

Yan Oda — The Playbook

Köprüden Fon'a: Türkiye'nin üçüncü tur el değiştirmesi, 2004'te teklif edilen model ve av köşkünün yeri

HAZIRLAYAN: MEHMET NARİN / VMG

EYLÜL 2026 · DAHİLİ & MÜTTEFİK KULLANIMI

EK A–C: 2004 ÖİB VE TMSF BELGELERİ

00 ÖZET

5 Eylül 2026 tarihli 11750 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı, iki Boğaz köprüsü ile sekiz otoyolun işletme hakkını 30 yıllığına, mülkiyet devri olmaksızın ve "gelir ortaklığı" dâhil yöntemlerle özelleştirme programına aldı. Bu, 2004'te Farallon, Perry ve Hellman & Friedman adına Özelleştirme İdaresi'ne sunduğumuz yapının — SPV, işletme hakkı devri, gelir paylaşımı, mülkiyet devlette — 22 yıl sonra devletin kendi kararnamesinde yeniden ortaya çıkmasıdır. Aynı mektupta ilk sırada saydığımız varlık köprü ve otoyollardı; listenin geri kalanı o günden bu yana satıldı, tek kalan buydu.

Bu not, o kıvılcımdan bir çalışma modeli çıkarır. Tezimiz şudur: Türkiye, kamu varlıklarının özelleştirilip kaldırıldığı, strese girip devlete geri döndüğü ve yeniden el değiştirdiği tekrarlayan bir döngü işletir. Değer, mülkiyette değil, el değiştirme anında oluşur ve el değiştirme anında kaçır. Oaktree ve Brookfield bu anın yatırımcısıdır; VMG'nin işi o anda masada oturmaktır. Bu masaya ilk kez 2004'te oturduk — Özelleştirme İdaresi'ne teklifle, TMSF ile imzayla. Belgeleri ektedir.

BEŞ CÜMLEDE PLAYBOOK

- Kıvılcım:** 2004 SPV modeli ile 2026 kararnamesi aynı yapıyı tarif ediyor; aynı yıl aynı yapıyı TMSF ile imzaladık — iki belge elimizde.
- Kanıt:** 2004 listesindeki varlıklarda değer, alıcının fiyatlama ve zamanlamayı doğru yaptığı ikinci elde oluştu (Mey $\times 7$, Mersin $\times 2,9$, Tüpraş $\times 2$). 2004 AMC modelinin iddiası tam olarak buydu.
- Döngü:** 2001 krizinin envanteri TMSF'deydi ve 2004'te AMC yapısı o envanter için imzalandı; Türk Telekom vakası — 6,55 mlr \$'a sat, ~1,65 mlr \$'a geri al — aynı döngünün ikinci turudur; TVF bugün üçüncü turun envanterini tutuyor, operatörü yok.
- Fırsat:** Üç tanımlı ticket — köprü/otoyol imtiyazı (Brookfield), TVF varlık-yönetim ortaklığı (Oaktree), kurumsal köprü kredisi (Oaktree).
- Kurum:** Ankara'da, Maliye'ye komşu bir "av köşkü": ön bahçesi özel sektöre, arka bahçesi kamuya bakar; yapı yan odada biter, büyük odaya bitmiş girer.

01 FIRSAT — ÜÇ HAT, TEK İLK VARLIK

HAT	VARLIK	ENSTRÜMAN VE BÜYÜKLÜK	KARŞI TARAF
LANE C Brookfield	Köprü ve otoyollar — 2 köprü, 8 otoyol, 2 çevre otoyolu; 30 yıl; mülkiyet devlette	İşletme hakkı devri ve/veya gelir ortaklığı; ~600M \$/yıl brüt gelir tabanı; 2013 referansı 5,72 mlr \$ (25 yıl); aralık için bkz. Bölüm 02	ÖİB, KGM, Hazine ve Maliye
LANE B Oaktree	TVF portföyü — 12,7 trilyon TL varlık, 2 trilyon TL özkaynak, 32 şirket, 188.631 çalışan: Türk Telekom, THY, kamu bankaları, Borsa İstanbul, Eti Maden	AMC tipi değer-yönetim ortaklığı; azınlık pay + yönetim hakkı + taban değer üzerinde teşvik ücreti; varlık başına 100–500M \$. İskelet, Aralık 2004'te TMSF ile imzalanan yapının aynısıdır (%80/%20, kademeli kâr paylaşımı, kurulda kamu temsili)	TVF Yönetim Kurulu; VMA rapor serisinin muhatabı
LANE A Oaktree	Kurumsal köprü/kurtarma kredisi — büyük, çözücü, likidite sıkışmış gruplar (Zorlu simülasyonu)	Hisse rehinli kıdemli/yapılandırılmış kredi; 50–300M \$; varlık monetizasyonu ile çıkış	Grup sahipleri, kamu bankaları (Stage-2 kredi)
LANE A' Oaktree	Eksoz olmuş PE/VC portföyleri — 2007–2014 vintage fonlar, çıkışsız, ömrü uzatılmış; USD NAV / TL nakit	GP-led secondary, continuation vehicle, preferred equity veya portföy borcu alımı; NAV'a iskonto; 50–200M \$. Filtre: "piyasa yok" ile "varlık kötü" ayrıştırılır	GP'ler; DFI LP'ler (EBRD, IFC, EIF)

Kapsam dışı (Desk Note No. 1'deki ayrımla): kayyum atanmış şirketler ve TMSF'nin terör gerekçesiyle el koyduğu varlıklar — ihtilaflı mülkiyet ve LP mandat riski nedeniyle hiçbir hatta dâhil edilmez. Temiz sermayenin bu ihalelere gelmemesi bilgidir, gürültü değil.

02 İLK VARLIK — KÖPRÜLER VE OTOYOLLAR

Devletin satmadığı tek varlık geliri üçe katladı ve şimdi masada. 2004 formülü 2026 rakamlarıyla: 600M \$ × 30 yıl = 18 mlr \$ nominal brüt gelir. Bu rakam brüt gelirdir, kâr değil; bir imtiyaz bedelinin nerede oturacağını iskonto ve işletme maliyeti belirler:

VARSAYIM (BRÜT GELİR 600M \$/YIL, 30 YIL)	BUGÜNKÜ DEĞER	NOT
%10 iskonto, büyüme yok	~5,7 mlr \$	2013 teklifi (5,72 mlr \$, 25 yıl) bu sokakta
%10 iskonto, %3 gelir büyümesi	~7,4 mlr \$	2004'te teklif edilen 8 mlr \$ ile aynı sokak
%8 iskonto, %3 büyüme	~9,6 mlr \$	Yatırım-yapılabilir kur/garanti çerçevesi olursa
%12 iskonto, büyüme yok	~4,8 mlr \$	Kur riski tamamen işletmecide

Gösterim amaçlıdır; brüt gelir üzerinden hesaplanmıştır. Bakım-işletme maliyeti, KGM hizmet sözleşmesinin marjı, zam formülü ve kur mekanizması bedeli aşağı ya da yukarı taşır. Model, ÖİB'den alınacak gerçek trafik ve gelir serileriyle kalibre edilecektir.

Yirmi iki yıl sonra imtiyaz bedeli hâlâ 5–8 milyar \$ sokağında; gelir üç kat artmış, süre 40'tan 30'a inmiş. Aradaki fark, 2004'te 200 milyon \$'lık gelirin 40 yılını satın alanın bugün 600 milyon \$'lık gelirin 30 yılını aynı fiyata alacak olmasıdır. Brookfield'a götüreceğimiz cümle budur.

Yürütme sırası (2026 → 2031)

1. **Arka bahçe, bilgi dosyası.** ÖİB'den mevcut trafik, gelir, bakım-işletme maliyeti serileri; 2012–13 ihale dosyasının şartname mantığı; gruplama seçenekleri (tek paket / İstanbul köprüleri ayrı / Anadolu otoyolları ayrı).
2. **Model.** 2004 formülünün 2026 kalibrasyonu: gelir ortaklığı yüzdesi ↔ peşin imtiyaz bedeli değişimi; KGM hizmet sözleşmesi sabit marjı; kur mekanizması senaryoları. Excel, ayarlanabilir varsayım hücreleriyle.
3. **Ön bahçe, Brookfield.** Türkiye Desk Note No. 3 (EN): "The Asset the State Kept" — fon diline yazılmış tek-varlık notu; 2004 mektubu ek. Ask: 30 dakikalık tek-varlık görüşmesi.
4. **Konsorsiyum iskeleti.** Yerli operatör + Brookfield (sermaye ve işletme standardı) + VMG (origination, azınlık). Türk mevzuatında işletmeciler niteliklerine uygun yapı.
5. **KGM hizmet sözleşmesi.** 2004'ün en güçlü parçası: bakım-onarım kamu kurumunda, sabit marjla, bankaya kredilendirilebilir sözleşme. Bu parça hem devletin hem fonun "kim işletecek" sorusunu kapatır.
6. **İhale stratejisi.** Şartname yayımlandığında oda kuralı 2 uygulanır; hiçbir aşamada "bize göre tasarlanmış" bir süreç talep edilmez veya kabul edilmez.

03 BUNU KİM GETİRİYOR — 2004 SİCİLİ

Model, bir milletvekili odasında, planlanmamış yirmi dakikalık bir görüşmede doğdu. Bayındırlık Bakanlığı seçim taahhüdü olan 12.000 km bölünmüş yol için kaynak arıyordu; Hazine IMF programı altında nefes alamıyordu; yerli sermaye "almayı" bekliyor, "vermeyi" değil. Ortada, önceki hükümetlerin bıraktığı iki Boğaz köprüsü ve Edirne–İskenderun ücretli otoyol ağı vardı: yıllık ~170–200 milyon \$ gelir, yılda %8–10 büyüyen.

Formül oracıkta kuruldu: $\text{yıllık gelir} \times \text{yıl} = \text{nakit kaynak}$. 8 milyar \$ ihtiyaç bölü 200 milyon \$ yıllık gelir, 40 yıl. Yapı: Karayolları ile fonların ortak olduğu bir SPV; Karayolları tüm ücretli yolların işletme hakkını 40 yıllığına SPV'ye devreder; fonlar %80 için 6,4 milyar \$ nakit öder; devlet parayla bölünmüş yollarını yapar; SPV, bakım-onarımı sabit kâr marjlı hizmet sözleşmesiyle yine Karayolları'na verir; yeni ücretli yol projeleri de SPV üzerinden gider. Mülkiyet devlette kalır. IMF programı dışında kaynak — o gün "can simidi" diye adlandırıldı.

Fonlar ertesi gün Ankara'daydı. Sonuç: model ve IRR kabul, 3–6 ayda fon tarafından finanse edilen (~8 milyon \$) due diligence, veriler $\pm\%5$ doğrulanırsa MOU. Üç bakanlıkta ağırlandık. Sonra iş büyük odaya taşındı.

BÜYÜK ODADA NEDEN ÖLDÜ

Ev sahibi için "ihale yoluyla ve teklife göre tasarlanarak" yürütüleceğini söylediğinde masa kapandı — bir yandan bakanlar SPV ortaklığının ihale zorunluluğu taşımadığını dakikalar önce teyit etmişken, öte yandan Amerikalı fonların uyum standartları "size göre tasarlanmış ihale" cümlesinin çevrilmesine bile izin vermezken. Ders yapısaldır: **yapı yan odada bitmeden büyük odaya girilmez; girildiğinde de ihaleye dayanıklı olmalıdır.** Bölüm 06 bu dersin kurumsallaşmış hâlidir.

Devam eden 19 Ekim 2004 tarihli mektup (Ek A) aynı mantığı Özelleştirme İdaresi portföyünün tamamına genişletti: %20'sini bir Varlık Yönetim Şirketi alır, %80 devlette kalır, profesyonel yönetimle değer optimize edilir, stratejik alıcıya satışta taban değer üzerindeki farkın %20'si teşvik ücretidir. Listenin başı: *ücretli yollar ve köprüler.*

İkinci masa: TMSF — teklif değil, imza

Aynı gün, aynı ekip, ikinci bir mektup: 19 Ekim 2004, Perry, Farallon ve Hellman & Friedman'dan TMSF Başkanı Ahmet Ertürk'e. Konu, 2001 bankacılık krizinden TMSF'ye kalan yaklaşık 4 milyar \$ anapara tutarındaki kurumsal batık kredi portföyü (gecikme faiziyle birlikte alacak ~23 milyar \$). Yapı, TMSF'nin kendi çizdiği Varlık Yönetim Şirketi iskeleti üzerine kuruldu: yatırımcılar %80 (3,2 milyar \$ nominal için 320 milyon \$ nakit), TMSF %20 (800 milyon \$ nominal, 80 milyon \$ itibari değerle aynı katkı) — yani nominalin %10'u; üstüne TMSF lehine kâr paylaşımı: toplam tahsilatın 1 milyar \$'ı aşan kısmında %15, 1,5 milyar \$'ı aşan kısmında %30. Finansman şartsız, tamamı nakit teklif; kapanış hedefi 31 Mart 2005.

Bu kez iş imzaya kadar gitti. 3 Aralık 2004'te münhasırlık mektubu; 21 Aralık'ta gizlilik taahhütnamesi; **22 Aralık 2004'te Mutabakat Zaptı — TMSF adına Ahmet Ertürk, Perry adına Richard Perry ve Alp Erçil, Farallon adına William F. Duhamel.** 3 Ocak 2005'ten itibaren altı haftalık durum tespiti, TMSF'nin kurumsal alacakları için münhasır müzakere, Denetim Komitesi dâhil yönetim kurulunda TMSF temsili, ekonomik olduğunda kredilerin yeniden yapılandırılması (Ek C). Bu, bir Türk devlet kurumunun KAMCO modelini imza düzeyinde kabul ettiği belgedir. Büyük odadaki köprü-otoyol toplantısından sonra bu masa da kapandı; model reddedilmedi, masa kaldırıldı.

KAPSAM NOTU

2004'teki TMSF portföyü, 4743 sayılı Kanun çerçevesinde 2001 krizinden devralınan bankaların kurumsal kredileriydi — mülkiyeti ihtilafsız, alıcısı temiz sermaye. Bu notun her hattında kapsam dışı tutulan TMSF varlıkları ise 2016 sonrasında güvenlik gerekçesiyle el konulanlardır. İki envanter aynı kurumun adını taşır; aynı şey değildir.

2004 teklifi ↔ 2026 kararnamesi

	2004 — TEKLİF EDİLEN MODEL	2026 — 11750 SAYILI CUMHURBAŞKANI KARARI
Varlık	Boğaziçi + FSM köprüleri, Edirne–İskenderun aksı	15 Temmuz + FSM köprüleri, 8 otoyol, 2 çevre otoyolu (Niğde–Pozantı, Gaziantep Çevre, Bursa Çevre eklendi)
Mülkiyet	Karayolları'nda kalır; SPV'ye işletme hakkı	"Mülkiyet devri yapılmayacak"
Yöntem	Revenue-share partnership, concession rights	"İşletme hakkı devri, kiralama, mülkiyetin gayri ayni hakların tesisi, gelir ortaklığı modeli " — bir bütün hâlinde veya gruplar hâlinde
Süre	40 yıl	30 yıl
Baz gelir	~200 milyon \$/yıl → 8 mlr \$ ihtiyaç	~600 milyon \$/yıl (2025) → 18 mlr \$/30 yıl nominal (Hazine: "kâr değil gelir")
Yetkili kurum	ÖİB (Başkan Metin Kilci'ye yazıldı)	ÖİB'ye hazırlık ve uygulama yetkisi; işlemler tamamlanana kadar bakım-işletme KGM'de
Takvim	"30 gün içinde süreç"	31 Aralık 2031'e kadar tamamlanacak
Dış kısıt	IMF programı; imtiyaz geliri program dışında kalıyordu	Yok

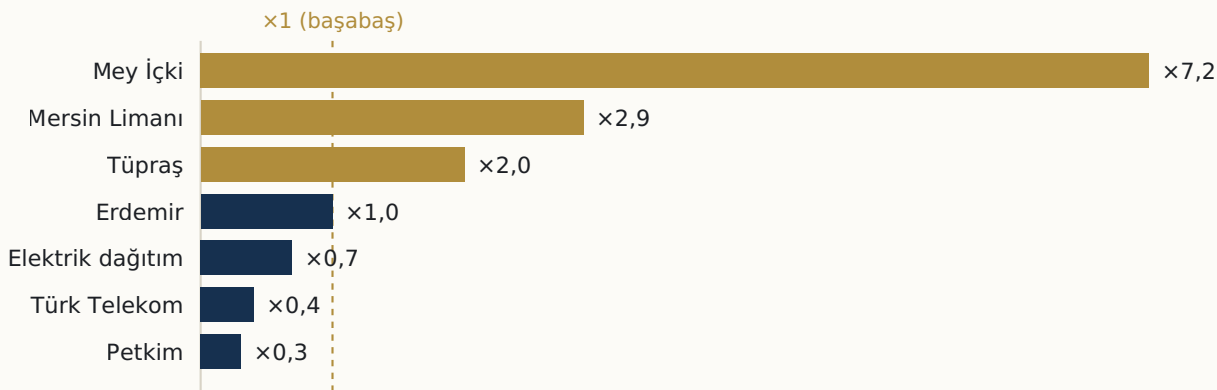
Arada: Aralık 2012 ihalesinde 25 yıl için 5,72 mlr \$ en yüksek teklif (Koç–UEM–Gözde), Şubat 2013'te "yetersiz" gerekçesiyle iptal; sonrasında yeni yollar için Hazine garantili YİD/KÖİ modeline geçildi. 2026 kararı ile ÖİB açıklaması ("öncelik gelir değil; hizmet kalitesi, bakım-yatırım hızı, işletme verimliliği") 2004 mantığına — *değeri yönet, sonra sat* — dönüşe işaret ediyor.

04 LİSTEYE NE OLDU

Mektupta önerdiğimiz varlıkların tamamı (köprü/otoyollar ve Manavgat hariç) sonraki yıllarda satıldı. Aşağıda her varlığın satış bedeli %100 eşdeğerine çevrilmiş, karşısına bugünkü piyasa değeri ya da tescilli sonraki-el işlemi konmuştur. Tablo, modelin 22 yıllık doğal deneyidir.

VARLIK	SATIŞ	BEDEL → %100 EŞD.	BUGÜN / SONRAKİ EL	ÇARPAN
Mey İçki (Tekel alkol)	2004, %100, yerli konsorsiyum	292M \$	810M \$ (TPG, 2006) → 2,1 mlr \$ (Diageo, 2011)	×7,2
Mersin Limanı	2007, 36 yıl imtiyaz, PSA–Akfen	755M \$	2,17 mlr \$ (IFM'in %40 alımına göre, 2017); arada 453M \$ ilave yatırım	×2,9
Tüpraş	2006, %51, Koç–Shell	4,14 → 8,1 mlr \$	~16,5 mlr \$ piyasa değeri	×2,0
Erdemir	2006, %49, OYAK	2,77 → 5,6 mlr \$	~5,6 mlr \$	×1,0
Elektrik dağıtım (Enerjisa'nın 3 bölgesi)	2008–2013 (Başkent, AYEDAŞ, Toroslar)	4,18 mlr \$	~2,8 mlr \$ (Enerjisa Enerji, perakende dâhil)	×0,7
Türk Telekom	2005, %55, Oger	6,55 → 11,9 mlr \$	~4,6 mlr \$; TVF %55'i 2022'de ~1,65 mlr \$'a geri aldı	×0,4
Petkim	2008, %51, SOCAR	2,04 → 4,0 mlr \$	~1,1 mlr \$	×0,3
Tekel sigara	2008, BAT	1,72 mlr \$	halka açık değil	—
Köprü ve otoyollar	satılmadı	2004 gelir ~200M \$/yıl	2025 gelir ~600M \$/yıl	×3 (gelir)

Piyasa değerleri Eylül 2026, ~48 TL/\$. Toplam 21 dağıtım bölgesinin özelleştirme geliri yaklaşık 13 mlr \$. Bugünkü değer sütunu temettüleri içermez; alıcının toplam getirisi için temettü akışı eklenmelidir (özellikle Tüpraş, Türk Telekom, Erdemir'de anlamlı). "+5 yıl" ara değerleri yalnızca işlem kanıtı olan satılarda verilmiştir.



Şekil 1 — 2004 listesindeki varlıklarda satış bedeline (%100 eşdeğeri, USD) göre bugünkü değer / sonraki-el işlem çarpanı. Altın: ikinci elde sıçrayanlar. Lacivert: dolar bazında ilk elin altında kalanlar.

Tablodan üç sonuç

- 1. İlk el, dolar bazında iyi fiyatlandı.** Devlet 2005–2008'de Cumhuriyet tarihinin en güçlü lira penceresinde (1,3–1,5 TL/\$) sattı. Erdemir yerinde saydı; Türk Telekom, Petkim ve elektrik dağıtım dolar bazında satış bedelinin altında. Kayıp, satış fiyatında değildir.
- 2. Kayıp, ikinci eldedir.** Sıçrayan üç varlıkta (Mey, Mersin, Tüpraş) alıcı fiyatlamayı ve zamanlamayı doğru yaptı; devlet ilk elden çıktı ve ikinci-üçüncü eldeki farkı görmedi. 2004 AMC modelinin iddiası tam olarak buydu: %20 al, yönet, ikinci elde sat, farkı paylaş. Mey'de değer artışı operasyonel dönüşümden değil, doğru fiyatlama ve zamanlamadan geldi; proof of concept olarak bu yüzden en temiz vaka. Mersin'de rakam işlem tescilli (869M \$ / %40).
- 3. Asıl hikâye Türk Telekom'dur.** %55'i 6,55 mlr \$'a satıldı; alıcı temettü çekip kaldıraçlandı, borcunu ödeyemedi; hisseler kreditor bankalara geçti; devlet (TVF) aynı %55'i 2022'de ~1,65 mlr \$'a geri aldı. Devlet, farkında olmadan bir KAMCO döngüsü işletti: pahalıya sat → stres → ucuza geri al. Bu tek vaka, döngü tezinin belgesidir.

05 DÖNGÜ — TEZ VE MODEL

Türkiye'nin kamu varlıkları bir yaşam döngüsü izler: özelleştir → kaldıraçla → strese gir → devlet geri alsın → yeniden özelleştir. Döngünün ilk turunda TMSF ile masaya oturduk ve imzaladık; üçüncü tur şimdi başlıyor.

Döngünün durakları

- 1. İlk envanter (2001–2004):** Bankacılık krizinde TMSF yirmiden fazla bankayı devralır; kurumsal batık kredi kitabı ~4 milyar \$ anapara. Aralık 2004'te bu envanter için AMC yapısı imzalanır; Mart 2005'te kapanacaktı.
- 2. Cash-out (2004–2008):** ÖİB, IMF taahhüdü altında portföyü güçlü lirayla ve ilk elden satar; ~69 mlr \$ toplam gelir Cumhuriyet tarihinin en büyük özelleştirme dalgası olarak kaydedilir.
- 3. Kaldıraç ve temettü (2008–2018):** Alıcılar döviz borcuyla satın alır, TL gelirle öder; 2018 kur şoku denklemi bozar. Aynı evrenin özel sektör versiyonu: 2007–2014 vintage PE/VC fonları USD NAV ile girer, TL nakitle kalır; IPO penceresi ve stratejik alıcı kaybolunca portföyler fon ömrünü aşar.
- 4. Geri emilim (2018–2022):** Bankalar hisseleri alır; TVF (2016'da kuruldu) Türk Telekom'u, THY'nin %49'unu, kamu bankalarını, Borsa İstanbul'u bünyesine toplar.
- 5. Üçüncü tur (2026–):** Köprü/otoyol 30 yıllığına programa alınır; TVF portföyü monetizasyon

KAMCO modeli

2004 mektubundaki "Güney Kore'de kanıtlanmış" referansı 1997 sonrası **KAMCO**'dur: batık varlıkları yüz değerinin yaklaşık üçte birine al, yönet ve çöz, sat; ödediğinden fazlasını geri kazan. Newbridge'in Korea First Bank operasyonu aynı okulun ürünüdür. Kore'nin varlık fonu KIC 2005'te, farklı bir amaçla kuruldu.

Ölçek varsayım değil, denetlenmiş: Fon'un 2024 raporu yedi sektörde 32 şirket için 12,7 trilyon TL varlık (%36 artış), 2 trilyon TL özkaynak ve 371,4 milyar TL dönem kârı gösteriyor — elden çıkarma programı, ikinci el satış disiplini ve dışarıdan yönetim ortağı olmadan (Ek D). Ankara'dan böyle bir operatörün atanması zaten istendi: Mart 2026'da Cumhurbaşkanlığı'na sunduğumuz briefing tam olarak bu mandayı öneriyor (Ek E). Türkiye bu modeli tanıyor: 2004 TMSF mektubu "ana hatlarını çizdiğiniz AMC yapısı" diye başlar — iskeleti TMSF çizmişti. Bugünkü tercümesi: **TVF, KAMCO envanterini tutuyor; KAMCO operatörü yok.** Geri emilmiş varlıklar bir bilançoda toplanmış, ama "yönet → değeri optimize et → ikinci elde sat" adımı için ne yabancı

bekler; özel sektörde ikinci nesil stres (Zorlu tipi) sürer.

sermaye ne de dışarıdan bir yönetim ortağı devreye alınmış. 2004'te ÖİB'ye teklif edilen AMC yapısı bugün TVF'ye teklif edildiğinde daha güçlüdür, çünkü envanter zaten bir bilançoda ve karşı taraf tek.

NEDEN OAKTREE VE BROOKFIELD

Oaktree büyüme fonu değil, döngü fonudur: "dirençli nakit akışını panik fiyatına al" felsefesi, tam olarak geri-emilim ile üçüncü tur arasındaki geçişte çalışır. Brookfield ise uzun vadeli, gelir üreten altyapının — paralı yol, liman, dağıtım — dünyanın en büyük özel sahiplerinden biridir (Hindistan, Brezilya, Şili, Peru'da otoyol portföyleri). İkisi tek grup. Türkiye Desk Note No. 2'de tanımladığımız üç hat, döngünün üç durağına oturur: Lane A stres anına, Lane B geri-emilmiş envantere, Lane C üçüncü tur imtiyazlara.

06 UYGULAMA — AV KÖŞKÜ VE ODA KURALLARI

Ankara'da, Maliye'ye komşu bir köşk: ön bahçesi özel sektöre, arka bahçesi kamuya bakar. Yan Oda'nın 2004'teki tesadüfi hâli, 2026'da kurumsal hâlidir.

Ön bahçe — özel sektör

- Varlık satmak, borç çevirmek veya ortak almak isteyen grup sahipleri
- Yerli operatör adayları (otoyol, liman, enerji) — konsorsiyum ortakları
- Kamu bankalarının Stage-2 portföyünden çıkmak isteyen kreditorler
- 2007–2014 vintage Türkiye PE/VC fonları — on yıldır IPO ve stratejik çıkış bulamamış, ömrü uzatılmış portföyler; GP'ler ve DFI ağırlıklı LP'ler (EBRD, IFC, EIF)
- Dil: Türkiye Desk Notes (EN), IC filtresine göre yazılmış tanımlı ticket'lar

Arka bahçe — kamu

- ÖİB — köprü/otoyol ve program varlıkları
- TVF Yönetim Kurulu — portföy monetizasyonu
- KGM — hizmet sözleşmesi tarafı; Hazine ve Maliye — kur ve garanti çerçevesi
- Dil: VMA rapor serisi (TR) — kamu maliyesinin tek bilançosu; siyaset dışı

Köşkte kim oturur

- **VMG ortağı** — origination ve yapı; iki bahçe arasındaki tek geçiş
- **"Masadaki kişi"** — 2004 ekibinden gelen, fon tarafının güvendiği kıdemli isim (Route One / Farallon çizgisi); fonlara "verirler mi?" sorusunun cevabını taşır
- **Hukuk** — ABD tarafı (fon yapısı, uyum) ve Ankara tarafı (özelleştirme ve imtiyaz mevzuatı) ayrı ayrı
- **Eski bürokrat / teknik danışman** — ÖİB ve KGM süreç bilgisi; ihale dosyası okuma

Oda kuralları

1. **Yapı yan odada biter; büyük odaya bitmiş girer.** Büyük oda karar verir, tasarlamaz. 2004'ün dersi.

2. **İhaleye dayanıklı ol.** "Size göre tasarlanmış ihale" hiçbir zaman kabul edilmez ve hiçbir zaman istenmez. Meşru yollar: (a) ihale şartnamesinin gelir ortaklığı modelini gerçekten uygulanabilir kılacak teknik girdiyi ÖİB'ye danışman-ortak olarak şeffaf biçimde vermek; (b) konsorsiyum olarak ihaleye girmek; (c) ön-anlaşmalı teklif sahibi (stalking horse) statüsünü mevzuat izin verdiği ölçüde kullanmak.
3. **İki odaya aynı rakam.** Kamuya söylenen gelir tabanı, fona söylenen gelir tabanıdır; 600 milyon \$ gelirdir, kâr değil. Rakam disiplini her iki bahçede aynıdır.
4. **Roller açık.** VMA'nın Cumhurbaşkanlığı/TVF'ye rapor sunan konumu fon tarafına ilk paragrafta açıklanır (Desk Note No. 1 kararı). Gizli ajans yoktur.
5. **Sıfır siyasi yorum.** Kaynak akışları analiz edilir; kararların siyasi tarihi yazılmaz. 2004, "iki teklif aynı noktada buluştu" cümlesiyle anlatılır.
6. **Ücret modeli:** başarıya bağlı origination ücreti + co-underwriting; VMG'nin her ticket'ta azınlık co-invest'i (Desk Note No. 2 ile tutarlı).
7. **Kapsam dışı kalır:** kayyum ve TMSF dosyaları; bir tek dosyanın tezi kirletmesine izin verilmez.

07 EKLER

Her ek, İngilizce ve Türkçe okuma sayfası olarak açılır; sayfanın altında orijinal belge gömülü ve indirilebilir durumdadır.

Ek A — Özelleştirme İdaresi'ne mektup, 19 Ekim 2004

Farallon · Perry · Hellman & Friedman → Metin Kilci. Özelleştirme portföyünün tamamı için AMC teklifi; listenin ilk kalemi ücretli yollar ve köprüler. [PDF TR](#) · [PDF EN](#)

Ek B — TMSF'ye ilgi beyanı, 19 Ekim 2004

%80/%20 AMC yapısıyla ~4 milyar \$ nominal kurumsal TGA ve devlet lehine kademeli kâr paylaşımı; ardından 3 Aralık 2004 münhasırlık mektubu. [PDF TR](#) · [PDF EN](#)

Ek C — Mutabakat Zaptı, TMSF · Perry · Farallon, 22 Aralık 2004

Ahmet Ertürk, Richard Perry, Alp Erçil ve William F. Duhamel imzasıyla. 3 Ocak 2005'ten itibaren altı haftalık durum tespiti; münhasır müzakere; hedef kapanış 31 Mart 2005. [PDF](#)

Ek D — Türkiye Varlık Fonu, 2024 Entegre Faaliyet Raporu

Karşı tarafın kendi beyanı: 12,7 trilyon TL varlık, 2 trilyon TL özkaynak, 371,4 milyar TL kâr, 32 portföy şirketi. [PDF](#) · [TVF.COM.TR](#)

Ek E — Cumhurbaşkanlığı'na Varlık Fonu brifingi, Mart 2026

B hattının talep tarafı. Oaktree ve Brookfield için İngilizce baskı; Ankara'nın kayıp yazdığı, alıcının getirisi. [PDF TR](#) · [PDF EN](#)

Ek F — 11750 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı, 5 Eylül 2026

Köprü ve otoyollar 30 yıllığına özelleştirme programında; mülkiyet devri yok; gelir ortaklığı yöntemler arasında; son tarih 31 Aralık 2031. [RESMÎ GAZETE](#)

Ek G — Osmanlı'dan Türkiye Cumhuriyeti'ne 1854–2026: Borcun Borçla Ödenmesi ve Akıbeti

Masanın makro okumasının dayandığı Value Masters Academy raporu. [TÜRKİYE-EKONOMİK-](#)

[SARMAL.VALUEMASTERSGROUP.COM](#)

08 2004 TAKVİMİ — EKİM'DEN ARALIK'A

TARİH	BELGE	İÇERİK
7–8 Ekim 2004	İstanbul toplantıları	Perry, Farallon, H&F ekibi TMSF ile; TMSF kendi AMC iskeletini sunar
19 Ekim 2004	İlgi beyanı — Perry / Farallon / H&F → A. Ertürk	~4 mlr \$ nominal kurumsal TGA; %80 yatırımcı (320M \$ nakit / 3,2 mlr \$ nominal), %20 TMSF (800M \$ nominal, 80M \$ itibari); kâr paylaşımı 1 mlr \$ üstü %15, 1,5 mlr \$ üstü %30; nakit, finansman şartsız; hedef kapanış 31 Mart 2005
3 Aralık 2004	Münhasırlık mektubu — Perry / Farallon → TMSF	31 Mart 2005'e kadar münhasırlık; TMSF'nin karşı imzası için alan
21 Aralık 2004	Gizlilik Taahhütnamesi	Perry ve Farallon, "İstekli" sıfatıyla; İstanbul mahkemeleri yetkili
22 Aralık 2004	Mutabakat Zaptı — TMSF · Perry · Farallon	İmza: Ahmet Ertürk (TMSF YK Başkanı), Richard Perry, Alp Erçil, William F. Duhamel. AMC %80/%20 (4743 sayılı Kanun); 3 Ocak 2005'ten itibaren 6 haftalık durum tespiti; münhasır müzakere; TMSF'nin YK ve Denetim Komitesi'nde temsili; üst yönetim için teşvik düzeni; ekonomik olduğunda yeniden yapılandırma; hedef kapanış 31 Mart 2005; masraflar Perry/Farallon'da
2005	—	Köprü-otoyol toplantısının ardından süreç durdurulur; 16 ay ve ~2 milyon \$ masraf sonrası Türkiye dosyası kapatılır

Orijinal İngilizce mektup ve Türkçe çeviriler, imzalı MOU ve taahhütname dosyadadır. Danışman: Mehmet Narin, Asia Strategic Advisory Partners Ltd.

09 KAYNAKLAR VE RAKAM NOTLARI

- 11750 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı, Resmî Gazete 33361, 5 Eylül 2026; ÖİB açıklaması; Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın "gelir/kâr" düzeltmesi (basın, Eylül 2026).
- 2004 SPV modeli ve toplantı kaydı: M. Narin, "Toll Road — Privatization Office of Türkiye" notu; 19 Ekim 2004 Farallon/Perry/H&F mektupları — ÖİB ve TMSF (EN ve TR); 3 Aralık 2004 münhasırlık mektubu; 21–22 Aralık 2004 taahhütname ve imzalı MOU.
- Özelleştirme bedelleri: ÖİB ihale kayıtları (Mey İçki 2004; Türk Telekom 2005; Tüpraş, Erdemir 2006; Mersin Limanı 2007; Petkim, Tekel sigara, Başkent EDAŞ 2008; AYEDAŞ, Toroslar 2013). Mey sonraki-el: TPG 2006, Diageo 2011. Mersin sonraki-el: Akfen → IFM %40, 869M \$, 2017. Türk Telekom geri alım: TVF, 2022.
- Piyasa değerleri: Borsa İstanbul, Eylül 2026 kapanışları; ~48 TL/\$. Temettü akışları dâhil değildir.
- 2012–13 köprü/otoyol ihalesi: 5,72 mlr \$ (Koç–UEM–Gözde), ÖYK iptali Şubat 2013.
- KAMCO: Kore Varlık Yönetim Şirketi'nin 1997–2002 batık varlık alım-çözüm programı; Newbridge Capital / Korea First Bank (1999).

Value Masters Group · Türkiye Desk · Bu not dâhili strateji ve müttefik bilgilendirme amaçlıdır; yatırım tavsiyesi veya teklif niteliği taşımaz. Rakamlar belirtilen tarih ve kaynaklara bağlıdır; ÖİB verileri geldiğinde Bölüm 06 modeli yeniden kalibre edilecektir.