sıra bireysel yatırımcılar tarafından da tercih edilebilmektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları hakkında detaylı bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem dergisinin Eylül 2011 tarihli sayısından ulaşabilirsiniz.

4. Altyapı Yatırım Fonları

Yatırım fonları, altyapı projelerine finansman sağlayabilmektedir. Bu fonların yatırımcıları ise emeklilik yatırım fonu, sigorta şirketi ve banka gibi genellikle daha büyük yatırımcılardır.

Altyapı yatırım fonlarını iki şekilde değerlendirmek mümkündür: Kote fonlar ve kote olmayan fonlar.

Kote ve Kote Olmayan Altyapı Yatırım Fonları		
	Kote Olmayan Fonlar	Kote Fonlar
Minimum Yatırım	Çok yüksek	Düşük
Likidite	Çok düşük	Yüksek
Volatilité	Düşük	Yüksek
Özsermaye/Borç Oranı	Daha yüksek	Daha düşük
Şeffaflık	Daha düşük	Daha yüksek
Portföy Çeşitliliği	Daha düşük	Daha yüksek
Değiştirme Maliyeti	Yüksek	Düşük

Kaynak: CFS Portföy Yönetim Şirketi

Kote fonlar, herhangi bir borsada işlem gören altyapı şirket/tahvil ya da fonlarına yatırım yapan fonları ifade etmektedir. Kote fonların kendisi herhangi bir borsaya kote değildir.

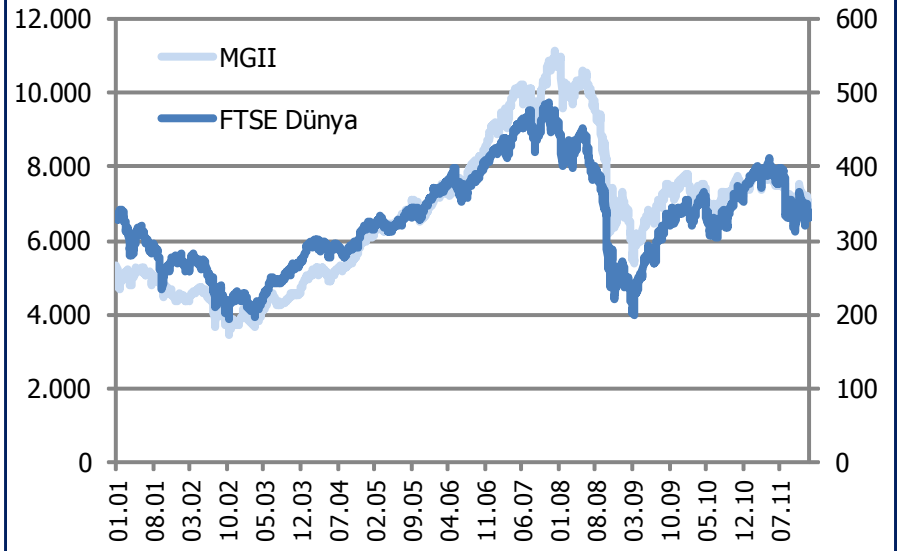
Kote olmayan fonlar ise, halka açık olmayan altyapı şirketi veya fonlara ortak olarak doğrudan finansman sağlamaktadır. Kote olmayan fonlar, yeni bir tesisin kurulması gibi yapım aşamasındaki altyapı projelerine "fırsatçı" yaklaşımla yatırım yapmaktadır. Bu nedenle kote olmayan fonların yatırımcıları genellikle başlangıçta yüksek tutarlı sermaye aktarımı yapmak durumunda olup, bu fonlar uzun vadeli yatırımcılar için daha uygundur.

Kote fonların portföyleri borsadaki hareketlerden etkilendikleri için kote olmayan fonlara göre daha değişkendir. Bu nedenle, kısa vadeli kazanç sağlama potansiyeli oluşabilmektedir. Kote olmayan fonlarda ise altyapı varlıklarının değeri genellikle 6 ayda bir değerlendirildiği için bu fonların volatilitesi düşüktür. Kote olmayan fonların likiditesi daha azdır. Bu fonlar genellikle uzun vadeli perspektife sahip büyük kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

Borsadaki şirketlere/fonlara yatırım yapıldığı için şeffaflık kote fonlarda daha fazla iken, bu fonlar portföylerindeki yatırımları daha kolay değiştirebilir ve portföy çeşitliliğini artırabilir.

Bu sınıflandırmanın yanı sıra, altyapı yatırım fonları, yatırım yaptıkları finansal ürünlere göre çeşitli gruplara ayrılmaktadır. Kamu-özel sektör işbirliği tahvilleri gibi altyapı borçlanma araçlarına yatırım yapan "altyapı borçlanma yatırım fonları" ya da altyapı şirket hisselerine yatırım yapan "altyapı hisse yatırım fonları" şeklinde sınıflandırılmaları gerekmektedir. Söz konusu sınıflandırmalar bazı ülkelerde düzenlemelerle belirlenebilmektedir. Örneğin Hindistan'da ilgili mevzuata göre altyapı borçlanma yatırım fonlarının portföylerinin minimum %90'ı altyapı tahvili ve altyapı tahvillerine dayalı borçlanma aracını kapsaması gerekir.

FTSE Dünya ve Macquarie Altyapı Endeksi



Kaynak: Bloomberg

Avustralyalı yatırım fonları, dünyanın önde gelen altyapı kurumsal yatırımcılarından. Macquarie Fund's Group, Colonial First State Global Asset Management, AMP Capital gibi büyük kurum ve kurumsal yatırımcılar, sadece Avustralya'daki değil, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde bir çok altyapı projelerinde yer almaktadır. Kurumların farklı bölgelerde ofisleri bulunmaktadır. Örneğin en büyük altyapı fonu olan Macquarie Funds Group'un 21 ülkede 1.500'e yakın çalışanı vardır.

Altyapı projelerinde özel sektörün payının giderek büyümesi ve sermaye piyasasına katılımının artmasına paralel olarak, global endeks şirketleri gösterge niteliğinde endeksler oluşturmaya başlamıştır. 2005 yılında altyapı yatırımları ile öne çıkan yatırım bankası Macquarie Grup ile FTSE işbirliğinde borsalarda kote olan altyapı şirketlerine yönelik bir endeks hesaplanmaya başlamıştır. Benzer şekilde, 2006 yılında S&P ve Dow Jones endeks şirketleri de altyapı endeksi hesaplamaya başlamıştır.

Söz konusu endekslere dayalı borsa yatırım fonları Avustralya Borsası ya da Hong Kong Borsası gibi çeşitli borsalarda işlem görmektedir. Borsa yatırım fonları, altyapı varlıklarına yatırım yapmak isteyen bireysel yatırımcıların tercih edebileceği finansal ürünlerdendir.

Global bazda tüm altyapı şirketlerini kapsayan en-

dekslerin yanı sıra bu endeks sınıflarının bir alt grubu olarak belirli bölgeleri, gelişmiş/gelişmekte olan ülkeleri, belirli sektörleri, ekonomik/sosyal altyapı varlıklarına olan yatırımları kapsayan endeksler hesaplanmaktadır. Varlıkların risk durumuna göre (çekirdek ya da fırsatçı) ya da şeriat prensiplerine uygunluğuna göre de ayrımlar yapılmıştır.

D. Altyapı Yatırımları Piyasa Büyüklüğü

Yüksek meblağlarda sermaye gerektiren ve özel sektör tarafından finanse edilen altyapı yatırımlarına ilişkin toplam bir büyüklük vermek pek mümkün değildir. Bu yatırımlarla ilgili çeşitli kurumların tahminleri yol gösterici olabilir. Örneğin, altyapı yatırımlarında uzmanlaşmış Deutsche Bank'ın iştiraki bir portföy yönetim şirketi olan RREEF'in tahminlerine göre 2011 yılında Avrupa'da devam eden/başlayacak olan altyapı projelerine 7-8 trilyon \$, tüm dünyadakilere ise 28-30 trilyon \$ harcama yapıldığı tahmin edilmektedir. Bu yatırımlar hem özel hem de kamu sektörünün harcamalarını kapsamaktadır.

Bu yatırımların ne kadarının sermaye piyasası ile finanse edildiğine yönelik halka açık bir veri seti bulunmamaktadır. Yine de kurumların tahminlerinden yararlanılabilir. Avrupa Yatırım Bankasının tahminlerine göre 2000 yılından itibaren 2011 Nisan ayına kadar Avrupa'da altyapı yatırımlarının finansmanında sermaye piyasasından 100 milyar €'luk (145 mil-

yar \$) fon aktarılmıştır.

Bununla birlikte borsalarda işlem gören altyapı şirketlerine ilişkin veriler için bu şirketleri kapsayan endekslere bakılabilir. Buna göre örneğin S&P Global Altyapı Endeksinde yer alan 19 ülkeden 75 altyapı şirketinin piyasa değeri 2012 Ocak sonu itibarıyla 754 milyar \$'dır. Gelişmekte olan ülkelerdeki altyapı şirketlerini kapsayan S&P Gelişen Piyasa Altyapı Endeksindeki piyasa değeri de 82 milyar \$'dır. Bununla birlikte, S&P Gelişen Piyasa Altyapı Endeksinde yer alan şirket sayısı 2011'de çok hızlı artmış ve 30 olmuştur.

Diğer bir altyapı endeksi olan FTSE Macquarie Altyapı endeksi, FTSE Dünya hisse senedi endeksi ile karşılaştırıldığında, ikisinin de paralel hareket ettiği görülmektedir. 2008 yılında yaşanan finansal krizle beraber endekslerde gerileme yaşanmış, 2009 yılında iki endeks de beraber yükselmiştir.

Sermaye piyasası dışında altyapı piyasasına yapılan yatırımlara ilişkin sağlıklı bir veriye de ulaşmak güçtür. Yine de bu konuda araştırmalar yapan uluslararası kurumların verilerine bakmak faydalı olacaktır.

PEI medya yayın grubunun bünyesindeki Infrastructure Investor adlı dergi en fazla altyapı yatırımı yapan şirketleri/fonları açıklamaktadır. Grup, firmalara 2006 başından itibaren son 5 yılda ne kadar doğrudan altyapı yatırımı yaptıklarını sormuş, bu cevaplara göre firmaları sıralandırmıştır. Çalışma, fi-



Altyapı Yatırımlarında İlk 30 Firma- 2011 (milyar \$)			
Sıra	Kurum adı	5 Yıllık Altyapı Yatırımları	2010'a Göre Sıralamadaki Durumu
1	Macquarie Group	31.83	=
2	Goldman Sachs	10.72	=
3	Canada Pension Plan Investment Board	9.97	↑
4	Ferrovial	9.42	↑
5	APG Asset Management	7.43	↑
6	Alinda Capital Partners	7.10	↓
7	Energy Capital Partners	7.04	↑
8	Brookfield Asset Management	6.26	↓
9	QIC	6.24	↑
10	La Caisse de dépôt et pl. du Québec	5.92	↓
11	OTPP	5.81	↓
12	GIC Special Investments	5.74	↑
13	Global Infrastructure Partners	5.64	↓
14	OMERS	5.49	↓
15	Industry Funds Management	5.35	↓
16	ArcLight Capital Partners	4.85	↑
17	JPMorgan	4.40	↑
18	Highstar Capital	4.25	↓
19	Morgan Stanley	4.00	↓
20	RREEF Alternative Investments	3.98	↓
21	Arcus Infrastructure Partners	3.81	↓
22	SteelRiver Infrastructure Partners	3.73	↑
23	Future Fund	3.60	↑
24	British Columbia Investment Man. Co.	3.53	↓
25	Citi Infrastructure Investors	3.40	↓
26	Energy Investors Funds	2.85	↑
27	AXA Private Equity	2.80	↑
28	Alberta Investment Man. Co.	2.70	↑
29	Australian Super	2.66	↓
30	3i Group	2.63	↓
Toplam		183.15	

Kaynak: Infrastructure Investor

dolaylı da olsa sermaye piyasası ile finanse edildiğine işaret etmektedir.

Altyapı projelerine en fazla yatırım yapan 30 firma son 5 yılda 183 milyar \$ tutarında yatırım yapmıştır. Altyapı yatırımlarına bağımsız yatırım fonları 54,9 milyar \$'lık, yatırım bankaları ve banka kökenli yatırım fonları ise 54,3 milyar \$'lık kaynak yaratmıştır. Emeklilik yatırım fonlarının son 5 yılda yapıkları altyapı yatırımları ise 50 milyar \$ civarındadır.

Avustralyalı Macquarie Grup 31,8 milyar \$'lık altyapı yatırımı ile ilk sırada, ABD'li yatırım bankası Goldman Sachs ise 10,7 milyar \$ ile ikinci sırada yer almaktadır. Bununla birlikte, 2011 yılında emeklilik yatırım fonlarının altyapı yatırımlarına katılımındaki artış dikkat çekmiştir. Nitekim 2010'da aynı sıralamada 11. sırada yer alan Kanadalı emeklilik yatırım fonu 3. sıraya, 2010'da ilk 30 sırada yer almayan Hollandalı APG portföy yönetim şirketi de 5. sıraya geçmiştir.

ziksel 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.

Çalışmaya göre son 5 yılda altyapı projesine en fazla yatırım yapan 30 kurum genellikle büyük portföy yönetim şirketleri ile emeklilik yatırım fonlarıdır. Bu bir anlamda altyapı projelerinin önemli bir kısmının

Çalışmada "altyapı geliştiricileri" olarak tanımlanan ve altyapı projelerini yürüten altyapı şirketlerinin paylarının gerilediği belirtilmiştir. Bu şirketlerden sadece İspanyalı Ferrovial 9,4 milyar \$'lık yatırım ile 4. sırada yer almıştır.

III. GENEL DEĞERLENDİRME

Toplumsal refah seviyesini yükselten ve ekonomik kalkınmayı destekleyen altyapı yatırımları yüksek maliyetli ve sermaye yoğun yatırımlardır. 1980'li yıllara kadar altyapı yatırımlarının önemli bir kısmı



kamu kaynakları ile finanse edilmiştir. Ancak artan ihtiyaca paralel olarak kamu kaynakları yetersiz kalmaya başlamıştır. Özelleştirme ve kamu-özel sektör işbirlikleri ile özel sektör, altyapı yatırımlarında yer almıştır.

OECD'nin tahminlerine göre 2030 yılına kadar tüm dünyada altyapı yatırım ihtiyacı 50 trilyon \$'a ulaşacaktır. Yüksek maliyetleri olan altyapı projelerinin finansmanı için yeni bir kaynak olarak sermaye piyasası kullanılmaya başlanmış, bu yatırımlar özellikle uluslararası banka ve kurumsal yatırımcılar gibi büyük piyasa oyuncularını için alternatif bir alan olmuştur.

Kamu ya da özel şirketler altyapı tahvili ihraç ederek gerekli finansmanı sağlayabilmektedir. Şirketlerin tahvil ihracında vergi teşvikleri olabilir. Tahvilin kupon ödemesi genellikle altyapı varlığından (ör: köp-

rü yapımı) elde edilen gelirle finanse edilmektedir. Şirketler doğrudan halka arz olarak ya da yatırım ortaklığı kurarak da geniş bir yatırım tabanından kaynak sağlayabilmektedir. Altyapı projelerinde kullandırılan kredilerin bir havuzda toplanarak menkul kıymetleştirilmesiyle de tahvil ihraç edilmektedir.

Henüz gelişmekte olan ve yüksek yatırımlar isteyen bu piyasada genellikle büyük yatırım fonları, banka ve portföy yönetim şirketleri gibi kurumlar aktiftir. Özellikle uzun vadeli yükümlülükleri bulunan emeklilik yatırım fonları da altyapı yatırımlarını artırmıştır. Yatırımcılar altyapı şirketlerinin ihraç ettiği hisse senetlerini ya da altyapı yatırım fonlarının paylarını alarak bu piyasaya dahil olabilmektedir. Hindistan'da olduğu gibi, vergi teşviklerinin bulunduğu ülkelerde altyapı tahvilleri bireysel yatırımcılar tarafından da tercih edilmektedir.

Yatırım fonları borsada kote olan altyapı şirket veya altyapı yatırım fonlarına yatırım yapabildiği gibi, bir altyapı projesine doğrudan yatırım yapabilir. Risk veya girişim sermayelerine benzer şekilde işleyen bu yatırımlarda fonlar, halka açık olmayan şirketlere ortak olmaktadır. Giriş maliyetleri yüksek olan bu fonlar uzun vadeli yatırım yapan kurum ve fonlar için daha uygundur.

Altyapı yatırımlarının ne kadarının sermaye piyasası ile finanse edildiğine ilişkin toplu bir veri bulmak pek mümkün değildir. Ancak kote olan şirket ya da fonlara yapılan yatırımlara ilişkin tahminler bulunmaktadır. Uluslararası endeks şirketleri, gittikçe popülerleşen bu yatırımlara yönelik endeksler hesaplamaya başlamıştır. Bu endekslere bakılarak kote altyapı şirketlerine ilişkin genel bir bilgi edinilebilir. Endeks şirketi S&P'nin Global Altyapı Endeksinde yer alan 19 ülkeden 75 şirketin piyasa değeri Ocak 2012 itibarıyla 753 milyar \$'dır. Bu endeksleri dayanak alan borsa yatırım fonları da yatırımcıların ilgisine sunulmuştur.

Infrastructure Investor dergisi en fazla doğrudan altyapı yatırımı yapan şirketleri/fonları açıklamaktadır. Buna göre, son 5 yılda altyapı projesine en fazla yatırım yapan 30 kurum genellikle büyük portföy yönetim şirketleri ve emeklilik yatırım fonlarıdır. Bu bir anlamda altyapı projelerinin önemli bir kısmının dolaylı da olsa sermaye piyasası ile finanse edildi-

ğine işaret etmektedir. En fazla yatırım yapan 30 kurum arasındaki yatırım fonları, yatırım bankaları ve emeklilik yatırım fonlarının son 5 yıldaki altyapı yatırımları 160 milyar \$ civarındadır.

KAYNAKÇA

Asian Infrastructure Market, RREEF Research, Şubat 2009

Case for Global Listed Infrastructure, Colonial First State Global Asset Management, Haziran 2010

Capital Markets in PPP Financing, European PPP Expertise Center, Mart 2010

European Infrastructure Update 2010, RREEF Research, Haziran 2010

Infrastructure 2011: A Strategic Priority, Jonathan D. Miller, Ernst & Young

Infrastructure Finance Reform, Avustralya Altyapı Konseyi, Haziran 2011

Infrastructure Research Paper, A Guide to Infrastructure Investments, Colonial First State Global Asset Management, Eylül 2006

Infrastructure to 2030, OECD, 2007

Kamu-Özel Sektör İşbirliği Yöntemleri, Efsun Değertekin, Sermaye Piyasasında Gündem, TSPAKB, Mart 2010

Outlook for Global Infrastructure, UBS, Ekim 2009

Pension Fund Investment in Infrastructure, George Inderst, OECD, Ocak 2009

Pension Fund Investment in Infrastructure, Larry W. Beeferman, Harvard Law School, Aralık 2008

Private Participation in Infrastructure, Hindistan Altyapı ve Planlama Komisyonu, Ocak 2010

REITs and Infrastructure Projects, Deloitte, 2010

The Wave of the Future: Capital Markets Financing for Infrastructure Projects, Philippe Valahu, Multilateral Guarantee Agency

Unlisted Infrastructure: A Proven Performer, Colonial First State Global Asset Management, Ağustos 2010

Veriler

Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2009	2010	2011	%Δ
TL Mevduat	305.201	380.517	417.299	9,7%
DTH	139.334	144.790	180.689	24,8%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	26.625	33.695	39.672	17,7%
DiBS	64.761	61.199	67.537	10,4%
Eurobond	5.237	5.302	6.437	21,4%
Yatırım Fonları	29.606	30.980	26.605	-14,1%
Repo	1.383	1.501	1.355	-9,7%
Emeklilik Yatırım Fonları	9.105	12.018	14.309	19,1%
Hisse Senedi	39.756	56.048	53.072	-5,3%
Toplam	621.008	726.050	806.975	11,1%

Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2009	2010	2011	%Δ
Hisse Senedi	81.405	109.679	86.096	-21,5%
DiBS	30.308	49.172	67.530	37,3%
Eurobond	1.209	1.715	767	-55,3%
Mevduat	11.402	13.353	24.969	87,0%
Toplam	124.324	173.919	179.362	3,1%

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
Milyon TL	2010	2011	27/04/2012	%Δ
Toplam Piyasa Değeri	472.553	381.265	457.011	19,9%
Saklamadaki Hisse Senetleri	165.727	139.970	167.754	19,8%
Fiili Dolaşımdaki Payların Piyasa Değeri	119.310	96.810	115.313	19,1%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	25,2%	25,3%	25,2%	A.D.

Menkul Kıymet Sayısı				
	2010	2011	27/04/2012	%Δ
Şirket*	263	263	264	0,4%
Diğer Şirket**	44	74	78	5,4%
Borsa Yatırım Fonu + Menkul Kıymet Yat. Ort.	43	38	38	0,0%
Varant	22	175	153	-12,6%

*Ulusal Pazar, GYO ve Girişim Sermayesi

**İkinci Ulusal Pazar, Gözaltı Pazarı ve GİP

İMKB İşlem Hacimleri*				
Milyar TL	2010	2011	2012/03	%Δ
Hisse Senedi Piyasası	1.271	1.390	329	A.D.
Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)	-	1	1	A.D.
Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı	1.368	1.699	406	A.D.
Aracı Kurum	141	127	24	A.D.
Banka	1.227	1.572	383	A.D.
TCMB+Takasbank	0	0	0	A.D.
Repo-Ters Repo Pazarı	6.413	7.698	3.698	A.D.
Aracı Kurum	1.065	1.129	363	A.D.
Banka	5.125	6.513	3.334	A.D.
TCMB+Takasbank	223	57	2	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.

VOB Verileri*				
Milyar TL	2010	2011	2012/03	%Δ
İşlem Hacmi	863	880	220	A.D.
Aracı Kurum	749	747	191	A.D.
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi	1	3	0	A.D.
Banka	114	129	29	A.D.
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)	64	74	19	A.D.
Açık Pozisyon (Adet)	181.738	266.101	322.868	21,3%

*:Alım-Satım Toplamıdır.

Birincil Halka Arzlar				
Milyon TL	2010	2011	27/04/2012	%Δ
Şirket Sayısı (GİP dahil)	16	24	6	A.D.
Şirket Halka Arz Tutarı	1.441	1.008	162	A.D.
Yatırım Ortaklığı Sayısı (GYO ve Girişim Ser. dahil)	6	3	1	A.D.
Yatırım Ortaklığı Halka Arz Tutarı	1.669	322	98	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Sayısı	3	0	0	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Halka Arz Tutarı	16	0	0	A.D.
Toplam Halka Arz Tutarı	3.126	1.329	260	A.D.

Halka Açık Şirket Kârlılığı				
Milyon TL	2008	2009	2010	%Δ
Kâr Eden Şirket Sayısı	178	221	247	11,8%
Zarar Eden Şirket Sayısı	140	94	91	-3,2%
Kâr Edenlerin Toplam Kârı	25.805	31.184	38.243	22,6%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı	-3.454	-1.666	-1.134	-31,9%
Toplam Kâr/Zarar	22.351	29.518	37.109	25,7%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü Milyon TL	2010	2011	27/04/2012	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	1.469	1.407	1.451	3,2%
B Tipi Yatırım Fonları	29.171	25.388	25.604	0,8%
Emeklilik Yatırım Fonları	12.008	14.308	16.229	13,4%
Borsa Yatırım Fonları	257	287	355	23,8%
Yatırım Ortaklıkları	563	510	696	36,6%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	10.779	10.830	13.178	21,7%
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	187	724	695	-4,0%
Toplam	54.434	53.455	58.210	8,9%
Kurumsal Yatırımcı/GSYH	4,9%	4,4%	4,5%	A.D.

Yatırımcı Sayısı	2010	2011	2012/03	%Δ
Hisse Senedi Yatırımcı Sayısı	1.043.135	1.097.786	1.089.532	-0,8%
Yatırım Fonu Yatırımcı Sayısı	2.980.212	2.961.206	2.832.433	-4,3%
Özel Sektör Borçlanma Aracı Yatırımcı Sayısı	4.903	118.629	188.725	59,1%
Varant Yatırımcı Sayısı	1.432	2.457	2.212	-10,0%
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Yatırımcı Sayısı	-	34	58	70,6%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri Milyon \$	2010	2011	2012/03	%Δ
Hisse Senedi Saklama Bakiyesi	71.332	46.005	60.143	30,7%
Saklamadaki Payı	66%	62%	63%	1,1%
Hisse Senedi İşlem Hacmi	133.155	132.113	34.244	A.D.
İşlem Hacmi Payı	16%	16%	19%	A.D.
Net Hisse Senedi Yatırımı	2.105	-2.011	2.567	A.D.

TSPAKB Üyeleri	2010	2011	27/04/2012	%Δ
Aracı Kurum Sayısı	103	101	101	0,0%
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi Sayısı	1	1	1	0,0%
Banka Sayısı	41	40	40	0,0%
Toplam	145	142	142	0,0%

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler Milyon TL	2009	2010	2011/09	%Δ
Dönen Varlıklar	5.287	6.708	8.803	31,2%
Duran Varlıklar	685	766	770	0,5%
Aktif Toplam	5.972	7.474	9.574	28,1%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.771	5.006	6.859	37,0%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	48	43	49	13,2%
Özkaynaklar	2.153	2.425	2.666	9,9%
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	5.972	7.474	9.574	28,1%
Net Komisyon Gelirleri	572	716	570	A.D.
Faaliyet Kârı/Zararı	187	262	285	A.D.
Net Kâr	317	367	367	A.D.
Personel Sayısı	4.715	4.948	5.092	2,9%
Şubeler	157	161	160	-0,6%
İrtibat Bürosu	39	46	58	26,1%
Acente Şubeleri	5.873	6.347	6.519	2,7%

İMKB-100 Endeksi ve Hisse Senedi Piyasası	2010	2011	27/04/2012	%Δ
İMKB-100	66.004	51.267	60.597	18,2%
İMKB-100 (En Yüksek)	71.543	70.702	63.285	-10,5%
İMKB-100 (En Düşük)	48.739	49.622	49.837	0,4%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon TL)	2.543	2.747	2.597	-5,5%

Yurtdışı Borsa Endeksleri	2010	2011	27/04/2012	%Δ
ABD Nasdaq 100	2.218	2.278	2.741	20,3%
ABD S&P 500	1.258	1.258	1.403	11,6%
Almanya DAX	6.914	5.898	6.801	15,3%
Brezilya Bovespa	69.305	56.754	62.494	10,1%
Çin Shanghai Bileşik	2.808	2.199	2.396	9,0%
Fransa CAC 40	3.867	3.160	3.266	3,4%
Güney Afrika FTSE/JSE	32.119	31.986	34.251	7,1%
Hindistan BSE Sens	20.509	15.455	17.134	10,9%
Hong Kong Hang Seng	23.035	18.434	21.011	14,0%
İngiltere FTSE 100	5.900	5.572	5.777	3,7%
Japonya Nikkei 225	10.229	8.455	9.521	12,6%
Meksika IPC	38.551	37.078	39.324	6,1%
Rusya RTS	1.770	1.382	1.594	15,4%

A.D.: Anlamı değil

Haftalık olarak güncellenen Sermaye Piyasası Özet Verileri Tablosuna www.tspakb.org.tr adresindeki internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

Kaynak: Financial Times, Garanti Yatırım, İMKB, Kalkınma Bakanlığı, MKK, Rasyonet, SPK, TCMB, TSPAKB, TÜİK, VOB

