


<https://dergipark.org.tr/bemarej>

Review Article

Gemi finansmanında paradigma değişimi: Alman KG krizinden çıkarılan dersler ışığında Türkiye için bir GSYF modeli önerisi

Yusuf Ziya Şipal¹

ÖZET

Tüm dünyada ithalat ya da ihracatın taşınmasında en çok tercih edilen taşımacılık modu Denizyolu ile taşımacılıktır. Türkiye mevcut fiziki koşulları dikkate alındığında denizyolu taşımacılığı açısından oldukça avantajlı bir konumdadır. Güncel haliyle dünya ticari denizcilik filosunda sayı, taşıma kapasitesi gibi kriterler açısından yadsınamayacak bir yere sahip olan Türk filosu, yaş ortalamasının yüksek oluşu gibi ciddi bir handikaba sahiptir. Üstelik filonun yaşının gençleştirilmesi için gereken finansmana ulaşım, dünya genelinde karbon ayak izi yüzünden eskisi kadar kolay olmamaktadır. Bu çalışma, Türk Ticari Denizcilik Filosunun mevcut konumunu kaybetmemesi için filo yaşının gençleştirilmesi gereğine dikkat çekerek ortaya çıkacak finansman probleminin çözümüne dair ciddi bir seçenek olan Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarını (GSYF) bir alternatif olarak önermektedir. Bu bağlamda yakın tarihin başarılı örneklerinden Alman KG (Kommanditt Gesellschaft) sistemi incelenmiş, alternatif olabilecek bir yöntem olan GSYF'lerin geliştirilmiş bir versiyon olarak finansmana yakınlık düzeyi üzerinde durulmuştur. Çalışmada literatür tarama yöntemi kullanılmıştır. Alman KG sistemi ile mukayeseli bir analiz içeren çalışma sonuçları Gemi Finansmanı GSYF kurulmasının sektörü içinde bulunduğu sermaye çıkmazından kurtarılabileceğini göstermektedir. Bu çalışma, karşılaştırmalı kurumsal analiz ve politika tasarımı yaklaşımıyla kurgulanmış kavramsal bir çalışmadır. Ampirik ekonometrik analiz içermemektedir; Alman KG sistemi örneği üzerinden Türkiye için SPK mevzuatına uyumlu bir GSYF modeli önermektedir.

Anahtar Kelimeler:

Denizcilik Finansmanı,
Sermaye Piyasaları,
Alman KG Sistemi

Paradigm shift in ship financing: A Proposed GDPR Model for Türkiye in light of lessons learned from the German ship crisis

ABSTRACT

Sea transport is the most preferred mode of transport for imports or exports worldwide. Considering its current physical conditions, Turkey is in a very advantageous position in terms of sea transport. The Turkish fleet, which currently holds an undeniable place in the world commercial maritime fleet in terms of criteria such as number and carrying capacity, has a serious handicap: its high average age. Moreover, access to the financing needed to rejuvenate the fleet is not as easy as it used to be due to the carbon footprint worldwide. This study draws attention to the need to rejuvenate the fleet age in order to prevent the Turkish Commercial Maritime Fleet from losing its current position, and proposes Venture Capital Investment Funds (VCIFs) as an alternative, a serious option for solving the resulting financing problem. In this context, the German Kommanditt Gesellschaft (KG) system, a successful example from recent history, is examined, and the level of suitability for financing of VCIFs, as an improved version of a possible alternative method, is discussed. The literature review method was used in the study. The study, which includes a comparative analysis with the German QA system, shows that establishing a Ship Financing GDPR can rescue the sector from its current capital crisis. This study is a conceptual work structured with a comparative institutional analysis and policy design approach. It does not include empirical econometric analysis; it proposes a GDPR model compliant with the Capital Markets Board (SPK) regulations for Turkey, based on the example of the German QA system.

Keywords: Maritime
Financing, Capital
Markets, German QA
System

¹ Dr. Öğr. Üyesi, Aydın Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın, Türkiye, sipal@adu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-2951-1723

Academic Editor: Assoc. Prof. Dr. Engin ÇAKIR

Received: 10.02.2026

Acceptance: 09.03.2026

Published: 15.03.2026

Citation: Şipal, Y.Z. (2026). Gemi finansmanında paradigma değişimi: Alman KG krizinden çıkarılan dersler ışığında Türkiye için bir GSYF modeli önerisi. *Business, Economics and Management Research Journal*, 9(1), 72-87. <https://doi.org/10.58308/bemarej.1885814>



Copyright: ©2026 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives (CC-BY-NC-ND) license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>).

1. Giriş

2008 krizi ile beraber Alman KG sistemi işlevini yitirmiş olsa da uygulamanın ilk başladığı yıllardan bittiği döneme kadar geçen süre içinde Alman ticari denizcilik filosunun gelişimine yapmış olduğu katkı gözönüne alındığında, Türkiye gibi kaynak sorunun şiddetli hissedildiği ülkelerde KG sisteminin uygulanabilirliği tartışılması gereken özgün bir konudur. Nitekim Gemi Tokenizasyonu (Ship Tokenization) ve Blokzincir Finansmanı gibi son yıllarda uygulama alanı bulan alternatif yöntemler, temelde KG sistemi ile benzerlikler içermektedir. Denizcilik finansmanında Türkiye, yaşadığı ve döngüsellik arz eden finansal piyasa volatilitesinde klasik finansman yöntemlerinin sürekli olarak tıkanması sorunuyla karşı karşıya gelmektedir. Denizcilik Finansmanında arzu edilen usul sermaye piyasalarından kaynak teminidir. Bu şekilde finansman sağlayan ülkelerin ortak özellikleri sermaye yapılarının gelişmiş, sermayenin tabana yayılmış olmasıdır. İhraççı konumuna farklı enstrümanlarla gelebilen ülkeler sektörü uygun koşullarda fonlayabilmektedir. Ancak tekrar hatırlatmak gerekir ki bunun için gelişmiş sermaye piyasalarına, kurumsal yönetim ilkeleri ile çalışan şirketlere ve şeffaflıktan ödün vermeyerek hazırlanmış mali tablolara ihtiyaç vardır. Finans piyasalarının ama özellikle de sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde yatırım ve finansman araçları da çeşitli ve fonksiyoneldir. Elbette ki fiyat istikrarını da uzun süre koruyabilen güçlü ekonomik düzen böyle gelişmiş bir finansal sistemin işleyişinde majör bir unsurdur.

Denizcilik sektörü risk unsurlarının çok olduğu ve küresel risklerden çabuk etkilenen bir yapıdadır. Dolayısıyla, bir ülke ekonomisi her ne kadar arzu edilen finansal gelişmişlik düzeyine sahip olsa da özellikle küresel krizlerden etkilenme düzeyi dünya genelinde yüksektir. Bu tür küresel riskler ortaya çıktığında denizcilik sektörünün fonlanmasında da pürüzler kendini gösterir. Sermaye Piyasalarında yatırımcı ürkek ve tedirgin olduğu için risk algısı ve buna verdiği tepki yüksektir ve panik baskısı hakimdir. Bu durumda sektör, kaynak ihtiyacı için para piyasalarına yoğunlaşmaya başlar. Para piyasaları, yüksek marj ve teminatlarla çalıştığı için denizcilik finansmanında sermaye piyasalarına göre daha cesurca hareket edebilir. Ancak yine de işler normal seyrinde iken tercih edilen ilk kaynak para piyasaları, bankalar ve krediler değildir. Çünkü para piyasalarından kaynak tedarik etmenin oldukça zorlayıcı koşulları vardır. Öncelikle ihtiyaç duyulan kaynak her zaman arzu edilen büyüklükte tedarik edilemez. Yani bir limit sorunu vardır. Limit sorununun çözümü mümkündür ancak bu defa da teminatlar sorun olarak ortaya çıkar. Teminat sorunu aşılsa bile bir diğer sorun olarak vade problemi söz konusu olur. Para piyasalarından temin edilecek kaynak vade açısından sermaye piyasaları ile kıyaslanamayacak kadar kısadır. Çünkü verilecek kredilerin kaynağı çoğunlukla sınırlı vadelerle temin edilen mevduatlardır. Görüldüğü gibi para piyasalarından kaynak temini anılan sebepler yüzünden genellikle tercih edilen bir yöntem değildir.

Türkiye, deniz kaynakları açısından şanslı coğrafyaya sahip bir ülkedir. 9 bin km ye yakın sahil şeridi ile hem kendi limanları arasında transfer yapabilir hem de boğazlar sayesinde farklı kara ve deniz coğrafyalarını birbirine bağlayabilir. Boğazlar çok önemli avantaj kapılarıdır, bu sayede uluslararası taşımacılıkta taşıma modları Türkiye topraklarında değişebilmektedir. İntermodal ve kombine taşımacılık faaliyetlerinin hepsini aynı anda uygulamak mümkün olabilmektedir. Bu da taşıma maliyetlerinde optimizasyonu mümkün kılan çok avantajlı bir durumdur.

Türkiye, bu avantajlarından tam anlamıyla olmasa bile yüksek oranda yararlanmaktadır. Bunun önemli göstergelerinden bir tanesi ticari denizcilik filosunun gücüdür. Aşağıda rakamsal verilerle desteklenen bu önerme Türkiye'nin avantajlı konumunun farkında bir ülke olduğunun kanıtıdır. Sektörün fonlanmasında çağdaşlarının imkanlarına sahip olmak, mevcut düzeyden daha iyi bir noktaya kolaylıkla ulaşılması demektir. Bu çalışmada, Türk Denizcilik Sektörünün finansmanında mevcut sorunların tespiti, KG (Kommanditt Gessellschaft) Alman finans yöntemi ile beraber ele alınarak incelenmiş ve söz konusu yöntemin Türkiye özelinde uygulanmasının olası sonuçları ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Denizcilik sektörü farklı risk gruplarının üst seviyede kendini gösterdiği önemli bir ihtisas alanıdır. Bu risklerden biri taşımacılıkta kullanılan ticari gemilerin yaş ortalamasıdır. Gemiler, türlü hava ve deniz şartlarında, çoğunlukla fosil yakıt kullanarak enerji sağlayan ulaşım araçlarıdır. Bu yüzden ekonomik ömürleri oldukça kısadır. Örneğin Panamax Bulker bir geminin ekonomik ömrü 25 yıl olarak kabul edilir. (Stopford, 2009: 602). Yüke göre sınıflandırmada bir diğer tür olan Konteyner gemilerinde de ekonomik ömür 25 yıla kadar kabul edilebilir. (Grammenos, 2010: 445). Tuzlu suda sürekli korezyon riski ile karşı karşıya olan gemilerin metal gövdelerindeki yıpranma normal olarak tuz oranından etkilenmektedir. Bu bağlamda kuzey denizlerinde taşımacılıkta kullanılan gemilerin ekonomik ömürleri biraz daha uzun olabilir. Hatta bazı denizcilik şirketlerinin gemilerin ekonomik ömürlerinin son zamanlarını kuzey denizlerinde geçirmeleri yönünde bir stratejileri olduğu bilinmektedir. Bu bağlamda ekonomik ömrü en uzun olan gemi türü 35 yıl ile LNG taşıyıcılarıdır (Tusiani, Shearer, 2007: 163).

Gemiler ekonomik ömürlerini tamamladıklarında gemi söküm tesislerine gönderilirler. Ayrıldıkları filonun da bir kaybı olan bu aktif değerın yerine yenisinin konulması ticari filonun rekabetçi gücünü sürdürmesi açısından çok önemlidir. Yaşlanan filonun yenilenmesi rekabetin sürdürülebilmesi açısından son derece önemlidir. Ancak gemilerin fiyatları milyon dolarlar ile ifade edilir. Yani gemi alımı oldukça pahalı bir yatırımdır. Bu yatırımın finanse edilmesi başlı başına bir sorun olarak sektörün karşısında durmaktadır. Üstelik Poseidon Prensipleri gibi yeni sayılacak birtakım düzenlemeler, yeşil enerji kullanımının yaygınlaşması, karbon salınımının takip edilmesi ve karbon emisyonu düştükçe gemilerin refit (yenileme) maliyetleri ya da yeni gemi fiyatlarının düşmesi filonun yenilenmesinde kaynağa ulaşım için yeni engeller haline gelmiştir. Türk Ticari Denizcilik Filosunun yaş ortalaması 20 ile 25 yıl arasında değişmektedir. Bu veri filonun oldukça yaşlı olduğunu göstermektedir. Aşağıdaki tabloda dünya deniz taşımacılığında ilk 20 ülke listelenmiştir. Türkiye, 12 sırada ve önemli bir yere sahiptir. Ancak tablodan da görüldüğü ilk 20 ülke içinde en yaşlı filo Türk filosudur.

Tablo 1. Dünya Denizyolu Taşımacılığı İlk 20 Ülke

Sıra	Bölge/ Ülke	Toplam Kapasite (Milyon DWT)	Dünya Payı (%)	Ortalama Filo Yaşı (Yıl)
1	Yunanistan	393,4	17,6	12,5
2	Çin	302,5	13,5	14,8
3	Japonya	239,5	10,4	10,6
4	Singapur	139,1	6,3	11,2
5	Hong Kong	103,7	5,2	13,4
6	Güney Kore	98,6	4,2	12,4
7	Almanya	76,5	3,4	15,2
...				
12	Türkiye	45,6	2,0	22,1
...				
18	BAE	28,4	1,2	14,2
19	Rusya	25,6	1,1	20,5
20	Endonezya	24,8	1,0	21,5

Kaynak: Clarksons Research, 2023.

Bankalar, refit için ya da yeni gemi inşaatı için verilecek finansman desteği ile ilgili kriterlerde çevreye duyarlılıkla kredi faizleri arasında bir bağ kurarak eski teknolojiyi göz ardı etme yönünde bir tavır sergilemektedir. İşte bu noktada Türk Ticari Denizcilik Filosunun yenileme için ihtiyaç duyduğu kaynağa erişim zorlaşmaktadır. Sermaye piyasalarından kaynak tedariği özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde oldukça zordur hatta örneğine rastlamak neredeyse imkânsızdır. Ayrıca sermaye piyasalarında fon arz edenlerin davranışsal finans açısından ürkek yapısı yine buradan kaynak teminini güçleştirmektedir. Bu durumda gözler yine bankalara çevrilmiştir. Ancak bankalardan da kaynak sağlamak emisyon problemleri yüzünden zorlaştığından Türk Ticari Denizcilik Filosunun yenilenmesi için bir alternatif sunmak hayati öneme sahip bir konu haline gelmiştir.

Bu çalışmada Alman KG sistemi ile benzerlikler de dikkate alınarak GSYF'ler üzerinden alternatif bir model üzerinde durulmuştur. Bu çalışma, denizcilik finansmanı literatürüne ve Türkiye'de denizcilik sektörüne yönelik politika tartışmalarına üç temel katkı sunmaktadır.

Çalışma Alman KG sistemini örnek olarak almaktadır. Bu bağlamda KG sistemi doğuşundan çöküşüne kadar analiz edilmiş, yükseliş ve çöküş nedenleri kurumsal bir bakış açısıyla ele alınmıştır. Sistemdeki fon arz edenlerin niteliği, risk yoğunlaşması, likidite eksikliği ve çıkış stratejilerinin yokluğu gibi hususlar analitik olarak değerlendirmektedir. Çalışma bu yönüyle literatürde çoğunlukla betimleyici seviyede kalan KG tartışmalarını eleştirel ve ders çıkarıcı bir şekle taşımaktadır. Ulusal literatürde denizcilik finansmanı üzerine yapılan çalışmalar çoğunlukla banka kredileri (Ece, 2016) ya da halka arz yöntemleri (Karan ve Aydoğan, 2019) üzerine odaklanmıştır. Bu çalışma, KG sistemini sadece betimsel bir başarı öyküsü modeli olarak değil aynı zamanda "başarısızlık nedenleri ve yapısal defoları" üzerinden analitik bir süzgeçten geçirerek literatürdeki betimsel anlatıyı eleştirel bir düzleme taşımaktadır. Bu yaklaşım, sistemin aksayan noktalarını Türkiye'nin mevcut sermaye piyasası araçları ile nasıl ikame edebileceğini göstermesi açısından kritiktir.

Paradigma Değişimi ve Yapısal Tanımlama: Türk denizcilik filosunun yaş profili, fon kaynaklarına ulaşım zorlukları ve değişen küresel regülasyonlar bağlamında karşılaştığı yapısal problemleri ortaya koyarak, para piyasaları temelli alışlagelmiş fonlama anlayışının sınırlarını vurgulamaktadır. Böylece, Türk denizcilik sektörünün

para piyasalarından borçlanma esaslı büyüme stratejisinden sermaye piyasası temelli bir yapıya evrilmesi ihtiyacını kavramsal olarak temellendirmektedir. Literatürdeki benzer çalışmalar Türk ticari denizcilik filosunun yaş problemini genellikle bir yatırım ihtiyacı olarak ele alırken; bu çalışma konuyu “para piyasası odaklı büyüme modelinin yapısal sınırları” bağlamında irdelemektedir. Bu katkı, sektörün finansal yapısını bir aile şirketi finansman yönetimi anlayışından çıkarıp şeffaf ve denetlenebilir bir sermaye piyasası aktörüne dönüştürecek kavramsal çerçeveyi oluşturması bakımından önem arz etmektedir.

Politika Tasarımı ve Uygulanabilirlik (Model Önerisi): En özgün katkı olarak, çalışma Alman KG sisteminden alınan dersler ışığında, Türkiye’de güncel olarak yürürlükte olan 6362 sayılı Sermaye Piyasası kanununa uyumlu, denetlenebilir ve çıkış stratejileri tanımlanmış bir Gemi Finansmanı Girişim Sermayesi Yatırım Fonu (GSYF) modeli önermektedir. Önerilen bu model, KG sisteminin zayıf yönlerini (tek varlığa dayalı yapı, likidite eksikliği, yatırımcı profilinin yetersizliği) aşmayı hedeflemektedir. Bununla beraber aynı zamanda Türk denizcilik sektörünün ihtiyaç duyduğu uzun vadeli sermaye erişimi için uygulanabilir bir alternatif sunmaktadır.

Bu yönleriyle çalışma, Türkiye’de denizcilik finansmanı alanında kavramsal ve politika tasarımı düzeyinde ilk bütüncül GSYF modeli önerilerinden birini ortaya koymakta ve hem akademik literatüre hem de politika yapıcılara yönelik analitik bir çerçeve sunmaktadır.

2. Denizcilik Finansmanında Küresel Trendler ve Literatürün Konumlandırılması

Denizcilik sektörü, varlık yapısı gereği sermaye yoğun bir özellik arz eder ve yüksek mali kayıp riski taşımaktadır. Denizcilik işletmelerinin bilançoları incelendiğinde mevcut varlık yapısının durumu bu sorunun sebeplerini açıklar niteliktedir. Basel III ve Basel IV kriterleri sonrasında klasik banka kredilerinin bu sektöre plasmanları daralmıştır ve bu durum da alternatif finansman araçlarının tartışılmasını beraberinde getirmiştir. Bu doğrultuda yeni finansman fikirleri oluşmuştur. Leasing (finansal kiralama) işlemlerinin denizcilik sektörüne uyarlanması, sektörde tahvil çıkarmak suretiyle kaynak tahsisi (Shipping Bonds) ve yapılandırılmış finansman tekniği ile yeni türev araçlar öne çıkan finansman trendleridir.

- **Finansal Kiralama (Leasing):** Bu yapıda özellikle Çin Devleti merkezli leasing şirketleri dikkat çekmektedir. Leasing işlemlerinde mülkiyet finansörde kalmaktadır. Bu da denizcilik şirketlerinin ve fon sağlayıcıların risk yönetimlerini kolaylaştırmaktadır. Uygulamada riskin dağıtılması için mevcut gemi ipoteği tesisi birtakım işlevsel sorunları beraberinde getirmektedir. Ancak leasing sayesinde kolaylaşan risk yönetimiyle beraber gemi ipoteği tercih edilen bir teminat yöntemi olmaktan çıkmaktadır (Gong ve Cullinane, 2018: 92).
- **Alternatif Yatırım Araçları (Modern Investment Vehicles):** Denizcilik sektöründe kendi başına likit olmayan ancak getiri yaratan pek çok varlık bulunmaktadır. Gemiler bunların başında gelmektedir. Son yıllarda “Yapılandırılmış Finansman Tekniği” ile bu tür varlıklar menkul kıymetleştirilerek hem finansman olanağı sunmakta hem de kurumsal yatırımcılar için yeni enstrümanlar sağlamaktadır. Günümüz finans sisteminde gelişmiş yapılarda, denizcilik varlıkları, varlığa dayalı menkul kıymet mantığı ile menkul kıymetleştirilerek çağdaş yatırım stratejilerinin de bir parçası olmaktadır. Böylece denizcilik sektöründe de hem varlık temelinde hem de şirket yönetimi anlamında şeffaflaşma sağlanmaktadır. (Syriopoulos, 2007: 182)
- **Denizcilik Tahvilleri (Shipping Bonds):** Bilindiği gibi tahviller uzun vadeli borçlanma araçlarıdır. Bu yüzden sermaye yoğun sektörlerde tercih edilmektedir. Denizcilik sektörü de sermaye yoğun bir yapıya sahip olduğu için tahvil ihracı ile finansman sağlanması rasyonel bir seçenek haline gelmektedir. Ayrıca, kurumsal yatırımcıların tercih ettiği bir risk- getiri profili sunmaları portföylerde denizcilik şirketlerinin tahvillerinin artmasını sağlamaktadır. (Kavussanos ve Marcoulis, 2012: 115)

Türkiye literatüründe ise denizcilik sektörü ve finansman temalı çalışmalarda ağırlıklı olarak para piyasaları irdelenmektedir. Çünkü alışlagelmiş olan yöntem banka kredisi ile finansmandır. Ancak yine de sınırlı da olsa sermaye piyasalarının denizcilik sektörüne entegrasyonu ile ilgili çalışmalar GSYF gibi yapılandırılmış araçların önemine işaret etmektedir. Karan ve Aydoğan, Türk sermaye piyasalarındaki nitelikli yatırımcı potansiyelinin profesyonelce yönetilen varlık havuzları aracılığıyla reel sektöre aktarılması gerekliliğini vurgulamaktadır. (Karan ve Aydoğan, 2019: 412). Ece (2016) ise Türkiye’deki denizcilik işletmelerinin sermaye yapılarını güçlendirmek için mülkiyet haklarını koruyan daha esnek ve ortaklık bazlı modellerin akademik ve pratik düzlemde daha fazla yer bulması gerektiğini savunmaktadır (Ece, 2016: 225).

Bu çalışma, söz konusu küresel ve yerel literatürün kesişim kümesinde; Alman KG sisteminin tarihsel tecrübesini, Türk Sermaye Piyasası mevzuatıyla (GSYF) sentezleyerek, literatürdeki “alternatif kaynak arayışı” tartışmalarına somut bir model önerisiyle katkı sağlamayı amaçlamaktadır.

3. Yöntem ve Analitik Çerçeve

Bu çalışma, mukayeseli kurumsal analiz, hukuki düzenlemelere dayalı politika tasarımı ve nitel literatür sentezi yöntemleri kullanılmış kavramsal bir araştırma niteliğindedir. Ampirik- Nicel ekonometrik bir analiz amaçlanmamıştır. Çalışmanın temel amacı, Türk denizcilik sektörü için modern ve çağın gerekliliklerine uygun alternatif bir finansman modeli sunmaktır. Bu amaçla, yakın dönemin başarılı örneklerinden biri olan Alman KG (Kommanditt Gesellschaft) sistemi örnek olarak seçilmiştir. Bu sistemin ortaya çıktığı kurumsal bağlam, neden başarılı olduğu ve çöküş sebepleri önerilen finansman yöntemi ile birlikte mukayeseli olarak analiz edilmiştir. Araştırma kavramsal olarak üç aşamadan oluşmaktadır.

Birinci aşamada, örnek model olan Alman KG sisteminin ortaya çıkışı ve gelişimi incelenmiş ve denizcilik finansmanındaki işlevselliği ortaya konmuştur. Daha sonra ile inceleme bilimsel literatür, denizcilik sektöründe düzenleme yetkisi olan kurumların sektöre ait raporları ve tarihsel bilimsel kaynaklar yordamıyla mukayeseli kurumsal analiz yöntemi ile inceleme yapılmıştır. Bu noktada örnek alınan model olan KG sisteminin fon- sermaye niteliği, fona katkı sağlayan hedef kitlenin yani fon yatırımcılarının genel yapısı, fonun risk paylaşım sistematığı ve KG sisteminin en önemli çekici gücü olan vergi muafiyetleri ve teşvikleri irdelenmiştir. Beraberinde ise bu başarılı sistemin 2008 yılında yaşanan global finans krizi sonrasında fonksiyonelliğini yitirmesine sebebiyet veren zayıf yönleri değerlendirilmiştir.

İkinci aşamada, denizcilik sektörü ile ilgili düzenleme yapma ve veri yayınlama yetkisi olan kurumların (Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı, TÜİK, İMEAK Deniz Ticaret Odası) yayınladığı veriler ve sektör analizleri altında tanımlayıcı ve karşılaştırmalı bir analizle Türk ticari denizcilik filusunun mevcut durumu, yaş yapısı, finansman kaynakları ve karşı karşıya olduğu kısıtlar ortaya konmuştur. Burada amaç, çalışma ampirik bir model içermese de önerilen finansman modelinin Türkiye özelindeki gereksinini oluşturmaktır.

Üçüncü aşamada ise, Türkiye’de yürürlükte olan Sermaye Piyasası mevzuatı (özellikle SPK’nın III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliği) dikkate alınarak, mevzuata uyumlu bir politika ve finansal araç tasarımı gerçekleştirilmiştir. Bu tasarım gerçekleştirilirken Alman KG sisteminden çıkarılan dersler de dikkate alınmıştır. Bu bağlamda, Girişim Sermayesi Yatırım Fonları (GSYF) çerçevesinde kurgulanan Gemi Finansmanı modelinin hukuki altyapısı, tarafları, yatırım stratejisi ve çıkış mekanizmaları analitik olarak ele alınmıştır.

Sonuç olarak çalışma, sayısal veri veya ekonometrik analiz üretmeyi değil; kurumsal tecrübelerin analitik sentezinden hareketle uygulanması mümkün bir finansman mimarisi önermeyi amaçlamaktadır. Bu yönüyle araştırma, denizcilik finansmanı literatürüne kavramsal ve politika odaklı bir katkı sunmaktadır. Bu çalışma, karşılaştırmalı kurumsal analiz (comparative institutional analysis) yaklaşımı ile politika tasarımı (policy design) perspektifini birleştiren kavramsal bir araştırma niteliğindedir.

4. Türk Ticari Denizcilik Filosu- Türk Ticari Denizciliği

Türk toplumunda ticari denizcilik faaliyetlerinin miladı olarak Cumhuriyet’in ilanı ve devamında 1 Temmuz 1926 da yürürlüğe giren Kabotaj Kanunu dikkate alınmalıdır. Devletçi bir anlayışın egemen olduğu ilk yıllardan günümüze liberalleşen bir yapı dikkat çekmektedir. Cumhuriyetin ilan edildiği ilk yıllarda sermaye birikimi yetersiz olduğu için sorumluluk devlet tarafından üstlenilmiştir ve kâr amaçlı yatırımlardan çok kendi karasularında egemen olmayı hedefleyen bir strateji yürütülmüştür (Kıran, 2021: 78).

Günümüzde denizcilik sektöründeki yatırımlar ağırlıklı olarak özel sektör tarafından üstlenilmektedir. 24 Ocak 1980 kararları ile beraber değişen doktrinsel ekonomi yönetimi anlayışı kamunun ekonomideki payını azaltmaya yöneliktir ve bu durum denizcilik sektöründe de kendini göstermiştir. Bu durumda özel sektörün ihtiyacı olan finansal destek verilen teşvikler ve Eximbank gibi kuruluşlar aracılığıyla sağlanmıştır ve Türk filosu tonaj olarak ciddi anlamda büyümüştür. Ancak bu büyüme plansız ve yaşlı gemilerle gerçekleşmiştir (Cerit, 2000: 55). Yaşanan dönem itibarıyla incelendiğinde fiyat istikrarının sağlanmasında sık sık sorunlar yaşayan, faizlerin volatilitésinin yüksek olduğu, cari açıkların geleneksel bir hal alması yüzünden kur baskısının kronik bir hal aldığı Türk ekonomisinde denizcilik sektörünün fonlanması sektörün yaşadığı en büyük problem olarak ortaya çıkmaktadır.

Anılan makro problemlerin yanında mevzuatla ilgili sorunlar, vergisel problemler, bayrak sorunu, ticari denizcilik filosunun yaş ortalamasının yüksekliği gibi bağlı sorunlar, denizcilik finansmanında riski artıran ve kaynağa ulaşılmasını daha da güçleştiren diğer nedenlerdendir.

Sözü edilen pek çok olumsuz duruma rağmen Türk Denizcilik Filosu, 2023 verilerine göre yılında oldukça parlak bir yıl yaşamıştır ve dünya sıralamasında 12.lık seviyesine gelmiştir. (Gemi sayısı, tonnage ...). Türkiye de tabana yayılmış bir sermaye modeli sektörün finansmanında temel ihtiyaç iken KG sisteminin uygulanabilirliği oldukça anlamlı bir araştırma sorusudur. Burada vurgulanması gereken bir hususu atlamamak gerekir. Denizcilik sektörünün finansmanı için önerilen KG yöntemi hibrid bir modeldir. Yani içinde para piyasaları da bulunmaktadır. Bankalar, finansmanda yine ağırlıklı pay sahibi olmakla beraber riskin yarısı KG sistemi tarafından üstlenilmiştir.

KG sisteminin özünde Komandit şirketler vardır. Zaten KG'nin açılımı Almanca Kommanditt Gessellschaft yani sınırlı ortaklık demektir. Tasarruf kabiliyeti olan ve vergi muafiyeti için mevzuatın kendisine imkân tanıdığı bazı meslek gruplarındaki birikimin sektöre çekilmesi anlayışıyla şekillenen KG sistemi Almanya' da olumlu sonuçlar vermiştir. Türkiye'de de şirketler hukukunda tanımlı bir kimlik olan Komandit Şirket uygulamada oldukça az rastlanılan bir ortaklık türüdür. Meselenin bu vergi avantajı kısmı aslında bireysel vergi mükellefleri için de söz konusu olabilir. Çünkü KG sistemini başarıya ulaştıran işin vergi muafiyeti kısmıdır. Yatırımcılar, gemi zarar etse bile bu zararı gider olarak gösterebilmişlerdir.

Günümüz Türk Ticari Denizcilik Filosu incelendiğinde ikili bir yapının olduğu görülmektedir. Bu ikili yapının bileşenleri "Milli Bayraklı" ve Türk sahipli ancak "Yabancı Bayraklı" gemilerdir. Bayrak unsurunda bu ayrışmanın nedeni farklı ülke ve farklı idare statülerinin gemi kazançlarına sağladığı birtakım mali avantajlardır. Buna göre Yabancı Bayrak statüsünde gerçekleşen taşımacılık faaliyetlerinde bazı vergisel avantajlar ve finansman ayrıcalıkları söz konusu olmaktadır. Bu tür siyasi otoriteler "Kolay Bayrak" ülkeleri olarak anılmaktadır.

Tablo 2 İMEAK (İstanbul Marmara Ege Akdeniz Karadeniz Deniz Ticaret Odaları Birliği) ve Türkiye Cumhuriyeti Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı'nın verileri ile hazırlanmıştır ve Türk Ticari Denizcilik Filosunun güncel durumunu göstermektedir. Verilere göre ticari filo içerisinde ağırlık küçük çaplı olan Koster tarzı gemilerdedir. Bu grubun yaş ortalamasının 28,5 olduğu görülmektedir. Kimyasal Tanker verileri dikkat çekmektedir. Türkiye, Kimyasal Tanker inşasında uzman bir ülke konumunda olduğu için bu durum yaş ortalamasına yansımaktadır. Konteyner grubu ile beraber en genç konumda olan diğer bir gemi grubu Kimyasal Tanker sınıfıdır.

Tablo 2. Günümüz Türk Ticari Denizcilik Filosunun Durumu

Gemi Tipi	Sayısı (adet)	Kapasite (mily DWT)	Filoda Payı %	Ort. Yaş (Yıl)
Kuru Dökme Yük	330	25,4	52,1	18,4
Genel Kargo- Koster	850	5,2	10,6	28,5
Petrol/ Ürün Tankeri	340	9,8	20,1	19,2
Konteyner	115	4,1	8,4	16,8
Kimyasal Tanker	210	3,2	6,5	17,5
Diğer (Ro Ro vb)	120	1,1	2,3	21,0
Genel Toplam	1965	48,8	100	22,1

Kaynak: UAB, 2023, DTO, 2023: 52-55, İMEAK Deniz Ticaret Odası, 2023.

Türk Ticari Denizcilik Filosu ulusal ekonomi için tartışılmaz bir yere sahiptir. Dış ticaret taşımalarının tonaj cinsinden %85- 90'lık bölümü denizyolu ile gerçekleşmektedir. Aşağıda Ulaştırma Bakanlığı ve Deniz Ticaret Odası Sektör Raporlarından derlenen bazı veriler bu gerçeği göstermekte, denizcilik sektörünü lokomotif bir sektör olarak betimlemektedir. Bu veriler yıllık yayınlanmaktadır, 2025 yılında yayınlanması beklenen veriler 2024 yılına ait olduğu için güncel veriler 2024 yılında yayınlanan 2023 yılı verileridir. Buna göre 2023 yılı sonu için, ulusal kıyı tesislerinde elleçlenen toplam yük 395 milyon tondur. Bu rakamın içinde kendi kıyılarımız arasında dış ticaret amaçlı olmayan yük toplamı yoktur yani veri sadece dış ticaret taşımasına aittir. Dış ticaret taşımalarının içinde de İthalat ve İhracat ayrıştırılmış olup yarıdan fazlası ithalat kaynaklıdır. 395 milyon ton içinde 135 milyon tonluk kısım ihracat taşımalarına aittir. Kalan rakam ithalat verisidir (T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı. (2024).

Denizyolu ile gerçekleşen taşımacılık faaliyetlerinde ödemeler dengesinin önemli bir unsuru olan Navlun Dengesi ulusal ekonomiler için büyük önem arz etmektedir. Çünkü navlun bedeli, taşımacılık faaliyeti ulusal bayrağa tabi gemilerle gerçekleşiyorsa döviz kazandırıcı bir işlem iken yabancı bayraklı gemilerle gerçekleşiyorsa döviz kaybına

neden olmaktadır. Türkiye gibi cari açığın kronik bir hal almış olduğu ekonomilerde döviz üzerindeki miktar kontrolünün fiyatı üzerindeki etkisi bilinmektedir. Bu da taşımacılık faaliyetlerinde ulusal bayraklı gemilerin önemini artırmaktadır. 2024 yılında yayınlanan İMEAK Deniz Sektör Raporuna göre 2023 yılında Türk Bayraklı ticari gemilerle yapılan taşımacılık faaliyetlerinden elde edilen navlun geliri 12 milyar dolar düzeyindedir. Bu rakam yıl bazında yaklaşık olarak ifade edilir çünkü navlun piyasasında dalgalanma süreklilik arz eder ve yıllık bazda değişiklik gösterir. Olumsuz bir veri olarak yabancı bayraklı gemilere ödenen navlun bedeli daha yüksektir. İthalat ve İhracat taşımalarının yaklaşık %85 ile %92 si yabancı sahipli gemilerle gerçekleştirilmektedir. Bunun sonucu olarak da yıllık yaklaşık 18 milyar dolar düzeyinde bir navlun kaybı yaşanmaktadır (İMEAK Deniz Ticaret Odası, 2024: 156). Netice itibarıyla dış ticaret taşımalarında navlun dengesi yabancı bayrak taşıyan gemilerle gerçekleşen taşımacılık faaliyetleri yüzünden olumsuz bir durum arz etmektedir. 2024 yılında TÜİK tarafından yayınlanan toplam dış ticaret değeri yaklaşık 617 milyar dolardır ve kıymet bazında deniz yoluyla yapılan dış ticaretin toplam değeri bu rakamın yarısından fazladır (yaklaşık 400 milyar dolar). Bu rakamsal veriler göstermektedir ki denizyolu taşımacılığı ile sağlanan dış ticaretin toplam parasal değeri göz önüne alındığında denizyolu taşımacılığı ülke ekonomisinin lokomotifidir (TÜİK, 2024).

Bir ticari denizcilik filusunun ulusal ekonomiler için ne kadar önemli olabileceği Türk Ticari Denizcilik Filosu özelindeki verilerle anlaşılmaktadır. Gerçekleşen döviz girdisi, döviz kazandırıcı bir faaliyet olarak ticari taşımacılıkta denizyolunun önemine işaret etmektedir. Türk Ticari Denizcilik Filusunun ulusal ekonomi açısından yeri onun korunmasını, teşvik edilmesini yenilenme ihtiyacı ortaya çıkmasında finansmana ulaşabilmesi için desteklenmesi gereğini ortaya koymaktadır. Ancak yukarıdaki aktarıldığı gibi mevcut finansal yapı ve anlayış doğrultusunda bu oldukça güçtür. Üstelik finansmana ulaşım, değişen küresel konjonktür dikkate alındığında giderek zorlaşmaktadır. Filonun yaş ortalaması oldukça yüksektir. Rekabetin sürdürülebilirliği açısından kısa zamanda yeni gemilere ihtiyaç vardır. Böylece ekonomik ömrü uzayan filo gelecek yıllara mevcut konumunu koruyabilecek rekabet koşullarında girebilecektir. Bu çalışma Alman KG sisteminin kendi ülkesinde denizcilik finansmanına katkıları dikkate alınarak Türkiye için bir model olup olmayacağını tartışmış ve özündeki benzerlikleri dikkate alarak GSYF'nin uygulanabilirliği üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu nedenle akışta Alman KG sistemi hakkında temel bilgilere yer verilmiştir. Bu bilgiler, anılan sisteme neden ihtiyaç duyulduğunu, uygulamada başarıya ulaşmış olduğunu ve 2008 küresel finansal kriziyle beraber neden güncelliğini yitirdiğini açıklamaktadır.

Alman KG Sisteminin Tarihçesi/ Neden İhtiyaç Duyuldu?

İkinci Dünya Savaşı sonrasında Alman ekonomisi bir süre durgunluk yaşamış, savaşın yaralarını sarma yolunda adımlar atmıştır. Beraberinde girilen gelişim süreci sonunda sanayi üretimi hızla artmıştır ve üretim fazlası verdikçe bunların taşınma sorunu ortaya çıkmıştır. Artan taşıma talebi ile beraber yeni gemi ihtiyacı gündeme gelmiş ve gemi ihtiyacı ile beraber kaynak sorunu ortaya çıkmıştır. Bu arayışların neticesinde KG sistemi bir finansman stratejisi olarak benimsenmiştir.

Artan taşıma talebine yeni gemilerle karşılık vermeye çalışan Alman denizcilik sektöründe tıpkı günümüz Türkiye'sinde olduğu gibi Aile Şirketleri egemen olmuştur. (Kapitän-Eigner: Hem armatör hem kaptan). Sektörde sermaye yapısının aile şirketi niteliğinde olması kurumsal yönetim ilkeleri açısından tercih edilen bir durum değildir. Nitekim bu yapı, finansman sorunlarının aşılmasında bir engel olarak Alman denizcilik sektörünün de karşısına çıkmıştır. 1950 ve 1965 yılları arasını kapsayan dönemde aile şirketleri sektöre tamamen hakimdir. Bunun doğal bir sonucu olarak da gemi alımlarının finansmanında özsermaye ve finans kurumlarından sağlanan krediler belirleyici olmuştur. Bu dönemde armatörlerin kendi sermaye birikimlerini kullandıkları ve halka açık fon toplama yöntemine başvurmadıkları bilinmektedir (Orfanidis, 2009: 12).

Anılan dönemde aile serveti ile finansman ve banka kredileri başat yöntemler olarak kabul görmüştür. Ailelerin çoğunlukla bir ya da iki gemisi olup sektörde parçalı bir yapı arz etmektedirler. Bankaların da kredilendirmede tutucu davrandıkları bilinmektedir çünkü sektörde kredi talep eden denizcilik firmalarının yeterince şeffaf bir yapısı yoktur (Akol, 2008: 24).

1960'lı yıllara gelindiğinde sanayileşmiş üretici ülkelerin tamamında üretim fazlaları dış ticaretin temel konusu olmuştur. Büyüyen taşıma talebi beraberinde taşıma faaliyetlerinin daha efektif yöntemlerle yapılmasını zorunlu hale getirmiştir. Bu yöntem arayışlarının sonunda Dream Box olarak anılan Konteyner ile taşıma tüm dünyada kabul görmüştür. Dünyayı değiştiren sihirli kutu olarak da anılan konteyner taşımacılığı Alman denizyolu taşımacılık faaliyetlerinde de asli bileşen haline gelmiştir. Sonuç olarak konteyner kullanımının başlaması 1960 lı yılların

sonunda gerçekleşmiştir ve bu da denizyolu taşımacılığında bir kırılma noktasıdır. Konteyner ile taşıma elleçlenen yük miktarında ciddi artışlara neden olmuştur. Bu da gemilerin boyutlarının ve beraberinde maliyetlerinin artması sonucunu doğurmuştur. Ancak gemi fiyatlarının yükselmesi aile şirketlerinin tek başlarına karşılamakta güçlük çekeceği bir finansman ortamını beraberinde getirmiştir. Yani yüksek gemi fiyatlarını aile serveti ile karşılamakta güçlük çeken sermaye yapısı bir “Sermaye Çıkmazı” sorununun içine düşmüştür. Stopford bu durumu; denizcilik teknolojisindeki bu değişim gerekli olan sermaye miktarını bireysel armatörlerin (private equity) karşılayabileceğinin çok ötesine taşıdı cümlesiyle ifade etmektedir (Stopford, 2009: 272). Sermaye Çıkmazının karşı tarafında olan bankalar da fiyatları artan gemileri kredilendirmekte isteksiz davranmışlardır. Bu durumun birbirine bağlı bazı sebepleri bulunmaktadır. Öncelikle yüksek krediler aynı zamanda riskin de artması sonucunu doğurmaktadır. Bankalar, kredi işlemlerinde riski tabana yaymak isterler. Bir defada bir kişi ya da kişiye verilecek büyük bir kredi yerine parçalara bölünmüş şekilde aynı miktardaki krediyi daha çok kişiye kullanırmak eğilimindedirler. Böylece risk tabana yayılmış olur. Buna bağlı olarak kredi sektöründe mevcut bazı sınırlamalar bir defada verilecek kredi miktarına da engeller getirmiştir. Bankacılıkta Bireysel Risk Sınırlaması ve Büyük Kredi Kavramı ve Riski olarak bilinen bu duruma göre bir bankanın bir defada verebileceği kredinin sermayesi ile orantılı bir sınırı vardır. Bir diğer engel de bankaların riski tabana yayma isteğidir. Görüldüğü gibi Alman ekonomisi taşıma talebinin artışıyla gelen yeni gemi ihtiyacının finansmanında yeni bir yol aramak zorunda kalmıştır. İşte KG sistemi böyle krizli bir dönemin sonucunda ortaya çıkmış başarılı bir seçenektir.

KG sistemi denizcilik sektörünün ihtiyaç duyduğu sermaye açığını kapatmak üzere bulunmuş bir çözümdür. Model, sermayeyi tabana yayarak bireysel yatırımcıları denizcilik sektörüne çekmeyi hedeflemiştir. Burada bireysel yatırımcılar, tasarruf kabiliyeti olan ve vergi muafiyeti avantajından faydalanabilecek avukat, doktor, veteriner gibi serbest meslek sahipleri olmuştur. KG sistemi Türk Şirketler Hukukunda da mevcut bulunan Komandit Şirket esasına dayanmaktadır. Komandit şirkette ortakların bazıları sınırsız bazıları ise sınırlı ortaktır. Alman sisteminde sınırsız sorumlu olan ortak gemiyi işleten taraftır. Sorumluluğu sınırlı olan ortak ise fon arz eden konumunda olan serbest meslek sahipleridir. Bunlar koydukları sermaye ile sorumludurlar (Johns ve Sturm, 2016: 145).

Sistemin çekici hale getirilmesi için fon arz eden serbest meslek sahiplerine vergi avantajı sağlanmıştır. Bu yönüyle sermayedar olarak ücret geliri elde edilenlerin hedef kitle içine dahil edilmediği anlaşılmaktadır. Oysa bu grubun da toplam tasarruflar içinde önemli bir payı bulunmaktadır. Türkiye için bir model önerisi getirilirken bu grubun da sisteme dahil edilebilmesi, önerilecek modelin başarısını artırabilecek bir husus olacaktır. KG sisteminde gemilere yatırım yapan grup geminin ilk dönemlerindeki yüksek amortisman ve faizlerden kaynaklanan giderleri vergi sorumluluklarından düşebilmektedir. Johns ve Sturm un analizlerine göre bu yapı sayesinde Alman konteyner filosu küresel konteyner kapasitesinin %35’ ini kontrol edebilmeyi başarmıştır (Johns ve Sturm, 2016: 147).

Alman KG sistemi, ticari denizcilik filosunu küresel ölçekte üst sıralara taşımış olsa da 2008 finans krizi ile beraber fonksiyonelliğini yitirmiştir. Bu çalışmada Türk Ticari Denizcilik Filosu için KG sisteminin de örnek alındığı bir model önerilmekte olduğu için anılan Alman sisteminin çökme nedenleri hakkında da değerlendirme yapılmıştır.

Alman KG Sisteminin Çöküş Nedenleri:

Bu sistemin en zayıf noktalarından biri her fonun sadece tek bir gemiyi finanse etmek üzere kurgulanmış olmasıdır. Dolayısıyla yapının içerisinde fon arz edenler sadece bir geminin ve onu temsil eden fonun getirisine mahkûm durumda kalmıştır. Oysa finansal piyasalarda modern portföy anlayışı riskin minimize edilmesi için portföyde çeşitlendirmeye önem vermektedir. Ayrıca, denizcilik sektöründe sıkça karşılaşılan sorunlardan bir tanesi navlun fiyatlarındaki volatilitedir. Bununla beraber gemiler zaman zaman teknik sorunlar yaşamaktadırlar. Tek bir varlığa yapılan yatırımlarda, varlığın performansını etkileyen bu tür sorunlarla karşılaşıldığında mali kayıp riskinin artması beklenen bir durumdur.

Sistemin çökmesinin ikinci önemli nedeni gemiyi temsil eden varlığın oldukça uzun bir vadesinin olmasıdır. Fon arz edenler vergi avantajını paralarını 15- 20 yıl arasında bağlama karşılığında kabul etmişlerdir. Varlığın vadesinin bu kadar uzun olması ilk kurgulandığı zamanlar ikincil piyasa oluşturma gerekliliğinin göz ardı edilmesi sonucunu doğurmuştur. Yani bu yatırım ve finansman aracı ilk başta ikincil piyasası yokmuş gibi düşünülmüştür. KG sisteminin başarılı bir çıkış stratejisi planlanmamıştır (Kuster vd., 2016:127). Oysa ki günümüz finans piyasalarında ihracı mümkün olan bir varlığın ikincil piyasası da birincil piyasa gibi zorunluluktur. Yani likidite sorunu ile doğan bir varlığın piyasada talep görmesi günümüz koşullarında mümkün değildir. Sistemin işlevini yitirmesinin bir diğer sebebinin de bu fona katılan yatırımcıların finansal okur yazarlık seviyelerinin düşük olmasıdır. Serbest meslek

sahipleri bu fonun temel yatırımcılarıdır ve sisteme katılmalarının temel sebebi vergi muafiyeti olmuştur. Bu bilgi eksikliği ilgili yatırımcıların her zaman ürkek davranması ve sürekli kazanca odaklı olması sonucunu doğurmuştur. Yatırımcının bu ürkek tavrı davranışsal finansta anılan bazı duygusal tuzaklara çabuk düşmelerine neden olmuş ve zarar- kriz anlarında tedirgin bir tavır takınarak rasyonellikten uzak kararlar almaları sonucunu beraberinde getirmiştir.

Türkiye İçin Alman KG Sistemine Benzer Bir Model Önerisi- Girişim Sermayesi Yatırım Fonları (GSYF):

Burada, öncelikle KG sistemine benzer bir modelin neden gerekli olduğunu tartışmak anlamlı olacaktır. Türk ticari denizcilik filosu dünya genelinde önemli bir konuma sahip olsa da mevcut durumunda sağladığı kaynaklar sürdürülebilir bir özellik arz etmemektedir. Şu ana kadar ihtiyaç duyulan kaynak para piyasalarından kredi şeklinde sağlanmıştır. Dolayısıyla denizcilik, borçla büyüyen bir sektördür ve borçlanmanın da sınırlarına gelinmiştir. Denizcilik sektörü sermaye yoğun bir sektördür. 2008 krizi öncesine kadar bir gemi bedelinin yaklaşık %20 si armatör tarafından peşinat şeklinde tedarik edilip kalan kısmı banka kredisi ile karşılanabiliyorken günümüzde değişen bankacılık regülasyonları ile bankaların payı küçülmüştür. Armatörün üzerine binen finansal yük önemli ölçüde artmıştır. Başka bir ifadeyle, bankalar, küresel krizden sonra riskleri minimize etmek için risk yoğun kredilerde muslukları kısmıştır. Son Basel kriterleri ile (III ve IV) riskli varlıklar için verilen kredilerle ilgili karşılıklarda zorunlu artışlar yaşanmıştır. Stopford bunu “Gemi finansmanında banka kredilerinin altın çağı sona ermiştir ve sektör alternatif fon kaynaklarına yönelmek zorundadır” ifadesiyle açıklamıştır (Stopford, 2009: 280). Küresel krizi takip eden süreçte yaşanan pandemi döneminde aşırı düşen taşıma talebi ve kredilendirilen gemilerdeki risklerin gerçekleşmesi, bankaların da denizcilik sektörü ile aralarına mesafe koymasına neden olmuştur. Bu durum Türkiye’ye de aynı şekilde yansımıştır. Söz konusu değişiklik en çok KOBİ niteliğindeki denizcilik şirketlerinin işini zorlaştırmıştır. Bu tür şirketler genelde koster sahibi olup Türk denizcilik filosunun önemli bölümü koster tarzı gemilerden oluşmaktadır.

Yeni bir finansman yöntemine geçilmesini zorunlu kılan hususlardan biri de denizcilik sektöründeki firmaların sermaye yapılarıdır. Hatırlanacağı üzere daha çok aile şirketi şeklinde örgütlenen Türk filosunun bu yapısı, gemi fiyatlarının artışı ile beraber maliyetlerini karşılamakta zorlanmaya başlamıştır. Geçmişte aile serveti (öz kaynak) ile karşılanabilen gemi alımları, handy size gibi küçük kapasiteli bir gemi için bile 25- 30 milyon dolarlar seviyesine yükselince ödeme güçlükleri ortaya çıkmaya başlamıştır. Üstelik bankacılık regülasyonları ile neredeyse gemi fiyatının yarısının peşinat olarak getirilmesi gerekliliği aile şirketi yapısındaki bu organizasyonların kaldırabileceği bir yük olmaktan çıkmıştır. Grammenos da bu durumu “Denizcilik şirketlerinin ayakta kalabilmeleri için finansal yapılarını aile şirketi kasası olmaktan çıkarıp kurumsal sermaye yapılarına entegre etmeleri bir zorunluluktur” şeklinde ifade etmektedir (Grammenos, 2013: 540). Bu zorunluluk aynı açıdan eleştirilen Türk denizcilik şirketleri için de geçerlidir. Ancak bankacılık piyasasından kaynak sağlanabilmesi, denizcilik şirketlerinin de bu yapılanmaya gitmelerini sürekli geciktiren bir faktör olmuştur. Sermaye piyasalarına entegrasyon hem riski tabana yayacaktır ve hem de atıl tasarrufların ulusal ekonomiye kazandırılmasını da mümkün hale getirecektir. Türkiye’de sermaye piyasalarında fon arz edenlerin bir kısmının bu tür varlıklara (düşünülen GSYF) talepte bulunması mümkündür. Alman KG sisteminde serbest meslek sahiplerinin fonları sisteme çekilmiştir. Türkiye’de de sermaye piyasalarında nitelikli yatırımcıların menkul kıymetleştirilmiş girişim sermayelerini talep etmesi beklenebilir. Çünkü Türkiye, zaman zaman enflasyon sarmalına giren bir ekonomik yapıya sahiptir. Yatırımcılar, enflasyondan korunmak için farklı varlıklara yönelmektedirler ve aynı Hedge etkisinin sağlanması için dolar bazlı gelir yaratan gemileri temsil eden fonlar sistemde alıcı bulabilir.

Alman KG sistemi, “dişçi ve doktorların” parasını sektöre çekmiştir. Türkiye’de de benzer bir potansiyel (enflasyondan korunmak isteyen bireysel nitelikli yatırımcılar) mevcuttur ancak bu sermayeyi denizcilikle buluşturacak **güvenli bir köprü** (Enstrüman) yoktur.

Alman KG sisteminde denetim problemleri de yaşanmıştır. Bunun yanında gemi zarar bile etse, üst düzey yöneticiler yüksek gelirler elde etmeye devam etmiştir. Ancak Türkiye özelinde önerilen GSYF, aynı zamanda Sermaye Piyasası Kurumunun da denetiminde olacağı için sağlanan şeffaflık KG sistemine göre bu yeni varlıkları daha çekici kılacaktır.

5. Önerilen Fonun Yapısı, Mevzuat Altyapısı ve Taraflar

Bu noktada, SPK regülasyonlarına tabi, denetlenebilir, ulusal mevzuata uygun bir Gemi Finansmanı Girişim Sermayesi Yatırım Fonu çözüm önerisi olarak sunulmaktadır. Öncelikle konu hakkındaki temel yasal düzenleme incelenmiştir. Türkiye de bu konudaki temel yasal düzenleme; SPK' NIN III- 52.4 Sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'dir. Belirtmek gerekir ki Alman KG sistemi bir ortaklık yapısını esas almaktadır. Oysa SPK'nın tanımladığı GSYF kavramı bir tüzel kimliği değil bir malvarlığını ifade eder. Tamamen SPK'nın gözetim ve denetiminde olan bir kavramdır. Kurulması için bir Portföy Yönetim Şirketine ihtiyaç vardır. Öyleyse GSYF'lerin temel bileşenlerinin incelenmesi anlamlı olacaktır.

- a) **Kurucu ve Yöneticiler:** Bir GSYF ancak bir Portföy Yönetim Şirketi tarafından kurulabilir. Bu şirketin finans piyasalarında faaliyet gösterebilmesi için mutlaka SPK lisansına sahip olması gerekmektedir. Bu ilişkiden Sermaye Piyasası Kurulunun tüm denetim ve regülasyonlarına bağlılık çıkar. Böylece denetim ve şeffaflık tam olarak sağlanabilmektedir. Bilindiği gibi sermaye piyasalarında yatırımcılar "Bilgilendirilerek" korunurlar. Portföy Yönetim Şirketleri yatırımcılarının yatırım kararlarını etkileyebilecek her türlü bilgiyi SPK gereği açıklamak zorundadırlar. Böylece şeffaflık prensibi yerine getirilmiş olur. Kurucu olarak Portföy Yönetim Şirketi fonun kurulmasından, yönetilmesinden, portföye ne tür gemilerin alınmasından sorumludur. Bu noktada Gemi Finansmanı GSYF'nin Alman KG sisteminden ayrıştığı noktaya da değinmek gerekmektedir. KG sisteminde ilgili dönemde sermaye piyasası mevzuatı henüz gelişmekte olduğu için kurucu görevi komisyoncuların bir faaliyeti olarak ifa edilmiştir. Dolayısıyla komisyoncuların sermaye piyasaları ile ilgili ehliyeti tartışmalı bir durum arz eder. Oysa ki günümüzde ve önerdiğimiz Türkiye modelinde kurucu, tüm sınırları Geniş Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatında belirlenmiş Profesyonel bir Portföy Yönetim Şirketi olmak zorundadır (SPK, 2014: md 5).
- b) **Saklayıcı Kuruluş:** Sermaye piyasalarında fon arz edenlerle talep edenler, Portföy Yönetim Şirketleri gibi ihraççıların çıkardığı ya da aracılık ettiği menkul kıymetleri, organize piyasalarda alıp satarak ilişki kurarlar. Burada menkul kıymetlerin alanlara, paranın (fonların) ise çıkaran ya da ikincil piyasalarda satanlara geçebilmesi için örgütlenmiş piyasa bileşenlerine ihtiyaç vardır. Takas ve Saklama hizmetini yerine getiren kuruluşlar sermaye piyasalarının ayrılmaz birer bileşenidir. Bunun olmadığı bir piyasada para ve menkul kıymet akışlarının kontrol edilebilirliği sorun olmaktadır. Nitekim KG sisteminin açıklarından biri bu olmuştur. Dönemin sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi dikkate alındığında mevzuat açısından bu tür bir eksiklik anlaşılabilir bir durumdur. Ancak günümüz finans sisteminde özellikle de sermaye piyasalarında mevzuat, sınırları belirlemekte oldukça yeterlidir. Böylece yatırımcı- ihraççı ağında gerçekleşen tüm işlemlerin mevzuat karşılığı bulunmaktadır. Saklayıcı kuruluşun temel görevi Gemi Finansmanı GSYF'nin varlıklarını (bunlar nakit ya da menkul kıymetler olabilir) fiziki ya da dijital ortamda saklamaktır. Bu noktada saklayıcının, tarafların menfaatlerini korumak üzere bir aracı konumunda olduğunu da farketmek gerekir. Güven unsurunun sağlanması hizmeti de bu şekilde ifa edilmektedir. Saklayıcının onayı olmadan varlıklar üzerinde fon yöneticisinin keyfi bir tasarruf yetkisi kullanması ihtimali de böylece ortadan kalkmış olmaktadır. Karan ve Aydoğan saklayıcı kuruluşun faaliyetlerini bir "Emniyet Sübabı" olarak tanımlamaktadırlar (Karan ve Aydoğan, 2019: 410). Günümüzde finans piyasalarında alışveriş inançlı mülkiyet esasına göre gerçekleşmektedir. İşlem hızı, yatırım ve finansman araçlarının çeşitliliği, işlem maliyetleri ve büyüklüğü bu durumun ortaya çıkmasına neden olan temel sebeplerdir.
- c) **Girişim Şirketi:** Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının temel stratejisi doğrudan varlık edinimi değildir. Çünkü sermaye piyasalarında önemli olan duran varlık yatırımı değildir. Bu şirketlerin kazancında faaliyetler sonucu elde edilen karlar öncelikli kalem olduğu için dönen varlıklar ön plandadır. Doğrudan varlık edinimi, elde edilen kazancın vergilendirilmesi ve aktif tarafta büyüyen duran varlıklar ile mevzuatın ön gördüğü sınırlar dikkate alındığında faaliyetlerin sınırlandırılması açısından tercih edilen bir yöntem değildir. Bunun yerine gemi sahibi olan bir armatör anonim ortaklığa yatırım yapmak tercih edilen bir yöntemdir. Uygulamada öngörülen yöntem şudur. Her gemiye ayrı bir anonim şirket kurulur. Mevcut durumda denizcilik şirketleri, riskin bilançoya bulaşma endişesi nedeniyle pratikte bu şekilde davranmaktadır. Gemi Finansmanı GSYF bu anonim şirketin sermayesine iştirak ederek fon transferi sağlar. Yani risk her gemi özelinde yeniden yapılandırılır ve filonun konsolide bütçesi gemilerden doğacak risklerden korunmuş olur.

Fonun ihraç edeceği menkul kıymetlerin hitap ettiği kitlenin belirlenmesi fon için kritik bir politika alanıdır. Çünkü KG sisteminin başarısının sürdürülememesinin nedenlerinden biri yatırımcılarının finansal okur yazarlık bilgisindeki zafiyettir. Hatırlanacağı üzere sistemin yatırımcılarının vergi muafiyeti peşinde koşan serbest meslek sahipleri olduğu daha önce belirtilmişti. Yatırımcı kitlesinin niteliği fonun başarısında önemli bir faktördür. Çünkü davranışsal finans açısından meseleye yaklaşıldığında düşük profilli yatırımcının tedirgin davranışının fonun başarısını bozan bir argüman olduğu söylenebilir. Bu yüzden önerilen modelde GSYF'nın yatırımcılarının sermaye piyasası mevzuatında tanımlı bir profil olan "Nitelikli Yatırımcı" olması gereklidir. Sermaye piyasası mevzuatında portföy büyüklüğü belirli bir sınırın üzerinde olan yatırımcı nitelikli yatırımcı olarak tanınmaktadır. Uygulamada ise bazı yatırım fonlarının nitelikli yatırımcı statüsünde olduğu görülmektedir. Bu da nitelikli yatırımcı için her ne kadar belirli bir portföy büyüklüğü sınırıyla tanım yapılırsa da uygulama profesyonel oluşumlar olduklarını göstermektedir. Yatırımcının bu kimliği portföy yönetiminin de profesyonel şirketlerce gerçekleşmesi ile birleşince bu durum yatırımcı ile fon yöneticisi arasındaki kazanç paylaşımına da yansımacaktır. Çünkü GSYF denetlenebilir ve şeffaf yapısı sayesinde adil bir paylaşım yapısına sahiptir. Bu da gemi kar etmediği sürece fon yöneticilerinin belirli bir hak ediş hariç fazladan kazanç sağlayamaması anlamına gelmektedir. Alman KG sisteminin kusurlu yönlerinden biri de gemi kazanç sağlamasa da yöneticilerin fahiş gelirler elde edebilmiş olmalarıdır.

Kuruluş gerçekleştikten sonra Gemi Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Yatırım Stratejisi ne olmalıdır, sorusu akıllara gelecektir. Model için yatırım stratejisi önerisi şu şekilde olabilir. KG sisteminde portföy tek bir gemi türünden yola çıkılarak oluşturulmaktadır. Bu ise riskin yayılamaması ve gerçekleştiğinde yıkıcı sonuçlarının olması anlamına gelmektedir. Markowitz' in Modern Portföy Kuramına göre bütün yumurtaların aynı sepete koyulması ve riskin minimize edilmesi için portföydeki varlıkların sayısının artırılması hatalı bir yaklaşımdır. Bunun yerine sepete birbirleri ile farklı konjonktürel yapılarda farklı hareket eden varlıklar, portföyde, optimal miktarda toplanmalıdır. Böylece bir varlığın fiyat hareketliliği negatif yönde seyrettiğinde aynı koşullarda pozitif hareket içine giren varlıklar sayesinde zarar minimize edilebilir.

FONUN YATIRIM STRATEJİSİ: Markowitz'e göre bir yatırımın riski tek başına değil, portföydeki diğer varlıklarla olan **kovaryansı** (birlikte hareket etme eğilimi) bağlamında değerlendirilmelidir. Dolayısıyla, aralarında tam pozitif korelasyon bulunmayan varlıkların bir araya getirilmesi (çeşitlendirme), beklenen getiriden ödün vermeksizin toplam portföy riskinin azaltılmasını sağlar (Markowitz, 1952: 79).

Karma Portföy Oluşturulması: Bu yaklaşımdan hareketle denizcilik sektörünün volatilitisini de göz önünde bulundurarak temel stratejinin "Risk Dağıtımı- Diversification ve Konjonktür Karşıtı Yatırım" olması gerekmektedir. Risk dağıtımı zaten günümüz portföy kurulumunda neredeyse tüm riskli portföyler için öncelikli husustur. Denizcilik sektöründe ise Markowitz' in görüşleri doğrultusunda birbirleri ile zıt hareket edebilen varlıkların portföyde beraber bulunması konjonktür karşıtı yatırıma uygun bir yaklaşım olacaktır. Alman KG sistemi fonları önerilen portföyün aksine tek bir gemi türüne odaklanmıştır. Bu gemi türü çoğu zaman Konteyner gemisi olmuştur. Oysa denizcilik sektöründe karma portföy oluşturulabilmesi imkânı vardır. Tanker gemileri, kuru yük gemileri ya da konteyner gemileri arasındaki korelasyon her zaman pozitif değildir. Modern portföy kuramında yatırımcılar sadece beklenen getiriye odaklanmazlar. Bununla beraber varyansı yani riski de minimize etme yolunu seçerler. Bunun da yöntemi portföyde birbirleriyle farklı yönde hareket eden varlıkların bulunmasıdır. Böylece ortalama varyans ve beraberinde risk azalacaktır. Denizcilik sektöründe aralarında negatif korelasyon bulunan gemilerin portföyde bulunması GSYF'na Hedge- Korunma/ Dengeleme imkânı sunar. Navlunları birbirlerinden farklı hareket eden gemilerin portföyde yer alması sayesinde risk azalır. Şöyle ki, örneğin akaryakıt fiyatları düşerek taşıma talebinin arttığı zamanlarda aynı anda konteyner taşıma talebinin de düştüğü bir ekonomik konjonktürde tanker navlunları sayesinde artan kazançlar, konteyner taşıma talebindeki düşüş yüzünden düşen navlun ve beraberinde ortaya çıkabilecek zararı dengeleyebilecektir. Alizadeh ve Nomikos'un belirttiği gibi, "Farklı gemi tiplerinden oluşan bir portföy, getiri beklentisini düşürmeden riski (standart sapmayı) önemli ölçüde azaltır" (Alizadeh ve Nomikos, 2009: 345). Karma bir portföy oluşturmak sadece farklı gemi tiplerinin portföye dahil edilmesi ile sınırlı kalmamalıdır. Bunun yanında ölçek ekonomisi açısından da mesele ele alınmalı ve gemilerin çeşitlendirilmesi ile beraber gemi boyutlarının çeşitlendirilmesi de göz önünde bulundurulmalıdır. Şöyle ki; fona tek bir Panamax tarzı gemi almak kadar örneğin Supramax gibi farklı tonajlarda gemiler de dahil edilmelidir. Her geminin ve taşıdığı ürünün bir piyasası olduğu için sektörel krizlerde piyasaların çöküş riskine karşı da bu şekilde korunma sağlanabilir.

Geminin Tipine ve Yaşına Karar Vermek (Vessel Profile): Portföye dahil edilecek gemilerin sıfır mı ikinci el mi olmasına karar vermek bir diğer önemli husustur. Bu noktada GSYF'nın ömrü üzerinden konunun ele alınması

gerekmektedir. Çünkü GSYF'nin ömrü 7 ile 10 yıl arasında olmaktadır. Kısa sayılabilecek bu süre içinde fona dahil edilecek gemilerin derhal gelir getiren birer aktif konumunda olması gerekmektedir. Tonaj ve türüne bağlı olarak yeni sipariş edilen bir geminin gelir getirici bir aktif konumuna gelebilmesi için uzun bir bekleme süresi vardır (geminin inşa süreci, en az bir yıl). Özellikle büyük tonajlı ve farklı elleçleme ekipmanları ile donanmış bir gemi için süre iki yıldan fazla olabilmektedir. Üstelik bu süre farklı bir riski de barındırmaktadır. Tersaneye yeni sipariş bir geminin iki yıl boyunca gelir getirememesi bir yana, ayrıca, denizcilik sektöründe arzın değişen piyasa koşullarına uyum sağlayamaması riski de dikkate alınmalıdır. Yani arz esnekliğinin oldukça düşük olduğu gemi piyasasında tersaneye yeni sipariş verilen bir gemi, imalat sürecinde değişen piyasa koşulları yüzünden inşaat bitip gemi suya indiğinde kontrat bulamayabilir. Çünkü taşıma talebi ve beraberinde navlunlar düşmüş olabilir. Son yaşanan pandeminin denizcilik dahil tüm sektörlerde neden olduğu kırılmalar dikkate alındığında inşa sürecinin nasıl bir risk barındırdığı somut olarak ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden portföye dahil edilen gemilerin nakit akışı yaratma hızları yüksek olmalıdır. Bu da ancak ikinci el gemiler ile sağlanabilir. Böylece, ikinci el gemiler portföye dahil edildiği anda navlun geliri yaratmaya başlayacaktır.

GSYF yatırımcıları belirli bir getiri umuduyla fon arzında bulunur. Bu doğrultuda GSYF yöneticileri, yapılacak yatırımlarda en azından nitelikli yatırımcıların beklentisini karşılayabilecek bir kazancın garanti altına alındığı bir strateji izlemelidir. Denizcilik piyasasında gemiler Tramp (tarife dışı) ya da Liner (belirli bir zaman planlamasına göre) çalışmaktadırlar. Liner çalışan gemiler uzun vadeli kontratlarla, belirli bir getiriyi garanti ederler. Belirli bir hat üzerinde belirli bir taşıma talebi varsa orada yoğunlukla Liner bir taşımacılık anlayışı egemendir. Bununla beraber bir diğer yöntem de Tramp taşımacılığıdır. Bu yöntemde genelde spot fiyatlardan navlun geliri oluşur. Riskin daha yüksek olması ile beraber kazancın da artması bu yöntemde olasıdır. Kavussanos ve Visvikis Tramp ve Liner çalışan gemilerin nakit akışlarını, konjonktürden etkilenme düzeylerini inceledikleri çalışmada bir denizcilik şirketinin gemilerini yarı yarıya bu iki alanda ayrı bir şekilde çalıştırması gereğini ortaya koymaktadırlar (Kavussanos ve Visvikis, 2006: 112). Öyleyse GSYF yöneticisi gemilerin bir kısmını (örneğin yarısını) uzun süreli kiraya vererek Liner çalıştırmalı ve böylece fonun sabit giderleri ile yatırımcısının getiri beklentisini garanti altına almalı diğer yarısını da Spot piyasada çalıştırarak piyasanın yükseliş dönemlerindeki yüksek navlunlardan yüksek kazanç fırsatlarından yararlanmalıdır.

FONDAN ÇIKIŞ STRATEJİSİ: GSYF' ye fon arz eden nitelikli yatırımcının istediği zaman fondan çıkıp çıkamayacağı önerilen modelde açıklanması gereken bir husustur. Çünkü Alman KG sisteminde bu husus dikkate alınmamış, ikincil bir piyasanın olmaması fondan parasını çekmek isteyen yatırımcının mağdur olmasına ve KG sisteminin de zarar görmesine neden olmuştur. KG sisteminde fonların vadesi için 30 yıla yaklaşan süreler öngörüldüğü için çıkış stratejisi göz ardı edilmiştir. Bu nedenle önerilen modelde çıkış stratejisinin de ne olacağı üzerinde durulacaktır. Yani soru şudur: GSYF kurularak yatırımcının parası sisteme finansman kaynağı olarak dahil edildikten sonra yatırımcı parasını alıp sistemden çıkmak istediğinde nasıl bir yol izlenecektir. Denizcilik varlıkları likidite açısından pay senetlerine benzemez. Yani anlık olarak alım satım seyyaliyet kabiliyeti yoktur. Hisse senedi gibi alınıp satılabilmesi için fonun belirli bir büyüklüğe ulaşabilmesi gerekmektedir. Bu hem gemi sayısındaki artışa hem yatırımcı sayısındaki artışa hem de belirli bir rakamsal büyüklüğe ulaşabilmek anlamına gelmektedir. Halka açık ortaklık statüsünün kazanılabilmesi için mevcut koşullar GSYF için belirlenen büyüklüğe ulaşmadan mümkün değildir. Bu yüzden çıkış stratejisi fonun başarısı için büyük önem arz etmektedir. GSYF'ler varlıklarını sonsuza dek ellerinde tutmak üzere kurulmazlar. Amaç, belirli bir vade sonunda (7- 10 yıl) azami değere ulaşmış şekilde elden çıkarılarak karla beraber yatırımcıya dağıtımın yapılmasıdır. Bu noktada tek bir çıkış stratejisi belirlemek önerilen modelin başarısını sınırlayabilir.

Varlık Satışı ile Sistemden Çıkış (Asset Sale): Denizcilik ekonomisinde temel kural en yüksek navlun getirisi ile gemiyi işletmek ancak ekonomik ömrü bitmeden de gemiyi elden çıkarmaktır. Navlun getirisi piyasa döngüsünün karlı koşullar arz etmesi ile mümkündür ve bunun bir piyasa döngüsü vardır. Bu nedenle GSYF fon yönetimi navlun getirilerinde yüksek kazancın devam ettiği döngüde gemileri çalıştırır ve bu döngü sona ermek üzereyken gemileri elden çıkarmalıdır. Yani gemilerin elden çıkarılması için fonun süresinin sona ermesi beklenmemelidir. Önemli olan kazançlı piyasa döngüsünden azami yararlanmaktır. Stopford gemi fiyatlarının navlun piyasasındaki dalgalanmalara aşırı tepki verdiğini, kriz dönemlerinde 10 milyon dolar olan bir geminin kriz sonrası navlunların yükselişte olduğu zamanlarda dört katına kadar alıcı bulabildiğini ifade eder. Fon yöneticisinin başarısı söz konusu çıkış penceresinin yakalanabilmesine bağlıdır (Stopford, 2009: 96). Tasfiye sürecinde, tüzükte fon için belirtilen süre sona erdiğinde (örneğin 8 yıl) GSYF portföyünde bulunan deniz taşıtları brokerların aracılık yapmasıyla ikinci el

gemi piyasalarında satışa sunulur. Yine buradan sağlanan nakit önceden belirlenmiş kar dağıtım kurallarına göre yatırımcıya yansıtılır. Böylece fon sona erer.

İkincil Piyasada Payların Devri: Varlık satışına alternatif olabilecek bir diğer çıkış stratejisi İkincil pazarda payların devri seçeneğidir. Denizcilik sektöründe yatırımlar uzun vadelidir. Bu vade yapısı denizcilik varlıklarının ikincil piyasasının oluşması ve bunların el değiştirme hızını doğrudan etkilemektedir. Önerilen fonda yatırımcıların Nitelikli Yatırımcı olarak belirlenmesi payların devrinde sorun yaşanmamasını sağlar. Çünkü GSYF' ye ait paylar borsada doğrudan işlem görmese de Sermaye Piyasası Kanununda varlıkların Nitelikli Yatırımcılar arasında devri önünde hukuki bir engel bulunmamaktadır. Karan ve Aydoğan, GSYF'lerde fonun süresi sona ermeden çıkmak isteyen yatırımcıların paylarını fon yönetiminin onayıyla başka bir nitelikli yatırımcıya satabileceğini ifade etmektedir. Bu durum, Alman KG sistemindeki gibi yatırımcıların fona mahkûm olmasını engeller (Karan ve Aydoğan, 2019: 415).

Halka Arz: Bir diğer çıkış senaryosu olarak fonun Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı benzeri bir yapıya dönüştürülerek halka arzı söz konusu olabilir. Ancak bu çıkış senaryoları arasında en zayıf tercih olabilir. Çünkü bunun için fonun belirli bir büyüklüğe ulaşması gerekir ve regülasyon maliyetleri kuruluş aşamasında oldukça yüksek olacaktır. Bu yüzden bu yöntemin ancak büyüme aşamasında bir seçenek olarak incelenmesi daha doğru bir yaklaşım olacaktır.

6. Sonuç ve Öneriler

Türk Deniz Ticaret Filosunun gençleştirilmesi Ulusal Stratejik bir hamle niteliğindedir. Yaşlı denizcilik filosu günümüzde ulaştığı rekabetçi yapısı ve yüksek taşıma kapasitesini korumak istiyorsa filonun mutlaka gençleştirilmesi gerekmektedir. Ancak denizcilik finansmanında uluslararası regülasyonlar yaşlı filoların refit ya da yeni gemi alımlarında finansmana ulaşım ile gemi yaşı arasında bir ilişkiye göre karar verdiğinden sektöre aktarılabilecek fonlara ulaşılabilmesi filonun gençleşmesine bağlıdır.

Türk denizcilik sektöründe sermaye yetersizliği sorunu hem günümüzün önemli bir meselesi hem de gelecekte önlem alınması gereken stratejik bir konudur. Bu çalışmada Alman KG sisteminden de dersler çıkarılarak 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa uygun (SPK III- 52.4) bir Gemi Finansmanı Girişim Sermayesi Yatırım Fonu örnek bir model olarak ortaya konmuştur. Çalışma içeriğinde ortaya konulan temel bulgular ve sektöre yönelik tavsiyeler şu şekilde belirtilebilir.

Geleceğe Dair Stratejik Mecburiyet: Filo Yaşının Gençleştirilmesi ve Sürdürülebilirlik: Türk ticari denizcilik filosunun yaş ortalaması 20 yılın üzerindedir. Denizcilikte taşıma araçlarının daha çevreci olması, Yeşil Dönüşüm (Green Transition) anlayışının son yıllarda benimsenmesi bu profilin geleceğini tehdit etmektedir. Uluslararası alanda denizcilikte düzenleme yapma yetkisi olan kuruluşlar karbon emisyonu ve sürdürülebilir deniz taşımacılığı üzerine çalışmalara hız vermiştir. Yakın gelecekte yaşanmış ve verimi düşmüş gemilerin ticari hizmetlerde kullanımı nihayete erecektir. Çalışmada önerilen Gemi Finansmanı GSYF ile finansman bulmak ve filoyu modernize etmek mümkün hale gelecektir. Modern teknoloji, yakıt tasarrufu sağlayabilen ancak yüksek fiyatlı genç gemilere aile şirketi hüviyetinde olan denizcilik şirketlerinin yatırım yapmaları oldukça zordur. Bu zorluk Nitelikli Yatırımcılar sayesinde fondan sağlanan kümülatif sermaye ile aşılabilecektir. UNCTAD raporlarında, gelişmekte olan ülkelerin denizcilikteki varlığını filolarının teknolojik uyumu ve yaş profiline bağlamaktadır (UNCTAD, 2023: 45).

Ulusal Ekonomiye Olumlu Yansımalar: Türkiye, sürekli olarak dış ticaret açığı veren ve döviz kaybının devamlılık arz ettiği bir ekonomiye sahiptir. Oysa denizyolu ile yapılan taşıma faaliyetlerinden sağlanabilecek döviz girdisi, cari açığa olumlu katkısı düşünüldüğünde üzerinde önemle durulması gereken stratejik bir konudur. Çünkü denizcilik, net döviz girdisi sağlamaktadır. Önerilen model ile fonlanan gemilerden elde edilecek kazanç yine ulusal ekonomi içinde kalacaktır. Çünkü fonun yatırımcısı Türk vatandaşlarına (Nitelikli Yatırımcılar) aktarılacaktır. Yercan ve Rizvanollinin çalışmalarında vurguladıkları gibi ulusal bir denizcilik finansman sistemi navlun gelirlerinin ödemeler dengesine pozitif katkısını maksimize edecektir (Yercan ve Rizvanolli, 2012: 112). Önerilen fon ile gençleşerek daha verimli hale gelecek bir ticari denizcilik filosunun milli gelire olumlu katkısı mutlak bir gerçektir.

Önerilen Gemi Finansmanı Girişim Sermayesi Yatırım Fonu modeli tamamen denizcilik sektörü odaklıdır. Bu tematik yapının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından da teşvik edilmesi gerekmektedir. İlgili fonun kuruluş prosedürleri hızlandırılmalı ve başta ilgili bakanlık olmak üzere Deniz Ticaret Odası tarafından da desteklenmelidir.

Sermaye Piyasaları dinamik bir yapı arz eder. 6362 sayılı kanun piyasa düzenleyici bir metindir ve çerçeve kanun niteliğinde olup piyasaların ihtiyacı olan regülasyonların hızlı bir şekilde gerçekleştirilmesi için yetkiyi Sermaye Piyasası Kuruluna devretmektedir. Bu yetki devri kurulun Gemi Finansmanı için önerilen GSYF'nin kuruluşunu hızlandırabilecek düzenlemelere yönelik her türlü adımın atılmasını mümkün kılmaktadır. Gemi Finansmanı Girişim Sermayesi Yatırım Fonları, Alman KG sisteminin başarılı yönleri de dikkate alınarak kurgulanmıştır. KG sistemini başarıya ulaştıran en önemli faktörlerden biri yatırımcılarına vergi avantajı sağlamasıdır. Çalışmada önerinin temel dayanaklarından biri vergi avantajı kavramıdır. Türkiye' de Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının elde ettiği kazançlara Kurumlar Vergisi istisnası uygulanmaktadır. Önerilen fonun başarıya ulaşabilmesi için bu muafiyetin gemi alım- satımlarından doğan karları da kapsayacak şekilde genişletilmesi, nitelikli yatırımcıyı sisteme çekebilmek için cazip bir unsur olacaktır.

Çalışmanın Sınırlılıkları: Bu çalışma kavramsal ve nitel bir araştırma olması bakımından bazı yapısal sınırlılıklara sahiptir ve Türk ticari denizcilik filosunun yenilenmesi için bir finansman mimarisi tasarlamayı amaçlamaktadır. İlk sınırlılık maddesi olarak önerilen modelin teorik düzeyde bir politika tasarımı olması ve uygulama safhasına geçilmemiş olması gösterilebilir. Dolayısıyla modelin operasyonel verimliliği, gerçekte piyasa koşullarında ortaya çıkabilecek mevcut veya tahmin edilemeyen işlem maliyetleri ve vergi istisnalarının pratikteki karşılığı gözlemlenememiştir. İkincisi, çalışma temelde KG sisteminin tarihsel verilerine ve güncel ulusal sermaye piyasası kanununa odaklandığı için diğer bazı ülke örneklerindeki düzenlemeler (örneğin Norveç ve Yunanistan'daki uygulamalar) kapsam dışı bırakılmıştır. Son olarak, çalışmada ampirik bir analiz yapılmamış olması, önerilen modelin sayısal veri- sonuç tahminlerinin bu çalışmada yer almaması sonucunu doğurmuştur.

Gelecek Araştırmalar İçin Öneriler: Bu araştırma, denizcilik sektöründe finansman bağlamında paradigma değişimi için bir zemin oluşturmaktadır ve gelecek çalışmalar için şu yolları önermektedir:

- **Hukuki ve Vergisel Detaylandırma:** Denizcilik sektörüne yatırımcıların çekilebilmesi için vergi muafiyetleri, istisnalar ve teşvikler oldukça önemlidir. Bu nedenle, Türkiye' de yürürlükte olan Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisi yasal düzenlemelerinin, gemi alım ve satım ile işletme kazançları özelinde GSYF' ler için sağlayabileceği ek teşvikler üzerine derinlemesine hukuki araştırmalar yürütülebilir.
- **Dijital Dönüşüm Entegrasyonu:** Küresel finans sisteminde para merkezli dijital bir dönüşüm süreci yaşanmaktadır. Gemi finansmanında GSYF modelinin blokzincir teknolojisi ve "Ship Tokenization" (Gemi Tokenizasyonu) ile nasıl entegre edilebileceği, böylece sektördeki likidite sorununa dijital çözümler getirilip getirilemeyeceği incelenebilir.

Kaynakça

- Alizadeh, A. H., & Nomikos, N. K. (2009). *Shipping Derivatives and Risk Management*. Palgrave Macmillan
- Akol, S. (2008). *KG financing methodology in maritime industry: German evidence* (Master's thesis). İstanbul Bilgi University.
- Cerit, G. (2000). *Türkiye'de deniz taşımacılığı ve sorunları*. Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları.
- Deniz Ticaret Odası (DTO). (2023). *2023 yılı denizcilik sektörü raporu*. DTO Yayınları
- Grammenos, C. T. (2013). *The handbook of maritime economics and business* (2nd ed.). Lloyd's List.
- Johns, H., & Sturm, C. (2016). The German KG system. In H. S. J. Roe (Ed.), *Handbook of German shipping*. Springer.
- Kavussanos, M. G., & Visvikis, I. D. (2006). *Derivatives and Risk Management in Shipping*. London: Witherby Seamanship International
- Karan, M. B., & Aydoğan, K. (2019). *Kurumsal finansman yönetimi*. Gazi Kitabevi
- Kıran, İ. (2021). *Türk denizcilik ekonomisi ve politikaları*. Beta Yayınları
- Kuster Simic, A., Lauenstein, P., & Prigge, S. (2016). Valuation efficiency of secondary markets for formerly illiquid assets: The case of German KG ship funds. *Multinational Finance Journal*, 20(2).
- Markowitz, H. (1952) Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7, 77-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>

- Orfanidis, Y. (2009). *Shipping finance* (Master's thesis). National Technical University of Athens, Laboratory for Maritime Transport.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2014). *Girişim sermayesi yatırım fonlarına ilişkin esaslar tebliği (III-52.4)*. Resmî Gazete.
- Stopford, M. (2009). *Maritime economics* (3rd ed.). Routledge.
- Syriopoulos, T. C. (2007). Financing Greek shipping: Modern instruments, methods and markets. In *Research in Transportation Economics* (Vol. 21, pp. 171–219). [https://doi.org/10.1016/S0739-8859\(07\)21006-6](https://doi.org/10.1016/S0739-8859(07)21006-6)
- Tusiani, M. D., & Shearer, G. P. (2007). *LNG: A global business*. PennWell.
- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK). (2024). *Dış ticaret istatistikleri, Aralık 2023 (Haber bülteni No: 49633)*.
- Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı. (2024). *Denizcilik İstatistikleri 2023 Yıllığı*. Ankara: Denizcilik Genel Müdürlüğü.
- United Nations Conference on Trade and Development. (2023). *Review of maritime transport 2023*. United Nations.
- Yercan, F., & Rizvanolli, B. (2012). *Türk denizcilik sektörünün finansman sorunları ve çözüm önerileri*. Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları.

ETİK VE BİLİMSEL İLKELER SORUMLULUK BEYANI

Bu çalışmanın tüm hazırlanma süreçlerinde etik kurallara ve bilimsel atıf gösterme ilkelerine riayet edildiğini yazar beyan eder.

ARAŞTIRMACILARIN MAKALEYE KATKI ORANI BEYANI

1. yazar katkı oranı: %100

FİNANSAL DESTEK

Yazar, bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.