



İKTİSAT ANABİLİM DALI
DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE VARLIK FONU
UYGULAMALARI
HAZIRLAYAN
Nurevşan KUÇLU
YÜKSEK LİSANS TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. Erkan TOKUCU
KARS-2020



TC.

**KAFKAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE VARLIK FONU
UYGULAMALARI**

HAZIRLAYAN

Nurevşan KUÇLU

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman Ve Jüri Üyeleri

Prof. Dr. Erkan TOKUCU

Doç. Dr. Serkan KÜNÜ

Dr. Öğr. Üyesi Yunus KUTVAL

Kars-2020

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT	iii
ÖNSÖZ.....	v
KISALTMALAR LİSTESİ.....	vi
TABLO LİSTESİ.....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	viii
GRAFİKLER LİSTESİ.....	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İKTİSADİ SİSTEM İÇERİSİNDE ULUSALVARLIK FONU

1.1. Ulusal Varlık Fonunun Tanımı	3
1.2. Ulusal Varlık Fonlarının Kuruluş Amaçları.....	6
1.3. Ulusal Varlık Fonlarının Özellikleri	8
1.4. Ulusal Varlık Fonlarının Sınıflandırılması	9
1.5. Ulusal Varlık Fonlarına Kuramsal Bir Bakış	13
1.6. UVF'ler İçin Kullanılan Başlıca Endeksler	15
1.6.1. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi.....	16
1.6.2. Ulusal Varlık Fonu Skorbordu-Truman Endeksi	19
1.6.3. Santiago Endeksi.....	22

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA'DA VARLIK FONU UYGULAMALARI

2.1. Ulusal Varlık Fonlarının Tarihsel Gelişimi	29
2.2. Varlık Fonu Yatırımları.....	33
2.3. Ulusal Varlık Fonu Ülke Örnekleri.....	36
2.3.1. Norveç- The Government Pension Fund Global (GPF).....	36
2.3.2. Çin- China Investment Corporation (CIC).....	39
2.3.3. Kuveyt-Kuwait Investment Authority (KIA).....	44
2.3.4. Birleşik Arap Emirlikleri- Abu Dhabi Investment Authority (ADIA).....	46
2.3.5. Singapur Temasek Holding (Temasek Holdings)	49
2.3.6. Kore Yatırım Şirketi (Korea Investment Corporation)	52

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE VARLIK FONU UYGULAMASI

3.1. Türkiye Varlık Fonu'nun Türü	55
3.2. Türkiye Varlık Fonu.....	57
3.3. Türkiye Varlık Fonunun Amaçları.....	59
3.3.1. Büyüme ve Kalkınma ile İlgili Amaçlar	59
3.3.2. İstikrar ile İlgili Amaçlar.....	60
3.3.3. Dış Politika ile İlgili Amaçlar	61
3.4. Türkiye Varlık Fonunun Kaynakları ve İşleyişi	62
3.4.1. Türkiye Varlık Fonunun Kaynakları.....	62
3.4.2. Türkiye Varlık Fonunun İşleyişi	63
3.4.3. Türkiye Varlık Fonunun Denetimi.....	64
3.5. Türkiye Varlık Fonu'nun Diğer Ülkelerdeki Varlık Fonları İle Karşılaştırılması	65
3.5.1. Ulusal Varlık Fonlarının Sahip Oldukları Varlık Miktarına Göre Karşılaştırılması:	66
3.5.2. Ulusal Varlık Fonlarının Kaynak Bakımından Karşılaştırılması:	67
3.5.3. Ulusal Varlık Fonlarının Denetim Açısından Karşılaştırılması	69
3.5.4. Ulusal Varlık Fonlarının Ekonomik Büyüklükler Açısından Kıyaslanması....	70
3.6. Yabancı Ulusal Varlık Fonlarının Türkiye Ekonomisine Olası Etkileri.....	72
3.7. Türkiye Ulusal Varlık Fonunun Ekonomi ve Kalkınmaya Olası Etkileri.....	75
3.8. Türkiye Varlık Fonu Hakkındaki Genel Görüşler	77
3.8.1. Türkiye Varlık Fonu Hakkındaki Olumlu Görüşler.....	77
3.8.2. Türkiye Varlık Fonu Hakkında Olumsuz Görüşler.....	79
3.8.3. Türkiye Varlık Fonu'na Yöneltilen Eleştirilere Çözüm Önerileri:	83
SONUÇ.....	96
KAYNAKÇA	102
ÖZGEÇMİŞ.....	116

KAFKAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE VARLIK FONU UYGULAMALARI
YÜKSEK LİSANS
Nurevşan KUÇLU
Prof. Dr. Erkan TOKUCU
2020 – IX +116

ÖZET

Ulusal varlık fonları dünya genelinde şirket ve reel kaynaklara yatırım yapan başlıca yatırımcılar olarak ortaya çıkan, ülkelerin kısmen veya bütün olarak kendi ülkeleri dışında yatırım yaptıkları devlet fonlarıdır. Uluslararası finansal sistemde giderek daha fazla önem kazanmaya başlayan ulusal varlık fonlarının sistemdeki varlıkları, geçmişte oldukça eskiye dayanmakla birlikte, söz konusu fonların dünya çapındaki toplam büyüklükleri esas olarak geçtiğimiz son 10-15 yıllık dönemde, özellikle yüksek petrol fiyatları, finansal küreselleşme ve yabancı ülkelerdeki varlıkların hızla bazı ülkelere toplanması dolayısıyla büyük bir artış göstermiştir.

2001 yılından günümüze kadar birçok ülkede varlık fonları sayısı artış göstermiştir. Dünya genelinde kurulmuş olan varlık fonlarının temel kaynağı ise ülkelerin elde etmiş olduğu petrol ihracatı gelirlerinden, yüksek döviz rezervlerinden ve cari işlem fazlalıklarından oluşmaktadır.

Örnek olarak petrol gibi doğal kaynak zengini ülkeler olan Körfez Ülkeleri 1970’li yıllarda yaşanan petrol krizi sonrası petrol fiyatlarındaki ani artışlarla ihracat gelirlerini büyük ölçüde arttırmışlar ve bu fazla gelirlerini ise varlık fonları kurarak değerlendirmişlerdir. Yine aynı şekilde Asya ülkelerinde artan enerji talebi doğrultusunda büyük dış ticaret fazlalıkları elde edilmiş ve bölgede yeni varlık fonları kurulmuştur.

Finansal sistemin en yeni uygulamalarından biri olan varlık fonu ülkemizde de kurulmuş ve kurulması ile birlikte de birçok tartışmanın odak noktası haline gelmiştir. Bu çalışmada finansal sistemin yeni bir uygulaması olan ulusal varlık fonlarının tarihsel gelişimi, yapısı, faaliyetleri, yönetimini ve uluslararası standartlarla uyumu incelenmiştir. Bu inceleme yapılırken de dünya genelinde kendini ispatlamış ve başarılı olmuş 6 ülkenin varlık fonu ele alınmıştır. Çalışmanın

3'ncü bölümünde ise Türkiye Varlık Fonu tüm yönleri ile tanımlanmış ele aldığımız 6 ülkenin varlık fonları ile karşılaştırılarak fonun tüm artı ve eksi yönleri belirlenmiştir.

Sonuç olarak kurulduğu günden bugüne kadar tartışmalara konu olan Türkiye Varlık Fonu'nun eleştirilen yönleri ele alınmış ve bu eleştirilere yönelik çözüm önerileri sunulmuştur. Bu doğrultuda 2016 yılına kurulan Türkiye Varlık Fonu'nun Türkiye Ekonomisi içerisindeki rolü ve olası etkileri değerlendirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Ulusal Varlık Fonu, Türkiye Varlık Fonu, Dünya Varlık Fonu, Kalkınma Fonu.



Kafkas University
Institute of Social Sciences
Department of Economics
Asset Fund Applications in the World and in Turkey
Master's Thesis
Nurevşan KUÇLU
Prof. Dr. Erkan TOKUCU
2020 – IX +116

ABSTRACT

National Asset Funds have gained popularity in the last 10 years and the number of asset funds has increased in many countries since 2001. The main source of asset funds established worldwide is the oil export revenues, high foreign exchange reserves and current account surpluses. National asset funds are the state funds that are invested in countries or countries outside of their own countries, which have emerged as the major investors investing in companies and real resources worldwide.

Although the assets of the national asset funds in the system, which have become increasingly important in the international financial system, are based on considerably lags, the total size of the funds in the world in the last 10-15 years is mainly due to high oil prices, financial globalization and foreign assets. countries.

For instance, Gulf Countries, which are rich in natural resources such as oil, have increased their export revenues to a great extent with the sudden increase in oil prices after the oil crisis in the 1970s and utilized these surplus revenues by establishing asset funds. Likewise, in line with the increasing energy demand in Asian countries, large foreign trade surpluses were obtained and new asset funds were established in the region. The asset fund, one of the newest applications of the financial system, has been established in our country and has become the focus of many discussions with its establishment. In this study, historical development, structure, activities, management and compliance with international standards of national asset funds, which is the newest application of financial system, are examined. In the course of this review, the asset fund of the four proven and successful countries around the world was discussed. In the 3rd part of the study Turkey Fund Assets that we have dealt with all aspects of 4-defined asset funds with the funds of the country it is determined by comparing all the pros and cons of direction.

In the last part of our study is the day on which the committee dealt with the subject of controversy until today criticized aspects of Turkey's Assets Fund and offered solutions to address these criticisms. In line with this established 2016 in Turkey Turkey's economy Assets Fund role and potential impact are evaluated.

Key Words: Sovereign Wealth Funds, Turkish Wealth Fund, Development Fund, World Wealth Fund.



ÖNSÖZ

Bu çalışmanın amacı, literatürde oldukça karmaşık yapıda bulunan Ulusal Varlık Fonlarının (UVF) teorik temelleri belirlendikten sonra, yer aldığı söz konusu fonun dünyadaki diğer varlık fonu uygulama örnekleriyle karşılaştırılması ve Türkiye için henüz çok yeni bir kavram olan UVF ele alınarak TVF'nin daha iyi anlaşılabilmesi, faaliyetlerini hangi yatırım alanlarında geliştirebilmesi ve Türkiye'nin mevcut durumunda TVF konusunda ilerleyememe sebebinin açık hale getirilerek amaç edinilmesi gereken stratejilerin açıklanması hedeflenmektedir.

Bu çalışmanın belirlenmesinde ve hazırlanmasında bana yol gösteren ve her aşamasında yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım Prof. Dr. Erkan TOKUCU'ya sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Gerek lisans gerekse lisansüstü eğitimime başladığım günden beri bilgilerinden faydalandığım kıymetli hocalarım Prof. Dr. Adem ÜZÜMCÜ, Doç. Dr. Deniz ÖZYAKIŞIR ve Arş. Gör. Önder BALCI 'ya teşekkür ederim.

Ayrıca, çalışma süresince maddi ve manevi olarak desteğini benden esirgemeyen aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

...../...../2020

Nurevşan KUÇLU

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletler
ADIA	Abu Dhabi Investment Authority - Abu Dabi Yatırım Otoritesi
BSMV	Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
BAE	Birleşik Arap Emirlikleri
CIC	China Investment Corporation - Çin Yatırım Şirketi
GCC	Gulf Cooperation Council - Körfez İşbirliği Konseyi
GIC	Government of Singapore Investment Corporation – Singapur Yatırım Şirketi Hükümeti
GSMH	Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYİH	Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla
IFSWF	International Forum of Sovereign Wealth Funds - Uluslararası Egemen Zenginlik Fonları Forumu
IMF	Uluslararası Para Fonu
IWG	International Working Group of Sovereign Wealth Funds - Uluslararası Egemenlik Fonları Çalışma Grubu
KHK	Kanun Hükmünde Kararname
LMTI	Linaburg-Maduell Transparency Index - Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi
PIF	Public Investment Fund - Kamu Yatırım Fonu
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TVF	Türkiye Varlık Fonu
UKF	Ulusal Kalkınma Fonu

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Ulusal Varlık Fonu Tanımları.....	5
Tablo 2: Varlık Fonlarının Fon Yapısına Göre Geleneksel Sınıflandırılması	9
Tablo 3: Varlık Fonu Yatırımcısının Sınıflandırılması	10
Tablo 4: Toplam Varlıklara Göre En büyük On Ulusal Varlık Fonu Sıralaması (Nisan-2020)	12
Tablo 5: Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi (2017/2. Çeyrek Verileri)	18
Tablo 6: Truman Endeksine Göre Yıllar İtibariyle Ulusal Varlık Fonu Skorbordu .	21
Tablo 7: Santiago Uyum Endeksi 2013.....	27
Tablo 8: Varlık Fonlarının Çağdaş ve Daha Eski Örnekleri	30
Tablo 9: Norveç Varlık Fonu Yatırımlarının Dünya Genelindeki Sayısı ve Büyüklüğü	37
Tablo 10: Çin’de Kurulan Ulusal Varlık Fonları	41
Tablo 11: TVF ve Diğer Ülkelerin Varlık Fonlarının Varlık Miktarlarına Göre Sıralanışı (2020).....	67
Tablo 12: TVF’nin Kaynak Bakımından Diğer Ülkelerde Kurulan Varlık Fonları ile Karşılaştırılması	69
Tablo 13: Türkiye’nin Çeşitli Ülkelerle Kıyaslanması (2016).....	71
Tablo 14: Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Doğrultusunda Türkiye Varlık Fonu Analizi	92

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Varlık Fonu Tanımlamalarında Kullanılan Özellikler	8
Şekil 2: Ulusal Varlık Fonlarının Bölgesel Dağılımı	33



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: Varlık Fonları Kuruluşlarının Yıllara Göre Dağılımı	32
Grafik 2: Varlık Fonlarının Doğrudan Yatırımları (2000-2016)	34
Grafik 3: Varlık Fonu Yatırımlarının Sektörel Dağılımı (2016)	35
Grafik 4: Çin Yatırım Şirketi Portföy Dağılımı (2016)	42
Grafik 5: CIC Sermaye Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı (2016)	43
Grafik 6: CIC Yatırımlarının Sektörel Dağılımı.....	43
Grafik 7: Abu Dabi Yatırım Otoritesi Varlık Portföy Dağılımı (%).....	48
Grafik 8: Abu Dabi Yatırım Otoritesi Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı (%).....	49
Grafik 9: Temasek Holdings Bölgesel Portföy Dağılımı (2017)	51
Grafik 10: Türkiye'nin Borç Stoku Gelişimi (2000-2017) (Milyon TL).....	71
Grafik 11: Küresel Elektrik Üretimindeki Yenilenebilir Enerji Oranı (2015,%).	90

GİRİŞ

Tarihsel geçmişi 1950'lere dayanan ve son yıllarda sayıları hızla artan Ulusal Varlık Fonları (UVF), devletin kontrolü altında olan ve birtakım makroekonomik hedeflere ulaşmak için kurulan şirketlerdir. Bu fonlar ağırlıklı olarak petrol gelirleri olan veya petrol dışı ihracat fazlasına sahip ülkelerin kullandığı bir araçtır. Ancak, son yıllarda herhangi bir doğal kaynak geliri veya ihracat fazlası olmayan ülkelerin de UVF kurdukları görülmektedir.

Genel olarak UVF'ler ödemeler dengesi fazlaları, döviz kuru işlemleri, özelleştirme gelirleri, devletin transfer ödemeleri, mali fazlaları ve doğal kaynak ihracatından elde edilen gelirlerle kurulan bir devlete ait yatırım fonu veya kuruluşu olarak tanımlanır (SWF, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>). Varlık fonlarının, ülke ekonomisini konjonktürel dalgalanmalara karşı olumsuz etkileri azaltmak, istikrarlı bir ilerleyiş sağlamak, sınırlı yeraltı/yerüstü kaynaklı tek tip gelir kaynağına bağımlılığın değiştirilmesi veya çeşitlendirilmesi ve refah artışlarını gelecek nesillere aktarmak için ikili bir amacı olduğu belirtilebilir. Varlık fonları başlangıçta bu kaynakların bir fon aracılığıyla gelecek nesillere aktarılması ve petrol ve doğal gaz gelirleri olan ülkelerin bu kaynaklarının bir gün tükenmesi durumuna karşılık ülkenin zenginliğini arttırmak amacıyla kurulmuştur (Truman, 2007: 3).

Dünya çapında 40'tan fazla ülkede yaklaşık 80'e yakın varlık fonu kurulmuştur. Bu fonların toplam büyüklüğü ise 7,5 trilyon dolara ulaşmış ve ilerleyen süreçlerde daha da artacağı beklenmektedir. Söz konusu fonların yapısı ise esas olarak enerji kaynaklarından (petrol ve doğal gaz), geri kalan fonlar ise ihracat fazlalığı ve finans piyasalarından elde edilen kazançlardan oluşturulmaktadır.

Dünyanın en büyük uluslararası varlık fonlarına sahip ülkelerin başında Çin, Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Arap Emirlikleri, Norveç, Suudi Arabistan, Kuveyt, Singapur, Hong Kong, Katar, Kazakistan ve Rusya gelmektedir (SWFI, 2018). Bu ülkelerde kurulmuş olan fonların bir kısmı petrol-gaz ürünlerine dayanırken bir kısmı da petrol dışı emtia, cari işlemler fazlalığı ve finans piyasalarından elde edilen fazlalıkların değerlendirilmesi ile oluşturulmuştur.

1950’lerde, özellikle petrol geliri elde Körfez ülkelerinde uygulanmaya başlanan varlık fonları daha sonra Asya ülkelerinde uygulanmaya başlanmıştır. Ülkemizde ise 26 Ağustos 2016 tarihinde **Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.** 50 Milyon TL sermayeli bir anonim şirket olarak kurulmuştur. Dünyada uzun zamandır tartışılan ve küresel ekonomik sistem içinde değişen/gelişen bir kavram olarak önemini koruyan UVF, Türkiye için yeni bir tartışma alanı olarak ortaya çıkmıştır. Yatırım ve tasarruf eksikliği olan, ara mallarında dış bağımlı olan Türkiye ekonomisi için varlık fonu bağlamında yatırım alanlarının belirlenmesi hedef olarak belirlenmiştir.

Çalışma üç bölümden oluşmuş olup ilk olarak fon ve Ulusal Varlık Fon kavramının açıklanarak sırasıyla fonun amaçlarına, sınıflandırılmasına ve şeffaflık endekslerine değinilmiştir. İkinci bölümde ise kurumsal bir bakış olarak genel tarihçesine, dünyada var olan Varlık Fonu Uygulamalarına yer verilmiş ve 6 ana ülke ele alınarak yorumlanmıştır. Üçüncü ve son bölümde, Türkiye’de Varlık Fonu Uygulamaları ele alınarak amaçları, işlevleri, ekonomiye olan etkileri ve son olarak TVF hakkındaki olumlu ve olumsuz olan görüşler gerekçeleriyle birlikte ele alınarak verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

İKTİSADİ SİSTEM İÇERİSİNDE ULUSAL VARLIK FONU

Bu bölümde ilk olarak fon kavramı ile varlık fonu kavramı teorik olarak açıklanacaktır. Ayrıca, varlık fonlarının benzer fonlardan ve kurumlardan farklılıkları incelenecek, kaynaklara dayalı sınıflandırma yapılmaya çalışılacaktır.

1.1. Ulusal Varlık Fonunun Tanımı

Günümüz Türkiye’inde, fon denildiğinde akla gelen ilk kavram, bir kurumu ve ya bir şirketi finanse etmek için elde bulunan sermayedir. Bununla birlikte, fon terimi farklı birçok kullanımı ile gündemde mevcut bir alana sahiptir. En geniş ve en yaygın sözlük dili ile **“bir teşebbüsü finanse etmek için elde bulunan sermaye”** biçiminde ifade edilir. Fon teriminin genel bir anlamı olmasa bile; ticaret fonu, fon akışı, ödünç verilebilir fonlar, kesimler arası fon aktarımları ve atıl fonlar gibi çeşitli kavramlar içinde kullanımları da bulunmaktadır (Meydan Larousse Ansiklopedisi: 173).

Oyan ve Aydın (1987)’a göre fonlar *“belirli bir amacın veya birbirine yakın amaçlar grubunun gerçekleştirilmesi için, belirli kaynakların toplandığı ve harcandığı, bütçe bağlantılı veya bütünüyle bütçe dışı kamusal nitelikli bir hesaptır.”* şeklinde tanımlanmıştır.

İngilizce’de “Sovereign Wealth Funds”, Fransızca’da “Les Fonds Souverains” olarak isimlendirilen ulusal varlık fonlarının evrensel olarak kabul edilmiş, kesin bir tanımı bulunmamaktadır. 2005 yılında ABD’nin Street Bank ekonomistlerinden Andrew Rozanov (2005: 1) tarafından “Sovereign Wealth Fund” terimi ilk olarak kullanılmıştır. Rozanov, bir ülkenin makroekonomik, ticari koşullar ve mali dengesini iyileştirerek uzun vadeli bir bütçe planı ve mali harcama kısıtlaması politikaları uygulayarak, ülkenin bütçe fazlası ve dış ticaret rezervlerinin biriktiğini ve bu fazlalığı yönetmek için yatırım kurumlarının kurulduğunu ve bu kurumların Ulusal Varlık Fonu olarak adlandırılabilceğini söylemiştir (Aktaran: Ping & Chao, 2009: 2-3).

Varlık fonları, devletin mülkiyeti ve yönetimi altında faaliyet gösteren yüksek katma değerli projeleri finanse etmeyi amaçlayan, çeşitli finansal varlıklara yatırım yaparak gelirini artırmaya yönelik fonlardır (Truman, 2008: 1).

UVF'ler özellikle 2007-2009 yılları arasında küresel finansal krizin rolünün ardından tartışılmaya ve sorgulanmaya başlayan birçok yazar tarafından, farklı tanımlara tabi tutuldu. Atkinson (2015: 176) kavramı daha çok yönlü ele alarak UVF'leri, nesiller arası zenginliği aktararak servet transferi eşitliğine katkıda bulunan ve devletin net değerini arttıran bir araç olarak ele alırken, Balding (2008: 10), UVF'leri bir devlet veya devlete ait bir varlık tarafından kontrol edilir, risksiz getiri elde etmeyi amaçlayan varlıklara yatırım yapan bir sermaye havzası olarak nitelendirmiştir.

Glancy (2012), UVF'lerin sadece ekonomik bağlamda ele alınmayıp aynı zamanda uluslararası politikanın önemli bir aracı olarak kurulduklarını, Gieve (2008: 1) ise; UVF yatırımlarının ülkeler arasında bir tür sermaye akışı olduğunu belirterek ticaretteki küresel dengesizliklerle her zaman yakından ilişkili olduğunu belirtmiştir. Bununla birlikte Gieve (2008), UVF'leri *"birçok finansal pazarda önemli oyuncular"* olarak tanımlamaktadır.

Ulusal varlık fonları adından son zamanlarda sıkça bahsettirmiş olsa da yeni bir olgu değildir. İlk ulusal varlık fonu –**The Kuwait Investment Authority-** (Kuveyt Egemen Varlık Fonu: KIA) 1953 yılında kurulmuş olsa da **"ulusal varlık fonu"** terimi 2005 yılında kullanılmaya başlanmıştır. Bu yıldan sonra Dubai, Libya, Katar, Güney Kore ve Vietnam gibi ülkelerde ulusal bir fon oluşturmaya başlanmıştır (Bremmer, 2009: 86-87).

Literatürde ise; egemen varlık fonu, ulusal refah fonu veya yaygın kullanımı ile Varlık Fonu -Sovereign Wealth Funds- isimleri kullanılmaktadır.

Tarihsel bağlam göz önüne alındığında ise devletler özellikle ekonomik alanda faaliyetlerini gösterirken, küreselleşme ile birlikte "çağa ayak uydurmak" gayesi sonucunda UVF'ler gibi şirketler aracılığıyla yatırım yapma yoluna gitmektedir (Konukman & Şimşek: 2017: 1916). Braunstein (2014) gibi yazarlar, UVF'lerin merkantilist döneminde devlet kontrolündeki yatırım aracına benzer olduğunu ifade etse de hem dünya ekonomisindeki küreselleşme eğilimleri hem de ülkelerin ekonomi politikalarındaki değişiklikler, bu araçları inovasyonun bir sembolü olarak

tanımlamayı kolaylaştırarak, finansal ve parasal korumacılık açısından risk oluşturabilecek risklerden kaçınma araçları olarak nitelendirmişlerdir.

Eğilmez (2016)'e göre dar çerçeveden bakılacak olursa UVF'ler, çeşitli finansal varlıklara yatırım yaparak gelirlerini artırmayı ve devletin mülkiyeti, yönetimi altında çalışmayı amaçlayan fonlar olarak açıklamıştır. Kayıran (2016: 58) ise UVF'lerin devlete ait Merkez Bankası veya Maliye Bakanlığı tarafından yönetilmeyen, bağımsız bir kurumsal kimliğe sahip olan ve uzun vadeli ticari getiriye yatırım yapan kurumlar olduğunu belirtmiştir.

Ulusal Varlık Fonunun temel bir tanımı olmamasına rağmen, Tablo 1'de küresel ekonomik sistemde bulunan çeşitli kurumların UVF tanımlarına yer verilmiştir.

Tablo 1: Ulusal Varlık Fonu Tanımları

Tanımı Yapan Örgüt	Tanım
Uluslararası Para Fonu (IMF)	UVF'ler, çeşitli makroekonomik amaçlar için kurulmuş devlete ait yatırım fonlarıdır.
Santiago Prensipleri- Ulusal Varlık Fonu üzerine Uluslararası Çalışma Grubu (International Working Group (IWG) on Sovereign Wealth Funds)	UVF'ler, devlete ait özel amaçlı yatırım fonlar veya düzenlenmeler olarak açıklanmıştır. Devlet tarafından makroekonomik hedefler için oluşturulan UVF'ler, ellerindeki varlıkları yönetir, işletir ve yabancı finansal varlıklara yatırım yapmayı da içeren bir dizi yatırım stratejisi uygular. UVF'ler, genellikle ödemeler dengesi fazlalıkları, resmi döviz işlemleri ya da mal ihracatından kaynaklanan kazançlarla finanse edilmektedir.
OECD (Organization for Economic Cooperation and Development)	UVF'ler, ulusal hedeflere ulaşmak için devletin doğrudan veya dolaylı olarak sahip olduğu ve yönettiği bir varlık havuzudur.
Sovereign Wealth Fund Institute (Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü)	UVF, genel olarak aşırı ödemeler dengesi, resmi döviz işlemleri, özelleştirme gelirleri, transfer ödemeleri, finansal fazlalıklar veya kaynaklar ihracatından kaynaklanan devlete ait bir yatırım fonu veya kuruluşudur.
U.S. Department of Treasury (ABD Hazine Bakanlığı)	UVF'ler, döviz varlıkları tarafından finanse edilen, resmi rezervlerden ayrı olarak yönetilen yatırım araçlarıdır.

Kaynak: Koch-Weser ve Haacke, 2013: 45

Ulusal varlık fonlarının, gönüllü bir organizasyonu olarak Varlık Fonları Organizasyonu Çalışma Grubu (International Working Group of- IWG) genel kabul

görmüş ilkeleri ve uygulamaları içeren Santiago İlkelerinde fonlar; devlete ait özel amaçlı yatırım fonları veya düzenlemeleri olarak açıklanmıştır. Söz konusu çalışma da varlık fonlarının makroekonomik amaçlar ve bu fonların varlıkları için yaratıldıkları, finansal hedeflere ulaşmak ve yabancı finansal varlıklara yatırım yapmayı içeren yatırım stratejileri uyguladığı ifade edilmektedir (IWG & SWF, 2018: 27).

1.2. Ulusal Varlık Fonlarının Kuruluş Amaçları

Varlık fonları, devletin mülkiyeti ve yönetimi altında çeşitli finansal varlıklara yatırım yaparak gelirden artışa giden ve çalışmayı amaçlayan fonlardır. Bu fon gelirleri genellikle bütçe fazlalarından oluşur.

Bir ülke eğer bütçe fazlası veriyorsa bu fazlayı 4 şekilde kullanabilir (Eğilmez, 2016: <http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/varlik-fonu.html>) :

1. Mevcut vergi yükünü azaltabilir,
2. Devlet borçlarını erken ödemeye tabi olabilir,
3. Kamu harcamalarını artırmaya devam edebilir,
4. Bir varlık fonu kurarak, bütçe fazlalarını buraya aktarır bu fona ulusal veya bazı yabancı finansal varlıkları satın alıp gelirini sürekli artırmaya çalışarak gelecek nesiller için refahı aktarmak mümkün olabilir.

Griffit ve Ocampo (2009)'ya göre UVF'yi ayarlamak ve kurmak için dört genel nedene ihtiyaç duyulmaktadır. Bunlardan ilki doğal kaynakları varlık ikame (wealth substitution) olarak adlandırılan finansal varlıklara aktarma ihtiyacı, ikinci neden, eğer döviz kuru değerlendirilmezse ve cari hesap fazlası kısa vadede düzeltilemezse ortaya çıkan esnek fon fazlasının değerlendirilmesi için bir varlık fonu oluşturulması, üçüncüsü ise geçici cari işlemler fazlası veya emtia fiyatlarındaki dalgalanmaları gidermek için karşı döngüsellik motivasyon amacıyla, varlık fonu oluşturulabilmesidir. Son olarak, çevrimsel sermaye akışı riskini azaltarak kendi kendisinin sigortası olma görevi için varlık fonları oluşturulabilmektedir.

Devlete ait veya devlet destekli şirketleri finanse etmek için devletler, ihtiyaç duydukları parayı basabilirler, ancak bu onların varlıklarının değerini düşürebilmektedir. Sonuç olarak, doğrudan bütçelerinden para transferi yapılması, kamu harcamalarının azalması ve vergilerin artması anlamına gelecektir. Bu iki

koşulda iktisat teorisi bağlamında makul seçenekler değildir. Bu konuda tam da ulusal varlık fonları devreye girmektedir. Devletin yönetiminde olan bu fonlar stratejik yatırımlar için kullanılmakta ve genel olarak devletler ulusal varlık fonlarıyla yaptığı yatırımlardan siyasi boyutta daha güçlü ilerleme elde etmeyi hedeflemekle, özellikle yurtdışında çeşitli şirket veya kuruluşlardan hisse satın almaktadır (Brammer, 2010: 69-70).

Ulusal varlık fonları, küresel parasal ve finansal sistemde giderek artmakta olan devlete ait fonlardır. Bu devlete ait fonlar çeşitli makroekonomik amaçlar doğrultusunda kurulmuştur (IMF, 2007: 4-5).

UVF'lerin ortak amaçları arasında (Sovereign Wealth Funds Institute, 2018) :

1. Bütçeyi ve ekonomiyi, gelir / ihracattaki aşırı oynaklıktan korumak ve dengelemek,
2. Yenilenemeyen emtia ihracatını çeşitlendirmek,
3. Döviz rezervlerinden daha fazla getiri elde etmek,
4. Yardımcı para otoritelerine istenmeyen likidite dağıtımını sağlamak,
5. Gelecek nesiller için tasarrufları arttırmak,
6. Fon sosyal ve ekonomik gelişmede ilerlemek,
7. Hedef ülkeler için sürdürülebilir uzun vadeli sermaye büyümesi sağlamak,
8. Politik strateji izlemektir.

UVF oluşturma sürecinde ülkeden ülkeye farklı sebepler etkili olmaktadır. Bunlardan bazıları aşağıdaki gibi listelenebilir (Sovereign Wealth Funds Institute, 2018).

1. Genel ekonomi ve bütçeyi özellikle ihracatta yüksek dalgalanmalardaki etkilerden korumak ve makroekonomik istikrarı sağlamak,
2. Kaynak ülke için uluslararası politikada stratejik bir araç olmak,
3. Kaynak ülkesi için uzun vadeli, sürdürülebilir bir sermaye yapısı oluşturulmasına yardımcı olmak,
4. TVF için sosyal ve ekonomik kalkınmayı finanse etmek,
5. Ülke zenginliğinin bir kısmını gelecek nesillere aktarmak amacıyla tasarrufları arttırmak,
6. Resmi döviz rezervlerine göre daha yüksek getiri elde etmek,
7. Ülke ekonomisi, yenilenemeyen mal ihracatı dışındaki alanlarda güçlü ve rekabetçi olabilmesi için çeşitlendirmek.

1.3. Ulusal Varlık Fonlarının Özellikleri

Fonların ana özelliklerini tanımlamak, fon kavramını anlamak için daha pratik bir yaklaşım olarak görülmektedir. Bu bağlamda UVF’lerin dört temel özelliğinden bahsetmek mümkündür (Beck & Fidora, 2008: 6) :

1. UVF’ler devlete aittir.
2. UVF’lerin yükümlülüğü yoktur ya da oldukça sınırlıdır. Bu şekilde, klasik fonlara kıyasla daha yüksek bir risk toleransına sahiptirler.
3. UVF’lerin tümü veya çoğu yabancı ülkelerin varlığında değerlendirilir.
4. UVF’ler, resmi döviz rezervlerinden farklı olarak yönetilmektedir.

Capape ve Guerrero 2014 yılında bir varlık fonu çalışmasında tanımlarını kolaylaştırmak için 30 çalışmayı analiz ederek eş merkezli daireleri kullanarak “Soğandan Daha Fazla Katman” (More Layers Than an Onion) ismini verdikleri bir şekil oluşturmuşlardır.

Şekil 1:Varlık Fonu Tanımlamalarında Kullanılan Özellikler



Kaynak: Capape & Guerrero, 2014: 4.

Şekil 1’de varlık fonlarını tanımlarken en yaygın kullanılan özellikler ele alınmaktadır. Çeşitli araştırmacılara göre çekirdeğe doğru yaklaştıkça varlık fonunun

tanımlamasında o özellik daha fazla kullanılmaktadır. Yazarlar bu tabakaları soğan tabakalarına benzetmişlerdir. Çeşitli araştırmacılar tarafından varlık fonlarını tanımlamada en sık kullanılan özellik, devlet aitliğinde olmalarıyla fonların birer yatırım fonu olmalarıdır. Söz konusu özellikler arasında en az kullanılanı ise, fonlara yapılan yatırımlar için risksiz oranlardan daha yüksek bir oranda yatırım yapılmasıdır (Capape & Guerrero, 2014: 4).

Görüldüğü üzere, fonların özelliklerini kullanarak genel bir kavramsal çerçeve çizmek yararlı görünse, farklı yazarların bu özelliklerle ilgili farklı bakış açıları UVF'ler için kesin bir tanım yapmayı zorlaştırmaktadır.

1.4. Ulusal Varlık Fonlarının Sınıflandırılması

Her varlık fonunun oluşturulması için kendine özgü bir nedeni olmakla birlikte tüm fonların kendi amaçları ve sınıflandırması bulunmaktadır.

Tablo 2: Varlık Fonlarının Fon Yapısına Göre Geleneksel Sınıflandırılması

i.	İstikrar Fonları
ii.	Tasarruf veya Gelecek Nesiller Fonları
iii.	Emeklilik Rezerv Fonları
iv.	Rezerv Yatırım Fonları
v.	Stratejik Kalkınma Ulusal Varlık Fonları

Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/research/sovereign-wealth-fund> (Erişim Tarihi: 01.06.2019).

UVF'ler heterojendir ve fonlar amaçlarına göre beş farklı sınıfa ayrılabilir:

1. İstikrar fonlarının birincil hedefi bütçe ve emtia (genellikle petrol) fiyat dalgalanmalarına karşı ekonomiyi izole etmektir (Allen & Caruana, 2008: 5).
2. Yenilenemez varlıkları daha çeşitlendirilmiş bir varlık portföyüne dönüştürülebilmeyi, Hollanda hastalıkları etkilerini azaltmayı amaçlayan gelecek nesiller için tasarruf fonlarının temel amacı, gelecek nesiller için çeşitlendirilmiş varlıkların portföyüne dönüştürülmesi bugünün refahının gelecek nesiller boyunca aktarılabilmesidir (Akbulak, 2008: 4).
3. Rezerv karlılığını artırmak için rezerv yatırımı şirketleri; esas olarak döviz rezervleri fazlalarını yönetmek için yatırım fonları / şirketleridir. Yüksek

getiri elde etmek için geleneksel rezervlerin aksine hisse senedi ve diğer finansal araçlara yatırım yaparlar (Kayıran, 2016: 63-64).

4. Tipik olarak sosyo-ekonomik projeleri finanse etmek ya da bir ülkenin potansiyel çıktı artışını artırabilecek sanayi politikalarını desteklemek amacıyla kalkınma fonları;
5. Parasal yükümlülükler için şarta bağlı olmayan devlet borcu bireysel emeklilik katkıları hariç kaynaklardan sağlanan koşullu emeklilik fonları bu fonların türlerini oluşturmaktadır (Hsu, 2015: 3).

Tablo 3: Varlık Fonu Yatırımcısının Sınıflandırılması

Türü	Ana Amaçları
Merkez Bankası veya Para Otoritesi	Sermaye Korunumu
Likidite Varlık Yatırımcısı	Yatırım Getirisi ve Likidite Elde Edinimi
Yabancı Kaynak Varlık Fon Yatırımcısı	Yatırım Getirisi ve Likidite Elde Edinimi
Stratejik Kalkınma Ulusal Varlık Fonları	Yatırım Getirisi ve Ekonomik Kalkınma
Kuşaklar arası Varlık Yatırımcısı	Yatırım Getirisi

Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/research/sovereign-wealth-fund> (Erişim Tarihi: 12.06.2019).

Tablo 3’de görüldüğü gibi, varlık fonlarının yatırımcılarının amaçlarına göre farklı aktörlere sahip olabilir ve farklı stratejiler izleyebilmektedirler. Varlık fonlarının bir kısmı, para ve sermaye piyasalarının en önemli oyun kurucuları olan merkez bankaları ve bankaların para otoriteleri tarafından yönetilebilir. Bu yöneticilerin ortak nihai amaçları sermayenin korunması, likidite odaklı yatırımcıları ve finansal piyasalardaki likidite getirisini elde etmek amacıyla piyasada yer alırlar. Emeklilik ve nesiller arası fonlar; stratejik kalkınma fonları; ekonomik kalkınma hedefleri portföyü kapsamında bir strateji belirlemeyi ve yatırım getirisini elde etmeyi amaçlamaktadır (Işık & Kaya ve Özdemir, 2018: 146).

Catelli & Scacciavillani, (2012)’ye göre cari hesap fazlalığına sahip bir ülkenin bunu sürekli hale getirebilmesi için ise:

1. Fon harcamalarını finanse etmek (nüfusa doğrudan dağıtılması bile mümkündür),
2. Fiziki bir altyapı oluşturmak,
3. Sağlık, eğitim ve araştırma gibi kamu hizmetlerinin alanını genişletmek,
4. İhtiyati nedenlerden dolayı veya gelecek nesiller için fon biriktirmek mutlaka gerçekleştirilmelidir.

Sonuç olarak başlangıçta petrol ve maden gibi bu malların ihracatından elde edilen gelir ve döviz fazlalarını değerlendirmek amacıyla, kurulan UVF'lerin sayısı ve büyüklüğü zamanla artmış ve önemli bir boyuta ulaşmıştır (Kayıran, 2016: 59). Buna ek olarak, UVF'ler küresel finansal krizden bu yana uluslararası finansal piyasalarla daha entegre hale gelmiştir (Gilligan & O'Brien ve Bowman 2014: 15). Tarihsel sürece ışık tutmak ve periyodik verileri tamamlamak için Tablo 4'de, Nisan 2020 itibarıyla varlık büyüklüğü açısından ilk 10'da yer alan UVF'lerin ülkeleri, varlık büyüklükleri, kuruluş yılları, kaynakları ve fon amacı yer verilmiştir.

Tablo 4: Toplam Varlıklara Göre En büyük On Ulusal Varlık Fonu Sıralaması (Nisan-2020)

Ülkeler	Ulusal Varlık Fonu	Varlık-milyar dolar (ABD Doları)	Kuruluş	Kökeni	Fonun amacı
Norveç	Government Pension Fund-Global	1186,69 \$	1990	Petrol	Fon, devlete, petrol fiyatlarının düşmesi veya ana kara ekonomisi sözleşmesi düşmesi halinde maliye politikasında manevra odası sağlayacak şekilde kuruldu.
Çin	China Investment Corporation	940 \$	2007	Mamul dışı	Çin'in döviz varlıklarını çeşitlendirmek ve hissedarı için kabul edilebilir risk toleransı dâhilinde maksimum getiri elde etmek için bir araç olarak kurulmuştur.
UAE-Abu Dhab	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	696 \$	1976	Petrol	ADIA tarafından yönetilen devasa servet miktarı, öncelikle Abu Dabi'nin büyük petrol rezervlerinden kaynaklanıyor. ADIA gizli kalmayı tercih ettiği için işletme portföyü hakkında pek fazla şey bilinmemektedir.
Kuveyt	Kuwait Investment Authority (KIA)	592 \$	1953	Petrol	KIA çoğunlukla özel ve kamusal sermaye, gayrimenkul, <u>sabit gelir</u> ve alternatif yatırım pazarlarına yatırım yapar.
Çin-Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	539 \$	1993	Mamul dışı	Hong Kong Para Otoritesi (HKMA), para politikasını kullanarak enflasyonu kontrol etmek ve Hong Kong doları (HKD) ve bankacılık sektörünün istikrarını korumak için hareket eder.
Çin	SAFE Investment Company	417 \$	1997	Mamul dışı	SAFE Yatırım Şirketi'nin ana hedefleri yatırım getirisi kazanmak, işletmelerin çeşitliliğini artırmak ve Çin'in ABD doları değerindeki dalgalanmalara maruz kalmasını azaltmaktır.
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	375 \$	1981	Mamul dışı	Egemen servet fonuna daha yüksek verimli varlık sınıflarına ve daha uzun bir yatırım ufkuna daha agresif bir şekilde yatırım yapmak amacıyla kurulmuştur.
Katar	Qatar Investment Authority (QIA)	328 \$	2005	Petrol ve doğalgaz	QIA'nın misyonu, Katar'ın ekonomisinin gelişmesini desteklemek için Katar'ın rezervlerini yatırım yapmak, yönetmek ve büyütmektir.
Çin	National Social Security Fund	324 \$	200	Mamul dışı	Çin'in sosyal güvenlik sistemi için fon rezervi sağlamak amacıyla kurulan yatırım fonudur.

Kaynak: SWF, 2018 <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund> (Erişim Tarihi: 05.04.2020).

1.5. Ulusal Varlık Fonlarına Kuramsal Bir Bakış

Kapitalizm kavramı genel olarak; çalışma birimlerinin en yüksek verimliliğini gösterecek rasyonel bir iş organizasyonunu içeren sermaye birikimi, üretim, tüketim ve piyasa faktörlerine dayanmaktadır (Ersoy, 2008: 143). Kapitalizm ortaya çıktığından beri devlet müdahaleciliği önemli bir konu olarak iktisat politikasının gündeminde yerini almaktadır. Kapitalizm sürecinde yaşanan devletin rolü tartışmaları karışıklığı beraberinde getirmiştir. Bunlar; bir yandan ekonomik faaliyetlerde tek hedef kâr olduğu için devlet müdahaleleri ve sosyal harcamaların bir engel olduğunu savunan **liberal kapitalizm**, bir yandan devletin düzenleyici ve özel sektör ile işbirliği içinde olduğu fikrine odaklanan **düzenleyici kapitalizm - sosyal demokrat kapitalizm**, öte yandan devletin piyasalarda hem girişimci hem de düzenleyici unsur olarak yer aldığı **devlet kapitalizmidir**. Yirminci yüzyılda, önceki yüzyıllara nazaran kapitalist ülkelerin büyüme oranları iki katına çıkmıştır. Yirminci yüzyılın ikinci ve üçüncü çeyrekleri, yaklaşık 50 yıllık devlet müdahalesi ve devlet müdahalesini öneren Keynesyen ekonominin nispeten baskın egemenliğiyle geçen yıllardır. 1929 Büyük Buhran başta olmak üzere, serbest piyasa kapitalizminin verimli işlemediğine dair eleştirel görüşler ve öne çıkan gelişmeler yaşandı. Birçok ülke korumacı, içe dönük sanayileşmeci atılımları benimserken, bir yandan Sovyetler Birliği planlamacı anlayışını çağrıştıran gelişmeler yaşanmıştır. Yaşanan gelişmeler İkinci Dünya Savaşından sonra da artış göstermiş, 1970'lerin sonuna kadar süren kapitalizmin altın çağı, bu savaştan sonra yenedünya düzeninin ekseninde başladı (Bresser - Pereira, 2010: 26-27).

1929 ekonomik kriz ile korumacılık eğilimleri tekrar arttı. Daha sonraki dönemde yavaşlamaya başlayan korumacılık eğilimleri İkinci Dünya Savaşının başlaması ile yeniden artmaya başladı. Bu dönemde sağlam bir ekonomik başarıyı yakalanırken diğer taraftan da dış ticaret hacmindeki büyüme oranlarının ekonomik büyüme oranlarını da aştığını görülmektedir (Ashworth, 1987: 379). Krugman (1995)'a göre 19.yy. sonunda dünyada en büyük ekonomiye sahip olan ABD ve Almanya'nın korumacı bir dış politika izlediğini belirtmektedir.

Kapitalist dünya, 1950 ve 1974 yılları arası zirve büyüme oranlarına tanıklık etmiştir. Bu dönemde dünya ekonomisinin büyüme oranı %2,9'a ulaştı ve tarihte ilk kez Asya, Afrika ve Latin Amerika'nın yoksul emekçileri reel gelirlerini artırma fırsatına

sahip oldu. Bu gelişmeler nedeniyle, 1950 ve 1974 arasındaki ekonomik büyüme “Altın Çağ” olarak tanımlandı (Erinç, 2009: 13). Dünya ekonomisinde *Kapitalizmin Altın Çağı* olarak adlandırılan 1951-1973 yılları arasında dünya ekonomisinin yıllık ortalama %4,8 oranında büyüdüğü görülmektedir (Skidelsky, 2009: 135-136). 1941’li yıllardan 1970’e kadar dış ticaret hacmi yüksek seviyelere ulaşmış, yüksek büyüme oranları yakalanmış olsa da korumacı dış ticaret politikaları yaygındı.

2008 küresel mali krizinin ardından, dünyadaki yeni ekonomik düzeninin geleceği pek net görünmüyordu. Soğuk Savaş, özünde kapitalizm ile komünizm arasındaki rekabeti temsil etti. Ancak bugün, farklı kapitalizm modelleri arasında yeni bir dinamik ortaya çıkmaktadır. Oldukça yakın bir zamana kadar, küresel ekonomik yönetim ve kalkınma için gündem belirlenirken serbest piyasa kapitalizmi hâkim oldu. Bu model, devletlerin ekonomik yönetişimde oldukça sınırlı bir rolü üstlenerek tüm malların, hizmetlerin, işçiliğin ve finansın tahsisinden piyasaların sorumlu olması gerektiğini savunmaktadır. Bir piyasa sistemine dayanmasına rağmen, kıta Kuzey Avrupa ve Japonya’da yaygın olan kapitalizm modellerinin geleneksel olarak neoliberal modelden farklı olduğu görülmüştür. Geçtiğimiz otuz yıl boyunca, serbest piyasa kapitalizmi ya da neoliberal kapitalizm modeli, gelişmekte olan ülkelerdeki yönetim ve reformlar gündemini derinden etkiledi. Uluslararası arenada Dünya Bankası, Washington Uzlaşması olarak bilinen Uluslararası Para Fonu ve ekonomik reformları teşvik eden birçok kurum, bu modelin herkese gelişme ve refah getirme konusunda üstün olacağını iddia etti. Bu fikir birliğine olan güven sarsılmamış olsa bile, 2008’deki mali çöküşle kötü bir şekilde sarsıldı. Bugün dünya ekonomik düzeninin geleceği, 1980’lerden bu yana herhangi bir zamanda olduğundan daha belirsiz görünmektedir. Yirmi birinci yüzyılın devlet kapitalizminin, sosyalist merkezi planlamadan kaynaklanmadığı, bunun yerine onu uygulayan her hükümete özgü bir devlet koordineli kapitalizm biçimi temsil ettiği belirtilmelidir. Yenilenmiş devlet kapitalizmleri, sonuç olarak, oldukça çeşitli kapitalist sistemleri kapsamaktadır (McNally, 2013: 2-3).

Robinson (2014) ve Harris (2009) gibi yazarlar, yeni devlet kapitalizmini küresel “ulus ötesi devlet kapitalizmi” veya “devletçi küreselleşme” gibi kavramlarla tanımlarlar. Bu yaklaşıma göre, yeni devlet kapitalizmi küreselleşme ile uyumludur; bir dışsallık modelini veya korumacı ekonomi modelini temsil etmez. Çin, Rusya,

Hindistan ve Brezilya’da, küresel siyaset-üretim-ticaret üçlemesi devletin merkezi konumunda yer almaktadır (Şimşek, 2015: 116). Bu bağlamda devlet kapitalizmini uygulayan ancak kendi içlerinde farklı uygulamaları olan Çin, Rusya, Hindistan, Brezilya gibi ülkeler küresel siyaset-üretim-ticaret (döngüsüne) üçlemesine devlet mülkiyetli şirketler ve diğer önemli devlet varlıklarının öncülüğünde eklenmiştir.

Robinson (2014)’a göre, Üçüncü Dünya ülkelerinin çoğu, küreselleşmeye devletin egemen olduğu sektörlerle giriş yapmıştır. Bu ülkeler, kapitalizmin “*altın çağı*” stratejisi ithal ikameci politikaların adeta mirası haline gelmiştir. 20. yüzyılın sonunda ve 21. yüzyılın başlarında, devlete ait şirketlerin çoğunda özelleştirme öngörülmesine rağmen, bazı sektörlerde devlet kontrolü hâkimiyetine devam etmiştir.

Genel olarak Ulusal Varlık Fonu; parasal otoriteler tarafından geleneksel ödeme bakiyeleri veya para politikası amaçları için tutulan döviz varlıklarını ve geleneksel anlamda devlet teşebbüslerini (KİT’ler) yönetir. Yönetimi, bireylerin yararına yönetilen veya finanse edilen varlıkları değerlendirmek için de kurulabilir (SWFI, 2018).

Ülke serveti fonları, belirli ekonomik ve mali sorunları çözmek için tasarlanmıştır. Artı sermaye girişleri, esas olarak emtia bağımlı devletlerden, para biriminin değer kazanması ve enflasyonu artırması ile tehdit etmiştir. Popüler inancın aksine, ulusal varlık fonları politik yaratımlar değildir ancak belirli ekonomik sorunları ele almak için ekonomik nedenlerle yaratılmıştır. Büyük cari işlemler fazlası olan, özellikle doğal kaynak ihracatından kaynaklanan ülkelerin, değişken emtia fiyatlarını yumuşatmak için girişlerini ve yatırım modellerini dengelemeleri gerekir. Bu yapısal girişlerin etkisi dikkate alınmamıştır ve ülkelerdeki refah fonu tartışmalarında, fazla olan ülkelere hangi ekonomik politikaların daha iyi uydurabileceği düşünülmemiştir (Balding, 2012: 4-6).

1.6. UVF’ler İçin Kullanılan Başlıca Endeksler

UVF’ler küresel sermaye piyasalarındaki konumlarını pekiştirmeye çalışırken uluslararası arenada bazı düzenlemeler yapılması ihtiyacı ortaya çıktı. Teorik olarak, UVF’lerin yatırım hedeflerinin, hükümetin makro mali hedefleri ve politika öncelikleri doğrultusunda olması gerektiği söylenebilir (Al-Hassan & Papaioannou

vd., 2013: 9). Normal piyasa koşullarında yöneticilerin stratejik öncelikleri, ekonomik güvenlik politikaları ve getirdikleri baskılar gibi nedenlerden dolayı, sahip oldukları UVF'leri zaman zaman farklı (açık / örtülü) hedeflere ulaşmak için kullanılabilir. Devlet kontrolündeki yabancı yatırımlar hem politik açıdan hem de ekonomik açıdan hassastır. Bu nedenle, UVF'lerin şeffaflığının olmaması, fon yatırımlarının amaçları hakkında kaygılara yol açmakta ve egemen devletlerin koruma baskıları durumunda daha kritik bir hal alabilir (Beck & Fidora, 2008: 14).

Bu koşullar altında, UVF'lerin aktif birer oyuncu haline geldiği alanlarda yapılacak bazı düzenlemeler ve önlemler alınması gereken ihtiyaç tartışmaları başladı. Ulusal varlık fonları tarafından yapılan yatırımlar, ülkeler arasındaki sermaye akışı doğası gereği, bu fonların küresel ticarete her zaman dengesiz olduğu türlerden biridir. UVF, fonlarda şeffaflık eksikliği, hedeflerdeki tanımlama ve belirsizlikteki zorluklar gibi sorunlarla birleştiğinde, ulusal varlık fonlarını anlaşılabilir hale getirmek, sıralanmak ve sınıflandırmak için bir dizi endekse ihtiyaç duyulmuştur (Gieve, 2008: 1). Linaburg-Maduelle Şeffaflık Endeksi, Truman Endeks'i ve Santiago Prensipleri bu bağlamda en çok kullanılan endeksler olarak öne çıkmaktadır.

1.6.1. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi

Küresel ekonomik sistemde etkinliğin artırılması ve UVF'lerin sermaye piyasalarında ulaşabilecekleri hacim bakımından dikkat çekici seviyelere ulaşması, belirli bir alanda sınırları ve kuralları yerleştirmek amacıyla sıralamalara tabi tutmak gibi ihtiyaçların sonucunda birtakım düzenlemeler ortaya çıkmıştır. Linaburg-Maduell şeffaflık endeksi de bu çalışmalarda ilklerden biridir. Küresel sermaye sisteminde yüksek şeffaflık, risk yönetimi, kamuyu aydınlatma ve hesap verebilirlik standartlarını sağlamak, UVF'lerin ve sahibi devletlerin çıkarıdır. Bu durum sadece UVF'nin dış pazarlara erişimini kabul etmeyi kolaylaştırmakla kalmamakta katılmaları içinde bir fırsat sağlamaktadır. Aynı zamanda, bu fonların finansal yönetimini destekleyerek, kaynak ülkenin kendi gelişimine fayda sağlayacaktır (OECD Investment Newsletters, 2007: 5).

UVF'lerin işleyişi ve faaliyetleri hakkında kamuoyunun bilgilendirilmesi, yönetim stratejilerinin şeffaflık düzeylerinin belirlenmesi ve küresel piyasalara ilan edilmesi amacıyla periyodik olarak raporlama yapan Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü, varlık

fonları hakkında çalışmalar, incelemeler ve endeksler yayınlayan bir kurum olarak “Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI)” adını verdikleri bir sıralama ölçütleri kullanılmaktadır (Karagöl & Koç, 2016: 11).

2008 yılında Carl Linaburg ve Michael Maduell tarafından geliştirilen ve o zamandan beri dünya çapında kullanılan Linaburg-Maduell şeffaflık endeksine göre, bir fonun şeffaflık düzeyi için 10 temel kriter belirlenmektedir. Bu kriterlere göre, UVF’ler kendi aralarında sıralanır. Yapılan değerlendirmeler sonucunda varlık fonlarına 1-10 arası puan verilerek şeffaflık ölçütü sıralaması yapılmaktadır. Sıralamada fonlar, her bir kriterin +1 olması kaydıyla en az 1, en fazla 10 puana kadar puan alabilmektedir. Ulusal Varlık Fonu için yeterli şeffaflık puanı ise 8 olarak kabul edilmektedir. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksinin temelini oluşturan 9 ana ilke aşağıda listelenmiştir (Sovereign Wealth Funds Institute, 2018) :

1. UVF’lerin bağımsız ve güncel faaliyet raporlarını yayınlamalıdır.
2. UVF’lerin, kuruluş nedenleri de dâhil olmak üzere, fonun tarihsel sürecini, kaynağını ve devletin fon yapısında rolünü açıklar.
3. UVF’lerin, sahip oldukları paylarını ve coğrafi konumlarını açıklar.
4. UVF’lerin toplam varlıkların piyasa değerini, kazanç ve yönetim giderlerini açıklar.
5. UVF’lerin uygun standartlara ve yatırım politikalarına uygun olarak yönergelerini açıklar ve uygular.
6. UVF’lerin açık stratejilerini ve hedeflerini açıklar.
7. Uygulanabilir durumdaysa UVF’ler, harici yöneticilerini açıklayacaktır.
8. UVF’lerin, kendi internet sitelerini yönetirler.
9. UVF’lerin ana ofis adreslerini, telefon veya faks gibi iletişim bilgilerini açıklarlar

Tablo 5: Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi (2017/2. Çeyrek Verileri)

Ülke	Ulusal Varlık Fonu	Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Puanı
A.B.D.	Alaska	10
Avustralya	Future Fund	10
Bahreyn	Mumlatakat	10
Azerbaycan	State Oil fund	10
Singapur	Temasek	10
B.A.E.	Mubadala Invest	10
Şili	Social and Economic Stabilizatio Fund	10
Panama	FAP	10
Kazakistan	SK	10
Kanada	AHF	10
Yeni Zelanda	NZSF	10
Norveç	GPFG	10
Nijerya	NSIA	9
Malezya	Khazanah	9
Güney Kore	KIC	9
A.B.D.	New Mexico	9
A.B.D.	Wyoming	9
A.B.D.	Texas	9
A.B.D.	Alabama	9
Brezilya	Sovereign Fund of Brazil	9
A.B.D.	Texas PUF	9
Çin	CIC	8
Timor-Leste	Timor-Leste Petroleum Fund	8
Hong Kong	HKMA	8
Trinidad-Tobago	HSF	8
İrlanda	ISIF	8
A.B.D.	North Dakota	8
Angola	FSDEA	8
Rusya	RDIF	7
B.A.E.	ADIA	6
Kuveyt	KIA	6
Singapur	GIC	6
Botswana	Pula Fund	6
Libya	LIA	5
Çin	SAFE	5
B.A.E.	ICD	5
Çin	CAD Fund	5
İran	NDFI	5
Katar	QIA	5
Rusya	NWF	5
Umman	SGRF	4
Umman	OIF	4
Vietnam	SCIC	4
Suudi Arabistan	PIF	4
Meksika	ORSFM	4
Suudi Arabistan	SAMA	4
Çin	NCSSF	4
B.A.E.	EIA	3

Kaynak: Sovereign Wealth Funds Institute, 2018 (<https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>).

Tablo 5’de gösterildiği gibi, UVF’lerin şeffaflığı ile ilgili genel bir homojenliğin varlığından bahsetmek mümkün değildir. Bazı ülkelerin UVF’leri tam puan alırken, bazı ülkelerin UVF’leri nispeten düşük bir şeffaflık seviyesine işaret eden 5 puanın altında kalmıştır. Bu durum UVF’lerin şeffaflık farklılığından kaynaklanmaktadır. Yönetimsel farklılıklar mevcut olduğu için UVF’lerin homojen olması beklenemez.

Sonuç olarak, piyasa oyuncuları şeffaflık açısından ekonomik ve finansal faaliyetlerine devam etmekte, hiç şüphe bırakmayan bir şekilde hareket etmeleri, hem daha sağlıklı işleyen bir piyasa hem de kamuoyunda güven ve onay duygusunun yerleşmesi bakımından önemli bir faktördür. Aslında, birçok farklı bakış açısı UVF’lerin yatırım holdingleri ve stratejileri konusunda daha şeffaf olmaları gerektiği konusunda hemfikir olmuştur (Chhaochharia & Laeven, 2008: 28-29).

1.6.2. Ulusal Varlık Fonu Skorbordu-Truman Endeksi

Ulusal varlık fonları 2000’li yıllarda finansal piyasalarda aktif bir rol oynamaya başladıktan sonra, bu aktörleri belirli standartlara bağlama ve yapılacak her türlü yeni yasal düzenleme veya değişikliklerin çabaları da ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, UVF’lerin ölçülebilir hale getirilmesi ve daha homojen bir yapıya indirgenmesi için bazı çalışmalar ve analizler yapılmıştır. Böylece UVF’lerin ekonomik sisteme entegrasyonunu kolaylaştırmıştır (Truman, 2007: 6). ABD’li ekonomist Edwin M. Truman tarafından 2007 yılında geliştirilmiş olan ve daha sonra iyileştirilen Truman Endeksi, UVF’lerin organizasyon yapısını, yönetim, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ve davranış ana başlıkları altında 4 ana bölüm ve bu bölümler içinde belirlenen 33 temel soru kapsamında, 1 ile 100 puan skalasında değerlendirilmesini öngören bir yaklaşımdır (Sürekli, 2015: 47). Edwin M. Truman bu çalışmaların ilklerinden biri olarak ve ayrıntılı olması sebebiyle hazırlanan “Ulusal Varlık Fonu Skorbordu” UVF için önemli bir endeks olarak hizmet vermektedir.

2007 yılında geliştirilmiş olan UVF Skorbordu 4 ana bölüm ve bu bölümlere yerleştirilmiş 33 göstergeye dayanmaktadır. Bu 4 kategori aşağıdaki gibi gruplandırılmıştır (Truman, 2007: 6; 2010: 74) :

- 1. Fonun Yapısı:** Amaçları, mali davranışları ve ülkenin uluslararası rezervlerinden ayrı olup olmadığı,

2. **Fonun Yönetimi:** Temel ilkeler, hükümet ve fon yöneticilerinin rolleri de dâhil olmak üzere kurumsal sorumluluk takip edilmektedir.
3. **Fonun Hesap Verebilirliği ve Şeffaflığı:** Bir fonun yatırım stratejisi, yatırım faaliyetleri, raporlama ve denetimi,
4. **Fonun Yönetimde Davranışı:** Fon portföyü ve türevlerin kullanımı.

“Ulusal varlık Fonu Skorbordu” ilk olarak Truman tarafından 2007 yılında düzenlenmiştir. Daha sonra 2009 yılında tekrar Truman tarafından, 2012 yılında ise Bagnall ve Truman tarafından en son olarak 2015 yılı için ise Stone ve Truman tarafından düzenlenmiştir.

Ulusal Varlık Fonu Skor Tablosu olarak da adlandırılan Truman Endeksi, UVF’leri belirli bir standarda dönüştürme ve onları daha öngörülebilir yapma çabalarından biri olup gerek görece detaylı bir inceleme olması gerekse de bu konudaki çalışmalara öncülük etmesi açısından akademik literatürde kayda değer kaynakların arasında sayılmaktadır (Uslu, 2018: 31).

Tablo 6’da varlık fonlarının Truman endeksine göre 2015 yılı değerlendirmesi görülmektedir (Truman & Stone, 2016: 1).

Tablo 6: Truman Endeksine Göre Yıllar İtibariyle Ulusal Varlık Fonu Skorbordü

Ülke	UVF	2007	2009	2012	2015	Değişim(2007-2015)
Norveç	Ulusal Emeklilik Fonu	97	97	97	98	1
Çin	Çin Yatırım Şirketi	35	58	61	70	35
B.A.E.	B.A.E. Yatırım Otoritesi	20	58	58	58	38
Kuveyt	Kuveyt Yatırım Otoritesi	58	64	65	68	10
Çin – Hong Kong	Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portföyü	61	67	68	68	7
Singapur	Singapur Hükümeti Yatırım Şirketi	45	60	61	61	16
Katar	Katar Yatırım Otoritesi	14	15	15	40	26
Suudi Arabistan	PIF	-	-	-	-	-
B.A.E.	Dubai Yatırım Şirketi	-	20	20	54	-
Singapur	TEMASEK	56	73	73	76	20
B.A.E.	MUBADALA	26	59	59	68	42
B.A.E.	Abu Dabi Yatırım Konseyi	-	-	-	30	
Güney Kore	KIC	60	69	69	78	18
Avustralya	Avustralya Gelecek Fonu	77	86	86	87	10
İran	NDFI	26	26	26	48	22
Rusya	NWF	40	46	47	49	9
Libya	Libya Yatırım Otoritesi	-	-	5	23	-
A.B.D. Alaska	Alaska Daimi Fonu	88	88	88	88	-
Kazakistan	Samruk – Kazyna	-	-	-	47	-
Kazakistan	Kazakistan Ulusal Fonu	-	-	-	-	-

Kaynak: Truman, 2007; 18-21; Truman ve Bagnall, 2013: 5-6; Truman ve Stone, 2016: 20-22; Sovereign Wealth Funds Institute, 2018 (<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>).

2015 yılına ait Truman Endeksi sıralamasına göre, Kazakistan’a ait iki fonu karşılaştırdığımızda 2015 yılında fonlar aynı puana sahipken 2018 yılında LMTI’ya göre, biri çok düşük sıralamadayken diğeri yüksek bir puana sahiptir. Kazakistan Ulusal Kalkınma Şirketi, Truman Endeksine göre ortalamaya yakın bir puan almış ancak daha sonra fon pasif bir yapıya geçerek ve konunun bilgi eksikliği nedeniyle Truman tarafından puanlama yapılamayacağı söylenmiştir. Aynı fonun 2018 yılındaki LMTI puanlamasına baktığımızda fonun kamuoyunda çok fazla bilgiye sahip olmaması yine fonun hızlı bir şekilde değer kaybetmesinden dolayı şeffaflık puanının 2 olduğu görülmektedir (Truman & Stone, 2016: 6-7; Uslu, 2018: 31). Suudi Arabistan’ın kamu yatırım fonu “Public Investment Fund (PIF)” yeterli bilgi mevcut olmadığı için derecelendirilmemiştir. (Truman & Stone, 2016: 6-7).

Kazakistan'ın sahip olduğu fon olan Samruk-Kazyna JSC Truman Endeksi'ne göre Şeffaf ve hesap verebilirlik açısından ortalamaya yakın sırada yer almaktadır. Bununla birlikte fon, yüksek Şeffaflık kriterlerine sahip uluslararası fonlara ayak uydurmak için büyük bir dönüşüm kararı almış ve fon performansını artırarak 2018 yılında LMTI'ya göre Şeffaflık puanını 10'a çıkarmıŐtır (www.samruk-kazyna.kz, 2019).

1.6.3. Santiago Endeksi

Ulusal varlık fonları, küresel sermaye sistemindeki artan payları ve finansal piyasaları etkileme yetenekleri sayesinde önemli bir ekonomik oyuncu haline gelmiştir. Buna ek olarak, UVF'lerin mevcut eksiklikler açısından varlık büyüklüğü, Şeffaflık ve hesap verilebilirlik açısından oluşan eksiklikler ve ulusal varlık fonlarıyla ilgili artan endiŐeler, bu fonlarla ilgili uluslararası düzenlemelere gidilmesine yol açmıştır (Yılmaz & Bayar & Yıldıırım, 2013: 78).

2008'de tamamen düzenlenmiŐ bir faaliyet olmamasına rağmen, IMF'nin koordinasyonu ve rehberliği ile bir araya gelen Ulusal Varlık Fonu Uluslararası alıŐma Grubu (IWG), UVF'nin temel ilkelerini “Genel Kabul Görmüş İlkeler ve Uygulamalar (GAPP)” başlığı altında bir ereve olarak temel ilkelerini belirlemiştir (Kayıran, 2016: 63).

Eylül 2008'deŐili'nin başkenti Santiago'da toplanan Uluslararası alıŐma Grubu (IWG), UVF'ler için rehber olması amaçlanan Santiago İlkeleri olarak bilinen 24 ayrı ilke yayınlamıŐtır. Santiago Prensipleri, gönüllülük ilkesine dayalı olarak benimsenen, temel amaç olarak UVF'nin yatırım kararlarının açıkça ilan edilmediğini belirterek ulusal varlık fonları için bir dizi ilkenin ana çerçevesini oluŐturmuŐtur (Behrendt, 2010: 2).

Santiago Prensipleri genel itibariyle; ev sahibi ülkenin yasalarına sayėı göstermek, özel sektörle adil koŐullarda rekabet etmek, finansal istikrarsızlık durumunda kamu makamlarıyla etkin bir Şekilde iletişim kurmak, kalite risk yönetim sistemleri oluşturmak, kurumsal yönetim ve iç kontrol sistemlerine sahip olmak, Şeffaflık, yatırım kararlarının tamamen ekonomik temellere dayanması ve dış politika etkilerinden arınmıŐ olması gibi unsurları içermektedir (Aykın, 2011: 20).

Santiago Prensipleri, ev sahibi olan ülke hükümetleri, ev sahibi ülke ve piyasadaki diğer oyuncular gibi farklı paydaşların çıkarları arasında geniş kapsamlı uzlaşa hedeflemektedir (Aglietta, 2009: 359-360). Bu şekilde, ekonomik aktörlerin kurallarının daha belirgin olduğu ve ekonomik altyapının sağlam temellere dayandığı bir piyasa, sağlıklı işleyen bir ekonominin temel kavramları olan şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından önemli kazanımlar sağlar (O'brien, 2009: 297).

Bu ilkelere dayanarak, UVF'ler ya kendini değerlendirir ya da IFSW vb. dış kuruluşlardan uyumluluk raporları almayı tercih etmektedir. 2016 itibarıyla küresel fon pazarının %85'ini temsil eden 30 fon bu ilkelere taraf olmuştur (Ersan, 2017).

Mevcut durumda, Santiago'nun Prensipleri; yasal çerçeve, hedefler ve makroekonomik politikalara uyum (GAPP 1-5) yönetim yapısı ve kurumsal çerçeve (GAPP 6-17) yatırım ve risk yönetimi çerçevesi (GAPP 18-24) ile üç ana alan ve 24 temel prensipten oluşmaktadır (Yılmaz & Bayar ve Yıldırım, 2013: 75).

Santiago Prensiplerinin ana ve alt ilkeleri;

GAPP 1: Ulusal varlık fonları için yasal bir çerçeve oluşturulmalı ve yasal çerçeve fonlarının etkin işleyişini belirlenen hedeflere ulaşılmasını desteklemelidir.

GAPP 1.1: Ulusal varlık fonları için yasal çerçeve, ulusal varlık fonlarının ve işlemlerin yasallığını sağlamalıdır.

GAPP 1.2: Ulusal varlık fonlarının yasal dayanağının, yapısının temel özellikleri ve diğer devlet organları arasındaki yasal ilişkiler halka açıklanmalıdır.

GAPP 2: Ulusal varlık fonlarının siyasi amacı açıkça tanımlanmalı ve kamuoyuna açıklanmalıdır.

GAPP 3: Ulusal varlık fonlarının faaliyetlerinin doğrudan yerel makroekonomik etkileri olduğu durumlarda, bu faaliyetler genel makroekonomik politikalarla tutarlılığı sağlamak için yerel para ve mali yetkililerle yakından koordine edilmelidir.

GAPP 4: Ulusal varlık fonlarının finansman, para çekme ve harcama ile ilgili genel yaklaşımları için anlaşılmış ve kamuya açıklanmış politikalar, kurallar, prosedürler veya düzenlemeler olmalıdır.

GAPP 4.1: Ulusal varlık fonunun fon kaynağı kamuya açıklanmalıdır.

GAPP 4.2: Ulusal varlık fonlarını geri çekme ve hükümet adına harcama yaklaşımları kamuya açıklanmalıdır.

GAPP 5: Uygun makroekonomik veriler de dahil olmak üzere ulusal varlık fonları için istatistiksel veriler, ev sahibi ülkeye veya diğer ilgili taraflara zamanında bildirilmelidir.

GAPP 6: Ulusal varlık fonlarının ortaklaşa yönetme yapısı sağlam olmalı ve fon yönetiminin hesap verilebilirliğini kolaylaştırmak için yetkilerin ve sorumlulukların açık ve etkili bir şekilde tahsis edilmesi takip edilmelidir.

GAPP 7: Fon sahibi, ulusal varlık fonları için hedefler belirlemeli, açıkça tanımlanmış prosedürlere göre yönetim kurulu üyelerini atamalı ve ulusal varlık fonlarının faaliyetlerini denetlemelidir.

GAPP 8: Yönetim Kurulu/ kurulları, ulusal varlık fonunun çıkarlarına göre hareket etmeli ve ulusal varlık fonunun faaliyetlerini yürütmek için önceden tanımlanmış yetkinliklere ve yeterli yeterliliğe sahip olmalıdır.

GAPP 9: Ulusal varlık fonunun yönetimi, ulusal varlık fonunun stratejilerini açıkça tanımlanmış sorumluluklar çerçevesinde bağımsız ve açık bir şekilde uygulamalıdır.

GAPP 10: Ulusal varlık fonlarının hesap verebilirlik çerçevesi, ilgili yasa, yönetmelik, diğer yapısal belgeler veya yönetim vaadi dikkatle tanımlanmalıdır.

GAPP 11: Ulusal varlık fonlarının ve beraberindeki finansal tabloların faaliyet ve performansı ile ilgili yıllık bir rapor, uluslararası veya ulusal muhasebe standartlarına uygun olarak zamanında ve kararlaştırılmış bir şekilde hazırlanmalıdır.

GAPP 12: Ulusal varlık fonlarının faaliyetleri ve finansal tabloları, uluslararası veya ulusal denetim standartlarına uygun olarak yıllık olarak denetlenmelidir.

GAPP 13: Mesleki ve etik standartlar açıkça tanımlanmalı ve ulusal varlık fonu kurulu üyelerine, yöneticilerine ve personeline iletilmelidir.

GAPP 14: Ulusal varlık fonunun üçüncü taraflarla operasyonel yönetim için ilişkileri, ekonomik ve finansal temellere dayanmalı ve ilişkilerde açık kurallar ve prosedürleri takip etmelidir.

GAPP 15: Ulusal varlık fonunun faaliyetleri, ev sahibi ülkelerde ilgili mevzuata ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uygun olarak yapılmalıdır.

GAPP 16: Ulusal varlık fonlarının işletmeden bağımsız olduğu yönetim çerçevesi ve hedefleri kamuya açıklanmalıdır.

GAPP 17: Uluslararası finansal piyasaların istikrarına katkıda bulunmak, ev sahibi ülkelere olan güveni artırmak ve ekonomik ve finansal yönelimlerini göstermek için ulusal varlık fonu ile ilgili finansal bilgiler kamuya açıklanmalı.

GAPP 18: Ulusal varlık Fonu'nun yatırım politikası açık olmalıdır. Ancak, bu yatırım politikaları, sahip veya yönetim kurulu tarafından belirlenen hedefler ve risk toleransı ve yatırım stratejisi ile tutarlı olmalıdır. Yatırım politikaları sağlam varlık yönetimi ilkelerine dayanmalıdır.

GAPP 18.1: Yatırım politikası, ulusal varlık Fonu'nun finansal risklerini ve olası yönelimleri yönlendirmelidir.

GAPP 18.2: Yatırım politikası, iç ve / veya dış yatırım yöneticilerinin, seçtikleri ve izledikleri müddetçe bunları kullandıkları ölçüde faaliyetleri ve otoriteyi ele almalıdır.

GAPP 18.3: Ulusal varlık fonunun yatırım politikasının tanımı kamuya açıklanmalıdır.

GAPP 19: Ulusal Varlık Fonu'nun yatırım kararları, yatırım politikasıyla uyumlu riske uyarlanmış finansal getirileri en üst düzeye çıkarmayı ve bunları ekonomik ve finansal temellere dayandırmayı amaçlamalıdır.

GAPP 19.1: Yatırım kararları ekonomik ve finansal hususlardan başka bir şeye tabi ise, yatırım politikasında açıkça belirtilmeli ve kamuya açıklanmalıdır.

GAPP 19.2: Ulusal varlık fonuna ait varlıkların yönetimi, makul varlık yönetiminin genel kabul görmüş ilkeleriyle tutarlı olmalıdır.

GAPP 20: Ulusal varlık fonu, özel işletmelerle rekabet ederken daha geniş yönetim ile ayrıcalıklı bilgi veya yanlış etki kullanmamalıdır.

GAPP 21: Ulusal varlık fonları, özkaynak yatırımlarının değerinin temel bir keşfi olarak hissedarların mülkiyet haklarını göz önünde bulundurur. Ulusal bir fon haklarını kullanmayı seçerse, yatırım politikası ile tutarlı hale getirecek ve mali değerini koruyacaktır. Ulusal varlık Fonu'nun genel yaklaşımı, menkul kıymet

seçmek için operatörlerin mülkiyet haklarının kullanılmasına yol açan önemli faktörler de dâhil olmak üzere borsada açılmalıdır.

GAPP 22: Ulusal varlık Fonu, operasyonel riskleri tanımlayan, değerlendiren ve yöneten bir çerçeveye sahip olmalıdır.

GAPP 22.1: Risk yönetimi çerçevesinde zaman kabul edilebilir parametreler ve seviyeleri içinde risklerin uygun izleme ve yönetim, denetim ve teşvik mekanizmaları, kuralları uyulması gereken yönetmeler, iş sürekliliği ve bağımsız bir denetim işi hakkında güvenilir bilgi ve rapor üreten sistemler olmalı.

GAPP 22.2: Ulusal Varlık Fonu'nun risk yönetimi çerçevesine genel yaklaşımı kamuya açıklanmalıdır.

GAPP 23: Ulusal varlık Fonu'nun varlık ve yatırım performansı mutlak veya göreceli kriterlerle ölçülmeli ve açıkça tanımlanmış ilke veya standartlara uygun olarak fon sahibine bildirilmelidir.

GAPP 24: GAAP uygulamasının düzenli olarak gözden geçirilmesi, ulusal varlık fonu tarafından veya altında yapılmalıdır (IWG, 2008: 7-9).

Santiago Prensipleri, UVF'ler için ilke çerçevesinin çizilmesinde büyük önem taşıırken, devletlerin ve UVF'lerin bu ilkelerle uyumluluğunu değerlendirmek zordur; bu ilkeler daha teorik ve yorumlamaya açıktır. Bu bağlamda Behrendt (2010), Ocak 2010'dan tarihinden Mart 2010'a kadar UVF'lerin uyumunu ölçmeye çalışarak, IWG ve IMF'den sağladığı verileri kullanarak "Santiago Uyum Endeksi" oluşturmuş ve söz konusu 26 ortak ülke, UVF'nin Santiago Prensiplerinin uyum düzeyini ölçmüştür (Behrendt, 2010: 6).

Tablo 7: Santiago Uyum Endeksi 2013

Ülke	Ulusal Varlık Fonu	Santiago Uyum Oranı (%)
Norveç	Government Pension Fund Global (Devlet Emeklilik Fonu)	94
Yeni Zelanda	Superannuation Fund (Yeni Zelanda- Emeklilik Fon)	92
Avustralya	Future Fund - (Avustralya Gelecek Fonu)	90
Şili	Stabilization Fund and Pension Reserve Fund (Şili-Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu)	85
ABD/Alaska	Alaska Permanent Fund - (A.B.D. – Alaska Fonu)	83
Timor	Leste Petroleum Fund (Timor-Leste-Petrol Fonu)	81
Singapur	Temasek Holdings - (Singapur-Temasek Holding)	79
Kanada	Alberta Heritage Savings Trust Fund (Kanada-Alberta Miras Fonu)	77
Azerbaycan	State Oil Fund - (Azerbaycan-Devlet Petrol Fonu)	71
Singapur	GIC- (Singapur Yatırım Şirketi)	69
Trinidad/Tabago	Heritage and Stabilization Fund (Trinidad ve Tobago-Miras ve İstikrar Fonu)	65
Cin	China Investment Corporation (Çin Yatırım Şirketi)	61
Kore	Korea Investment Corporation (Kore Yatırım Şirketi)	58
BAE	Abu Dhabi Investment Authority (Birleşik Arap Emirlikleri-Abu Dabi Yatırım Otoritesi)	53
Kuveyt	Kuwait Investment Authority (Kuveyt Yatırım Otoritesi)	52
Rusya	National Wealth Fund / Reserve Fund (Rusya-Rezerv Fonu)	46
Bostvana	Pula Fund - (Botsvana-Pula Fonu)	44
Meksika	Oil Revenues Stabilization Fund (Meksika-Petrol Geliri İstikrar Fonu)	39
Katar	Qatar Investment Authority (Katar Yatırım Otoritesi)	31
Bahreyn	Future Generations Reserve Fund (Bahreyn-Gelecek Nesiller Rezerv Fonu)	24

Kaynak: Gross, 2014: 42-46.

Santiago Uyum Endeksine göre, verilen bir fon grubu en az 80-100 sayısal yüzdeliği arasında bir değere sahipse Santiago İlkelerine uyumlu kabul edilmektedir. Tablo 7’de görüldüğü üzere, Norveç Emeklilik Fonu tarafların Santiago ilkelerine uyumunu gösteren endekse göre %94 ile en yüksek uyum derecesine sahipken Yeni Zelanda, Avustralya, Şili ve ABD/Alaska da Santiago endeksine göre uyum derecesi içerisinde bulunan ülkeler arasındadır. Santiago Uyum Oranı 50-100 sayısal yüzdeliği altında olan beş fonun Santiago İlkeleri tarafından belirlenen kamuoyu aydınlatma ve yönetim standartları ilkelerine kısıtlı bağlılık göstererek kriterleri karşılamadığı sonucuna varılmıştır (Grosse, 2014: 45).

Katar Yatırım Otoritesi (QIA), fonlar arasında en hızlı büyüyen UVF’lerden biridir. Aynı zamanda en aktif ve dışa dönük fonlardan biri olup önemli bir konuma sahiptir. Ancak yetkisi, mali durumu, hesap verebilirliği ve yönetim düzenlemeleri hakkında kesin bilgi verememektedir. QIA, ilkelerin önemli bölümlerini açıklamak ve uygulamak için cesur bir hamle yaparak, yerleşik bir finansal piyasa katılımcısı olarak pozisyonunu önemli ölçüde artırabilir. Rusya Ulusal Varlık Fonuna değinilecek olursa, Rezerv Fonu’nu denetleyen Rusya Federasyonu Maliye Bakanlığı’nın fon varlık değerleri ve nakit akışları hakkında önemli ve zamanında bilgi sağladığı bilinmektedir. Ancak, ilkelerin gerektirdiği gibi, fon yönetiminin bir dizi teknik yönü hakkında tutarlı bilgi sağlanamamaktadır (Geo Economica, 2014). Sonuç olarak Santiago İlkeleri, UVF’lerin teorik olarak izlemesi gereken kuralları ve prosedürleri göstermek için ana çerçevedir. Buna ek olarak, bu ilkelerin genel ve kapsayıcı olması birbirinden farklı özelliklere sahip ülkelerde geçerli olmalarını sağlayan önemli faktörler arasındadır (Nas, 2017: 6).

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA'DA VARLIK FONU UYGULAMALARI

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle varlık fonlarının tarihsel gelişimi ele alınacaktır. Daha sonra dünyadaki varlık fonlarının durumu, toplam büyüklüğü, sayısı ve dağılımı ortaya konmaya çalışılacaktır. Ayrıca, varlık fonlarının finansal sisteme etkileri incelenecek, ortaya çıkan düzenleyici tedbirler açıklanacak ve son bölümde 6 adet varlık fonu uygulama örneği incelenecektir.

2.1. Ulusal Varlık Fonlarının Tarihsel Gelişimi

Varlık Fonları 21. yüzyıldan bu yana dünyada büyük bir finansal konu olarak ortaya çıkmasına rağmen, bu fonların tarihi 19.yüzyıla kadar dayanmaktadır. Literatür incelendiğinde IMF tanımlarına uyan ilk çağdaş varlık fonu 1953 yılında, Kuveyt'te petrol geliri fazlasını yönetmesi için kurulan bir fon olduğu belirtilmektedir. 1983 yılında söz konusu fon, resmi olarak Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority) adını almıştır (Alheshel, 2015: 2).

Son yıllarda varlık fonlarının tarihi üzerine çalışmalar artmaktadır. Xu Yi-Chong ve Bahgat (2010: 1) tarafından yayınlanan bir çalışmada, varlık fonlarının kökenleri, vergiden muaf fonları yönetmek için 1816'da Fransızlar tarafından kurulan Caisse Des Dépôts Et Consultancy (CDC)'ye dayanmaktadır. Fonun bugün kamu konutlarını, üniversiteleri ve sürdürülebilir kalkınma projelerini finanse etmek için mevduatlarını kullandığı belirtilmektedir.

Çağdaş varlık fonları ile 17. yüzyıl merkantilizmin ve 1930'ların fonlarının karşılaştırılması amaçlanmış ve aralarında önemli benzerlikler olduğu Tablo 8'de belirtilmiştir.

Tablo 8: Varlık Fonlarının Çağdaş ve Daha Eski Örnekleri

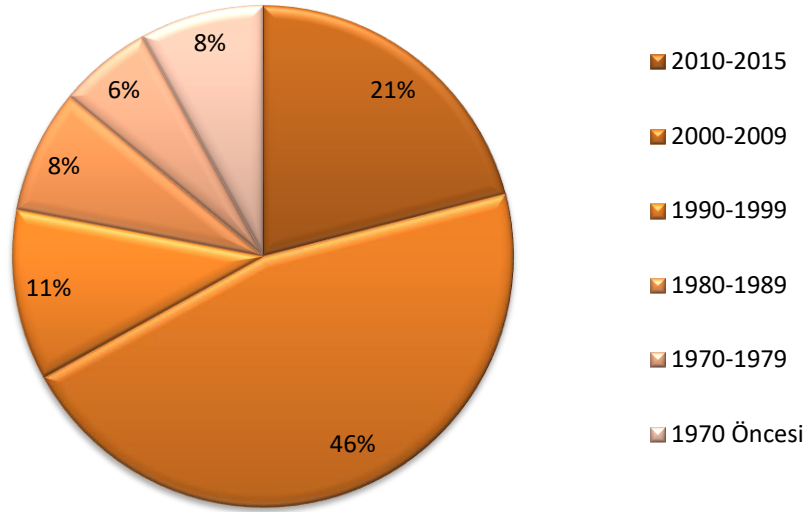
Çağdaş Varlık Fonları								
Tasarruf Fonları			İstikrar Fonları			Kalkınma Fonları		
Kuruluş	Fon Adı	Ülke	Kuruluş	Fon Adı	Ülke	Kuruluş	Fon Adı	Ülke
1953	Kuveyt Yatırım Otoritesi	Kuveyt	1952	Suudi Arabistan Para Ajansı	Suudi Arab.	1974	Temasek	Singapur
1976	Abu Dabi Yatırım Otoritesi	BAE	1956	Gelir Denkleştirme Rezerv Fonu	Kiribati	1984	Uluslararası Petrol Yatırım Ş.	Abu Dabi
1981	Devlet Yatırım Şirketi	Singapur	1997	SAFE Yatırım Şirketi	Çin	1993	Ulusal Hazine	Malezya
1990	Devlet Emeklilik Fonu	Norveç	1999	Devlet Petrol Fonu	Azerbaycan	2002	Mubadala	Abu Dabi
Varlık Fonlarının Daha Eski Örnekleri								
Devlet Tasarruf Araçları (19. yy)			İstikrar Fonları (20. yy Başları)			İmtiyazlı Şirketler (17. ve 18. yy)		
Kuruluş	Fon Adı	Ülke	Kuruluş	Fon Adı	Ülke	Kuruluş	Fon Adı	Ülke
1816	CDC	Fransa	1934	Döviz Dengeleme Fonu	Birleşik Krallık	1600	Doğu Hindistan Şirketi	İngiltere
1835	Michigan Okul Fonu	ABD	1935	Döviz İstikrar Fonu	ABD	1664	Compagnie de L'occident	Fransa
1854	Teksas Okul Fonu	ABD	1935	Döviz Fonu	Hong Kong	1682	Brandenburg Afrika Şirketi	Prusya
1898	New Maxico Okul Fonu	ABD	1936	Döviz İstikrar Fonu	Belçika	1698	İskoçya Şirketi	İskoçya
			1936	Döviz İstikrar Fonu	İsviçre	1711	Güney Deniz Şirketi	İngiltere
			1930lar	Döviz Fonu	Çin	1752	Emden Şirketi	Prusya

Kaynak: Jürgen Braunstein, 2014: 172.

Braunstein, Tasarruf Amaçlı Kurulan Varlık Fonları ve 19. yy. Devlet Tasarruf Araçlarını, İstikrar Amaçlı Varlık Fonları ve 20. yy. İstikrar Fonları ile nihayet ortaya çıkan Kalkınma Amaçlı Kurulan Varlık Fonları ve 17. yüzyıl ayrıcalıklı şirketlerini karşılaştırmıştır. Bu karşılaştırmada, çağdaş kalkınma fonu olarak adlandırılan Varlık Fonu, 1953'ten sonraki örnekleriyle tanıtılarak, 17.yy tercih edilen şirketlerinden biri olan Fransız Doğu Hindistan şirketinin uluslararası faaliyetleri, mali, yönetim ve yatırım örnekleri açısından birbirlerine benzediklerini tespit edilmiştir. Bununla birlikte 1930'larda istikrar fonlarının örnekleriyle çağdaş örneklerinin de benzer olduğu Braunstein tarafından ifade edilmiştir. Her iki fonun da hükümet tarafından finanse edilen ve parasal mali otoritelerin himayesinde faaliyet gösteren benzer varlık sınıflarına yatırım yaptıkları belirtilmiştir (Braunstein, 2014: 147-177).

Gilbert Adaları'ndaki İngiliz Sömürge Yönetimi (1979'dan beri Kiribati Cumhuriyeti) 1956'da fosfat madenciliğinden kâr elde etmek amacıyla 1956 yılında Gelir Dengeleme Rezerv Fonu kurmuştur. Bu süreçten bu yana, varlık fonlarının sayısı 1970'ler ve 1990'ların sonlarında iki büyük dalga olarak artmıştır (Kern, 2007: 4). Özellikle 1970'lerdeki ilk petrol krizinden sonra, büyük petrol ihracatçıları petrol kaynaklarının tükenmesi endişesi nedeniyle kendi varlık fonlarını kurmuşlardır (Sun & Liv vd., 2014: 655). Bu bağlamda, 3 büyük varlık fonundan biri olan Abu Dhabi Investment Corporation (Abu Dabi Yatırım Kuruluşu-ADIA) 1976 yılında kurulmuştur. Bununla birlikte 1990'ların sonunda başlayan büyük artış ve 2000'den sonra kurulan varlık fonu sayısının toplam aktif varlık fonu sayısına oranı %67'ye ulaşmıştır (SWFI, 2018).

Grafik 1: Varlık Fonları Kuruluşlarının Yıllara Göre Dağılımı

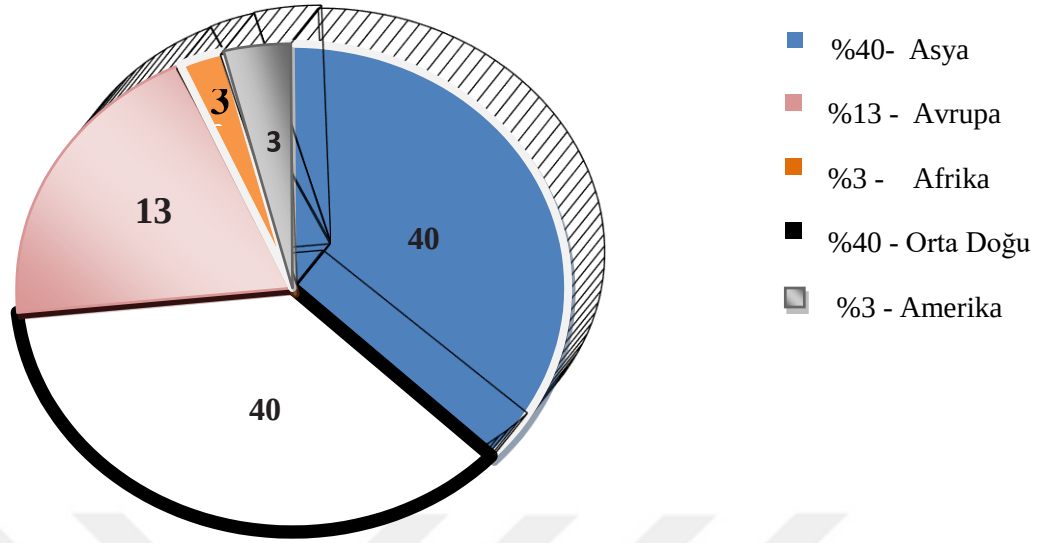


Kaynak: SWFI, “Sovereign Wealth Funds Rankings”, 2018. Erişim Tarihi: (01.01.2020)
<https://www.swfinstitute.org/>

Varlık fonlarının büyüklüğü 1990’dan beri 15 katına kadar yükselmiştir. 1990 yılında 500 milyar dolarlık varlıkların büyüklüğü, 2012 yılında 5,5 trilyon dolar olmuş ve bugün 7,6 trilyon dolara ulaşmıştır (SWFI, 2018). Bu büyümenin büyük bir kısmı, artan petrol fiyatlarından oluşmuş ve Norveç, Birleşik Arap Emirlikleri ve Kuveyt gibi petrol üreten ülkelerde yoğunlaşmıştır. Ancak, diğer önemli aktörler arasında dış ticaret fazlası veren Çin gibi ülkelerde bulunmaktadır (Bernstein & Lerner ve Schoar, 2013: 221).

1997-1998 yıllarında Asya krizinden sonra, Doğu Asya ülkeleri yeni bir kriz için önlemler almaya başlamıştır. Bu ülkelerin diğer ülkelere veya IMF’ye finansal bağımlı oluşu değerlendirilmekte ve rezerv biriktirilmesi amaçlanmaktadır. Bu rezerv birikimi, Asya ülkelerinin bu rezervleri kullanacak yeni yatırım araçları aramasına neden olmuştur. Bunun sonucunda, varlık fonları tercih edilen bir araç haline gelmiş ve giderek yaygınlaştı (Aykın, 2011: 9).

Şekil 2: Ulusal Varlık Fonlarının Bölgesel Dağılımı



Kaynak: Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), 2015 Haziran Verileri. Erişim Tarihi (05.01.2020)

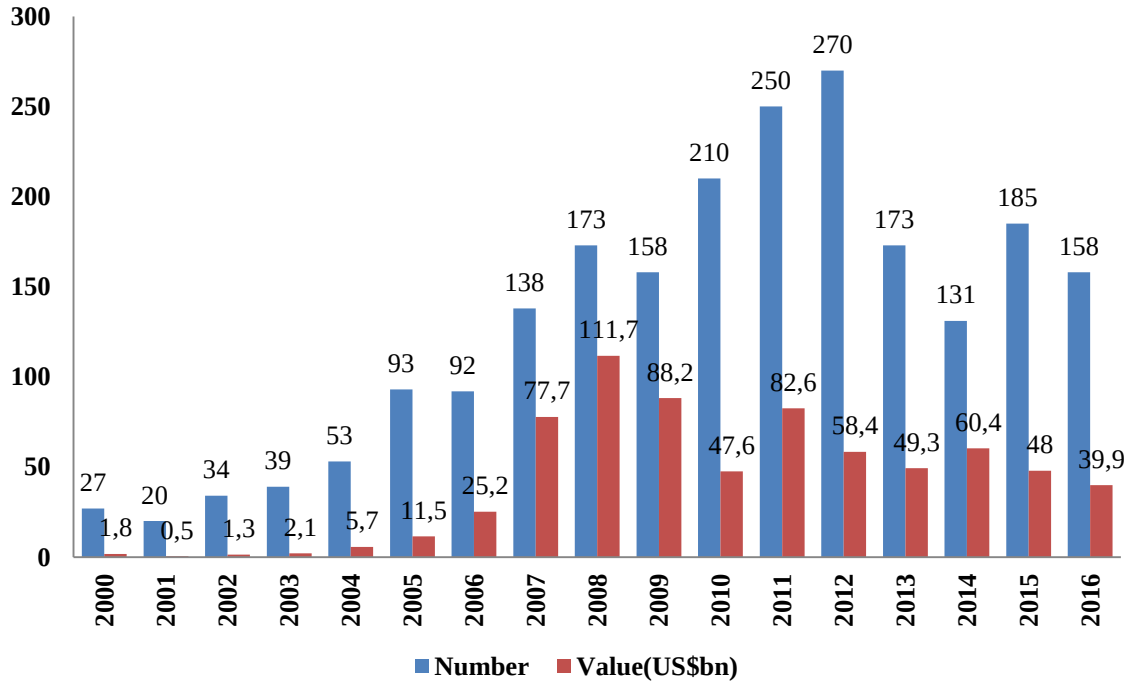
2005'ten bu yana, 10'dan fazla yeni UVF kurulmuştur. Bir dizi ülke emtia fiyatları ve hızlı yabancı rezerv birikimi ışığında devlet fonlarını kurmuştur. Güney Kore, UVF'sini 2005 yılında 20 milyar dolarlık varlık ile başlatmışken, Avustralya'nın Varlık Fonu 2006'da, Çin'in CIC'i 2007'de ve Rusya'nın Ulusal Zenginlik Fonu'nun 2008'de kurulmuştur. Bolivya, Brezilya, Hindistan ve Tayland'ın da dâhil olduğu pek çok gelişmekte olan bir SWF kurma ve geliştirme konusunda 2005 ten bu yana hem fikir olmuştur (Singh, 2008: 8).

Varlık fonlarının sayısında ki hızlı artışın bir diğer nedeni de 2008 krizi olmuştur. Bu kriz sonucunda, Barclay's, Citigroup, Morgan Stanley ve Merill Lynch gibi büyük şirketlerin hisse payları düşmüştür. Çin, Birleşik Arap Emirlikleri, Singapur ve Katar gibi ülkeler bu payları aktif fonlarından satın almışlardır. Bunun sonucunda, 2008'den 2012'nin sonuna kadar aktif fonlarının aktifleri %59,1 oranında artmıştır (Kayıran, 2016: 62).

2.2. Varlık Fonu Yatırımları

Varlık fonu yatırımlarını inceleyen Sovereign Investment Lab'ın raporuna göre, aktif fonların doğrudan yatırımların toplam değeri 2001 yılından sonra artmaya başlamış ve özellikle 2007-2008 kriz yıllarında zirve (tepe) noktaya ulaşmıştır. Grafik 2, bu yatırımların son 3 yıldır düşüş eğiliminde olduğunu göstermektedir.

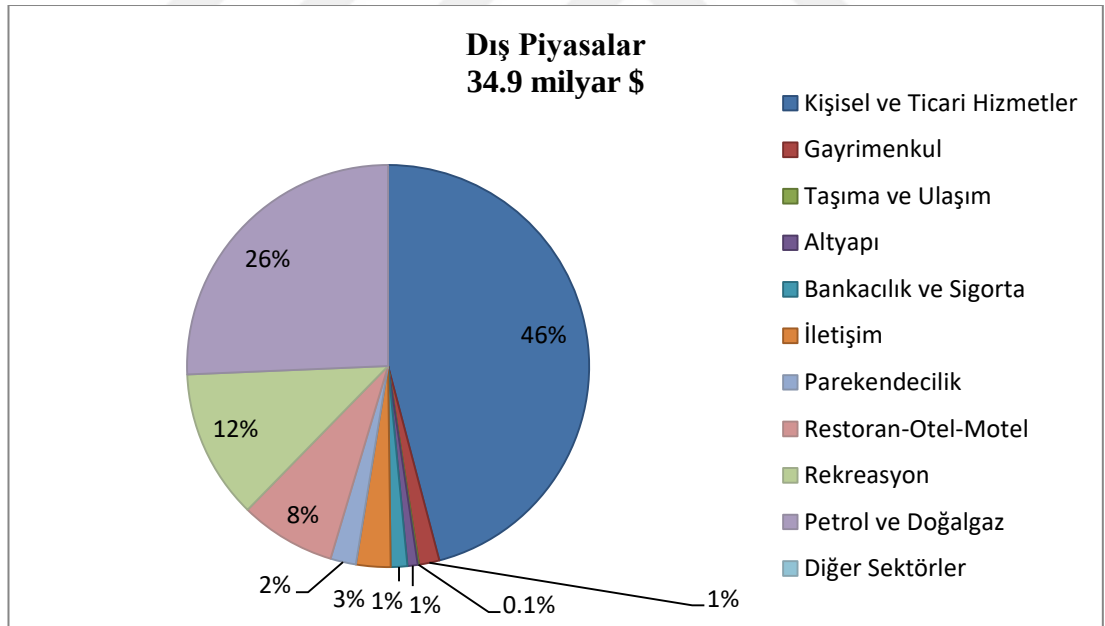
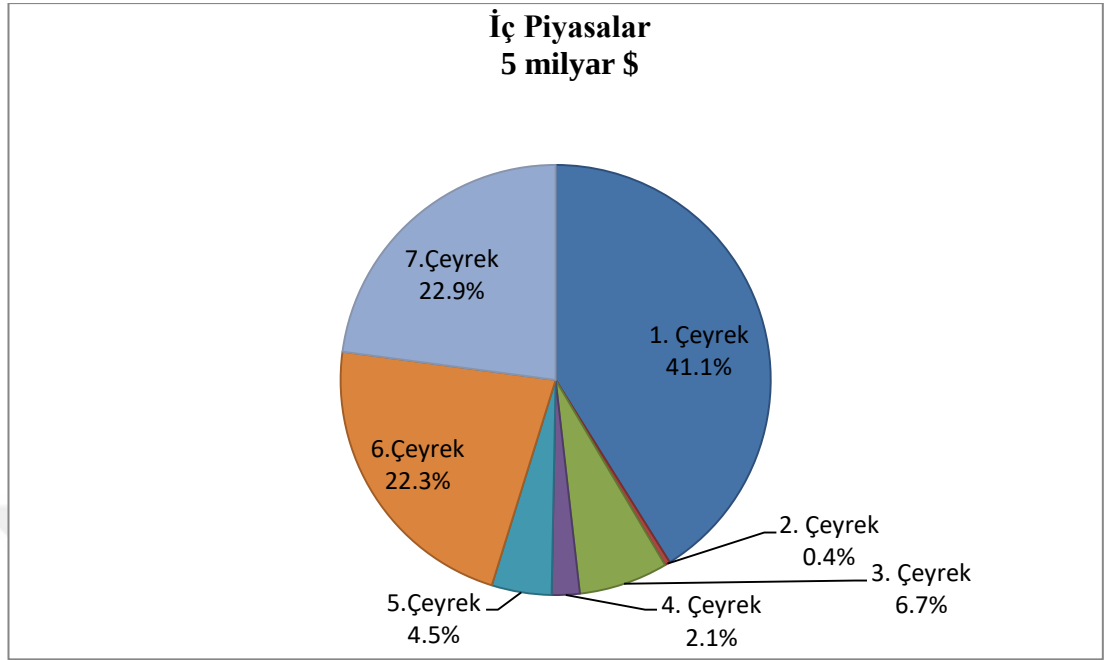
Grafik 2: Varlık Fonlarının Doğrudan Yatırımları (2000-2016)



Kaynak: Sovereign Investment Lab, **Sovereign Wealth Fund Annual Report**, 2016.

2016 yılında halka açık 21 yatırım fonu ile halka arz edilen 158 doğrudan yatırımın toplam değeri 39,9 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu değer, 2006'dan beri toplam yatırım değerinin en düşük değerini yansıtmaktadır. Raporda, bu durumun, küresel ekonomik ve politik kargaşanın bir başka zor yılını yansıttığı ifade edilmiştir. Varlık fonu yatırımlarının en önemli belirleyicileri; emtia ihracatçısı ülkelerin sahip olduğu varlıkların üçte ikisi ve son zamanlarda ham petrol fiyatlarındaki değişimlerdir. OPEC 2016 Eylül ayında aldığı karar sonrasında ise son sekiz yıldır ilk kez üretimi kısma konusunda anlaşmaya varmış, günlük üretimini 32,5 milyon varile düşürme kararı almıştır. Bu karar sonucunda petrol fiyatları %6'nın üzerine çıkmış ve 48,96 dolara ulaşmıştır (<https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1854997-opec-ve-rusya-petrol-arzini-dondurma-uzerinde-anlasti>). Ancak bu fiyat, 2015 öncesi dönemin yarısıdır. 2015'te petrol şokunun neden olduğu aksaklık, OPEC'in 2008'ten bu yana ilk kez bir üretim kesintisine karar vermesine neden olmuştur. Petrol fiyatı üzerindeki bu etkiler petrol dışı sektörlerde de yayılarak varlık fonu yatırımlarının küçülmesine neden olmuştur (SWF Annual Report, 2016: 16).

Grafik 3: Varlık Fonu Yatırımlarının Sektörel Dağılımı (2016)



Kaynak: Sovereign Investment Lab, **Sovereign Wealth Fund Annual Report**, 2016, s.28.

Varlık Fonu yatırımlarının sektörel dağılımı incelendiğinde, iç pazardaki yatırımların %41,1'inin ulaştırma sektöründe yapıldığı görülmektedir. Bununla birlikte bankacılık, sigorta ve iletişim sektörleri de iç pazarla yatırım yapılan önemli sektörlerdendir. Varlık fonlarının dış pazardaki yatırımı incelendiğinde ise durum

değişmektedir. Dış pazardaki yatırımların çoğunluğu bireysel hizmetler sektöründe %44,7, ikincisi ise gayrimenkul sektöründe %25 ile yapılmaktadır.

Raporun devamında ise 2007 ile 2016 arasında, iç ve dış pazarlarda varlık fonlarının piyasaya olan yatırımlarının oranlanması bulunmaktadır. Buna göre, varlık fonu yatırımlarının %33,2'si 2007 yılında iç pazara sunulurken, bu oran 2016 yılında %12,5'e gerilemiştir. Diğer bir deyişle, varlık fonu yatırımlarının %77,5'i 2016 yılında dış pazara yapılmaktadır (SWF Annual Report, 2016: 31).

2.3. Ulusal Varlık Fonu Ülke Örnekleri

Ulusal Varlık Fonları devletler için küresel ekonomik sistemde her geçen gün artan, farklı amaçlara yönelik hedeflerinin veya yatırım boyutlarının önemi finansal piyasalarda etkin rol oynamasını sağlamıştır. Muazzam ekonomik büyüklüklere ulaşan böyle bir yatırım havuzunun hala tam olarak anlaşılmamış olması ve şeffaflık, hesap verilebilirlik açısından eksiklikler oluşması zaman zaman piyasa tarafından tedirginlikle karşılanabilmektedir. UVF'leri doğası gereği homojen olarak sınıflandırmak mümkün olmasa da en azından UVF kavramının ana hatları, özellikle 2000'li yıllardan sonra akademik çalışmalarla yoğunlukla kendinden bahsettirmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde, türleri, büyüklükleri, kaynakları, hedefleri ve küresel pazarlardaki yeri bakımından öncü olarak kabul edilebilecek genel UVF piyasasının genelini yansıtabilecek örnek UVF'ler incelenecektir.

2.3.1. Norveç- The Government Pension Fund Global (GPFG)

1990 yılında Norveç'te "The Petroleum Fund of Norway" adı altında kurulan Norveç Ulusal Varlık Fonu (GPFG) fonu, 2006 yılında bugünkü unvanını almıştır. Ulusal Varlık Fon büyüklüğü açısından dünyanın en büyüğü konumda yer alan GPFG'i, asıl kaynağını ülkenin petrol ihracatı gelirlerinden sağlamaktadır (Akbulak, 2008: 244). Norveç Maliye Bakanlığı gözetiminde, 1186,69 milyar dolar değerinde olan bu fon dünyanın en büyük varlık fonu pozisyonunda bulunmaktadır. Petrol gelirleri kaynaklı kurulan fonlar, gelecek nesillere gelir transferi ve uzun vadeli faaliyetlerini istikrar fonu ile yürütmektedir. Petrol gelirlerinin düzenli olarak aktarıldığı fon, ekonomik canlanma ve petrol fiyat dalgalanmalarında meydana gelen olumsuz etkilerin ortadan

kaldırılması için faaliyetler göstermektedir. Nestle, Royal Dutch Shell, Apple, Roche Holding, Novartis, Alphabet ve Microsoft gibi Norveç Varlık Fonu'nun sermaye yatırımlarının dünya çapındaki önemli şirketlerde payı bulunmaktadır (Karagöl & Koç, 2016: 13).

Tablo 9: Norveç Varlık Fonu Yatırımlarının Dünya Genelindeki Sayısı ve Büyüklüğü

YATIRIMLAR	YATIRIM SAYISI	BÜYÜKLÜĞÜ (milyar dolar)
KUZEY AMERİKA		
Sermaye	2.352	192
Sabit Gelir	599	111
Gayrimenkul	431	10
GÜNEY AMERİKA		
Sermaye	277	5
Sabit Gelir	37	12
AVRUPA		
Sermaye	1.973	206
Sabit Gelir	498	114
Gayrimenkul	366	10
ASYA		
Sermaye	3.783	100
Sabit Gelir	74	48
ORTADOĞU		
Sermaye	160	2
Sabit Gelir	14	2
AFRİKA		
Sermaye	185	3
Sabit Gelir	2	1
AVUSTRALYA		
Sermaye	320	11
Sabit Gelir	37	8

Kaynak: Karagöl & Koç, 2016: 14

En gelişmiş ulusal varlık fonlarından biri olan GPFG, tek bir ana kaynaktan gelen petrol gelirlerinden oluşturulmuştur. Gelirleri dalgalanmalardan korumayı ve çeşitlendirilmiş bir varlık grubuna aktarmayı ve onları sabit bir varlık haline getirmeyi amaçlamaktadır. Bu nedenle, genel olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmaktadır (Santiso, 2009: 327). Nitekim GPFG, yurt dışındaki bu

yatırımlar sayesinde küresel piyasaların istikrarına katkıda bulunmakta ve Hollanda hastalığının (Hollanda hastalığı, ani zenginleşme kaynağına kavuşan bir ekonomide mevcut üretim faktörlerinin diğer üretim alanlarından çekilip yeni kaynağa yönelmesi sonucunda toplam üretimin azalmasına denir. İlk olarak 1960'lı yıllarda Hollanda'da doğal gaz bulunması sonucunda gözlemlendiği için Hollanda Hastalığı adını almıştır) zararlı etkilerinden korunabilmekte ve nesiller arasında adil gelir dağılımına katkıda bulunabilmektedir. Norveç, petrol fiyatlarındaki dalgalanmaların yükseliş / düşüşünden kaynaklanan sorunlardan etkilenmek istemeyip benzer şekilde, petrol gelirleri açısından zengin diğer ülkelerde olduğu gibi, Hollanda hastalığının olumsuzluğundan etkilenmeme nedeni, iyi çalışan ve ekonomide aşırı ısınmayı önleyen GPFG'nin olduğu söylenebilir (Chevalier, 2009: 23-24).

İdari açıdan bakıldığında, bazı UVF'lerin kaynak devletlerin merkez bankalarından farklı bir tüzel kişiliği yoktur. Bu gibi durumlarda, merkez bankası fonun yönetiminden sorumludur. Norveç'teki Norges Bank ve Suudi Arabistan'daki SAMA bu duruma örnek olarak gösterilebilir (Delacour, 2009: 63). Norveç örneğinde, GPFG'nin kuruluş anlaşması, Maliye Bakanlığı'nın fonun resmi sahibi olduğunu ve fonun yönetim yapısı incelendiğinde, siyasi otorite ile operasyonel yönetim arasında sorumluluk paylaşımının açıkça tanımlandığı görülmektedir (IWG, 2008: 41). Norges Bank Yatırım Yönetimi Norveç Maliye Bakanlığı adına GPFG'yi yönetmekte ve Norges Bank Yatırım Yönetimi tartışmalardan ortaya çıkan öneriler doğrultusunda parlamentoda fonun yatırım stratejisini belirlemektedir. Norges Bank portföy riskini kontrol ederken performans izlemesini de tamamen şeffaf kurallarla yönetmektedir. Yönetim komiteleri çok sınırlı tutulur, böylece yönetim maliyetleri düşük seviyelerde seyreder (Aglietta, 2009: 362).

Dünya çapında geniş bir alana yatırım yapmak için GPFG, çeşitlendirilmiş finansal araçlarla “doğru” (etik olarak) alanlara yatırım yaparak “makul” bir finansal getiri elde etmeyi amaçlamaktadır. Bir dizi etik yönergeye sahip olan Fon, esas olarak iki ana unsur üzerine inşa edilmiştir; ülkenin petrol gelirlerinin makul bir kısmını gelecek nesillere aktarılması amacı veya kabul edilemez riskler oluşturulabilecek yatırımların yapılmaması (IWG, 2008: 41). Bir şirket insan hakları ve çevre konularında etik normları sistematik olarak ihlal ederse, GPFG onu yatırımlarının

dışında tutmayı tercih etmektedir (The Corner House, 2008: 23). Aynı bağlamda, GPFG, özellikle ciddi insan hakları ihlalleri, kapsamlı yolsuzluk veya büyük çevresel bozulma, kimyasal silahlar, nükleer veya biyolojik silahlar, üreten veya satan suç gruplarını boykot etmektedir (Delacour, 2009: 195).

Şeffaflık, GPFG yönetiminde etkili olan en önemli faktörlerden başında gelir. LMT endeksine göre 10 puan alan GPFG, sürekli güncellenen ve yüksek kaliteli bilgi akışı sağlayan bir web sitesi ile şeffaf bir yönetim sürekliliği sağlamaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 14). Fon Yönetimi, yüksek derecede şeffaflık ve bilgi paylaşımı ile karakterize edilirken, Maliye Bakanlığı fonla ilgili önemli konularda parlamentoya ve halka rapor vermektedir. Norges Bank, bir basın toplantısı aracılığıyla yatırım performansını (coğrafi ve sektörel) içeren yıllık raporların ve yatırımların bir listesinin yanı sıra fon yönetimi ile ilgili üç aylık raporlar yayınlamaktadır (IWG, 2008: 41; Delacour, 2009: 195).

Şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından GPFG, dünyadaki tüm UVF'ler için bir örnektir. Piyasa koşulları açısından bakıldığında ise finansal getiriler, yatırım yaptığı ülkelerde yapıcı etkisi ve bir sektöre yatırım yaparken bıraktığı olumlu bir izlenim dikkate aldığı etik ilkelere dayanır. Buna ek olarak, Norveç ekonomisi, serbest piyasa ekonomisi ve devlet müdahalesini yeni bir karma ekonomi modelinin yapısıyla birleştirip, modeli refah kapitalizminin bir örneği olarak gösterebilmektedir (The Corner House, 2008: 24).

2.3.2. Çin- China Investment Corporation (CIC)

Merkezi Pekin'de bulunan China Investment Corporation (CIC), 29 Eylül 2007'de Çin Şirketler Yasası uyarınca 200.000 \$ kayıtlı sermayeye sahip bir varlık fonu olarak kurulmuştur. Şirket, Çin'in döviz varlıklarını çeşitlendirmek ve hissedarına kabul edilebilir risk toleransı dâhilinde maksimum getiri sağlamak amacıyla kurulmuştur (www.china-inv.cn , 2019).

Çin döviz rezervleri cari işlemler fazlası ve doğrudan yabancı yatırım artışı olarak iki kaynak tarafından finanse edilmiştir. Ülke, 1993'ten beri cari hesap fazlası olan bir ülke olmuştur (Wu & Seah, 2008: 47). CIC şirketi, Maliye Bakanlığı tarafından verilen 1.550 milyar RMB (Çin yuanı) tutarında devlet tahvili karşılığında Çin Halk Bankası'ndan satın alınan 200 milyar ABD Doları ile aktif hale getirilmiştir. Bu

şirketin 3 yan kuruluşu var: CIC International, CIC Capital Corporation ve Central Huijin Investment. CIC, devlete ait bir yatırım şirketi olan ve ilk olarak iç piyasadaki temel finansal kurumlara yatırım yapan Central Huijin Investment şirketini satın almıştır. Bu şirket bugün fonun yurtiçi yatırımlarını yönetmektedir (CIC Annual Report, 2008: 10-14).

CIC'in iki büyük yatırım hedefi bulunmaktadır. Hedeflerden birincisi, fonun sermayesindeki uzun vadeli getirileri en üst düzeye çıkarmak için çeşitli yurtdışı finansal araçlar portföyüne yatırım yapmaktır. Diğer bir hedef ise, devlete ait finansal varlıkların tamamen sahip olduğu iştiraki olan Central Huijin'deki değerini korumak ve artırmak için ilgili yasalara uyan bir hissedar olarak sermayelendirmektir (IWG, 2008: 36).

CIC'nin yatırım faaliyetlerinin altında yatan dört ilke aşağıda listelenmiştir (CIC, 2017: 31) :

1. Finansal bir yatırımcıdır ve portföyündeki şirketleri kontrol altına alma amacı bulunmamaktadır.
2. Ticari olarak yatırım yapmaktadır. Yatırımları uzun vadeli, sürdürülebilir ve risk ayarlıdır.
3. Kurumsal sosyal sorumluluklarını titizlikle yerine getiren ve yatırım yaptığı ülke veya bölgelerin kanun ve düzenlemelerine uyan bölgelerin yasalarına ve yönetmeliklerine karşı sorumlu bir yatırımcıdır.
4. Yatırım kararları araştırma ve ticari getiri oranlarına dayanmaktadır.

Çin'de şuanda 5 adet UVF bulunmaktadır. Çin'de kurulan UVF'lerin kuruluş tarihi, varlık miktarı, kuruluş amacı detaylı bir şekilde Tablo 10'da gösterilmiştir. Çin'in emtia dışı gelirleri ile kurmuş olduğu tüm UVF'lerin yönetmiş olduğu varlık miktarı SWFI'nin güncel rakamlarına göre 2.2 Trilyon Doları aşmıştır (Şimşek, 2017(a) : 66).

Tablo 10: Çin’de Kurulan Ulusal Varlık Fonları

	China Investment Corporation	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	SAFE Investment Company	China National Social Security Fund	China –Africa Development Fund
Kuruluş Yılı	2007	1993	1997	2000	2007
Varlık Miktarı (Haziran 2018 Yılı Milyar Dolar)	941.4	522.6	441	295	5
Kuruluş Yeri	Pekin, Toronto, Hong Kong	Hong-Kong	Hong-Kong	Pekin	Pekin
Resmi Amaçlar	Yatırımlardan gelen getirilerin maksimizasyonu ile döviz rezervlerini çeşitlendirmek .	Döviz kuru sistemi çerçevesinde döviz istikrarını korumak Honh-Kong’un finansal altyapısının bakımı ve geliştirilmesi de dahil olmak üzere uluslararası bir finansal merkezi olarak statüyü korumaya çalışmak	ABD dolarının değerindeki dalgalanmalar ın neden olacağı riskleri azaltmak adına döviz rezervlerini çeşitlendirmek .	Gelecekteki sosyal güvenlik harcamaları finanse etmek amacıyla merkezi hükümet tarafından biriktirilen rezerv fonudur. Amaç emeklilik fonlarının reel değerini korumak ve artırmaktır.	Sübvansiyon ve kredi yoluyla Afrika ekonomisini kaldırmak.
Devlet Adına Sahibi	State Council	Exchange Fund Ordinance and the Banking Ordinance	People’s Bank of China (PBOC)	National Council For Social Security Fund	China Development Bank

Kaynak: Fiscaoconomia 2017, Vol.1(1) 58-76, Çin Yatırım Şirketi (CIC) Özelinde Finansal Küreselleşmede Devlet Sermayesi: Ulusal Varlık Fonları, Şimşek, Orhan, 2017, s 69 & SWFI 2018 Güncel Rakamları ve Hong Kong Monetary Authority resmi internet sitesinden yararlanılmıştır.

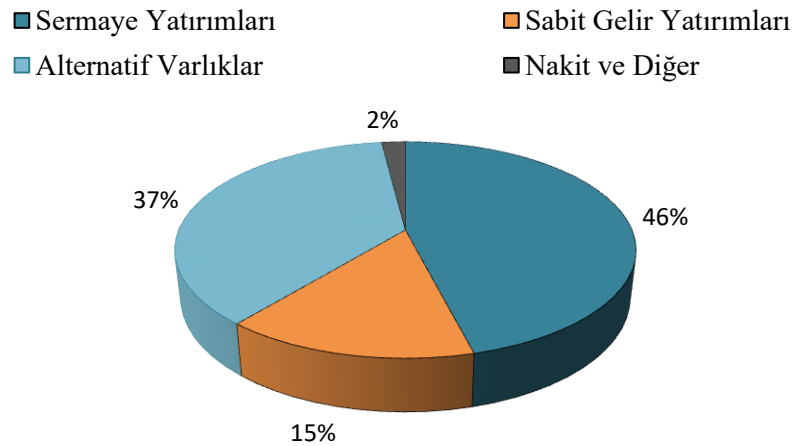
200 milyar dolarlık kayıtlı sermayenin yüzde 50’sinden fazlası küresel yatırımlara tahsis edilmiştir. Tahsis edilen küresel yatırımlar CIC International ve CIC Capital adı verilen alt birimler tarafından yapılmaktadır. Fonun yerel yatırım faaliyetleri

Central Huijin tarafından yürütülmektedir. CIC Uluslararası denizaşırı yatırımları yönetmek için kurulmuştur (Sun ve diğerleri, 2014: 656-657).

CIC yaptığı ilk yabancı yatırımlar büyük ABD finans kurumlarından biri Blackstone (\$3 milyar), Visa (\$200 milyon) ve Morgan Stanley (\$5 milyar) olarak gerçekleştirmiştir. Blackstone ve Morgan Stanley hisseleri sırasıyla %50 ve %20 oranında düşerken CIC Visa'ya yatırım yaparken hisse fiyatı, %30 oranında yükselmiştir. CIC, finans sektörüne yaptığı ilk yatırımlardan sonra 2009 yılında enerji ve doğal kaynaklara yatırım yapmaya başlamıştır. Enerji ve mineral arzını güvence altına almak için Afrika'ya büyük yatırımlar yapmış ve petrol zengini Afrika ülkeleri Çin için stratejik olarak önemli hale gelmiştir. Çin ayrıca Afrika'da gıda güvenliğini artırmak için tarım arazilerine yatırım yapmıştır. Brezilya, İran, Rusya ve Venezuela'daki devlet petrol şirketleriyle 40 milyar dolardan fazla anlaşma yapmıştır (Liew & He, 2012: 260-262).

CIC, Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü verilerine göre şeffaflık açısından LMT Endeksi 8'dir. Başka bir deyişle, şeffaflık açısından yeterli bir orana sahiptir. Çin yatırım şirketi aynı zamanda emtia dışı bir sermaye kaynağına dayanan en büyük varlık fonudur (SWFI, 2018).

Grafik 4: Çin Yatırım Şirketi Portföy Dağılımı (2016)

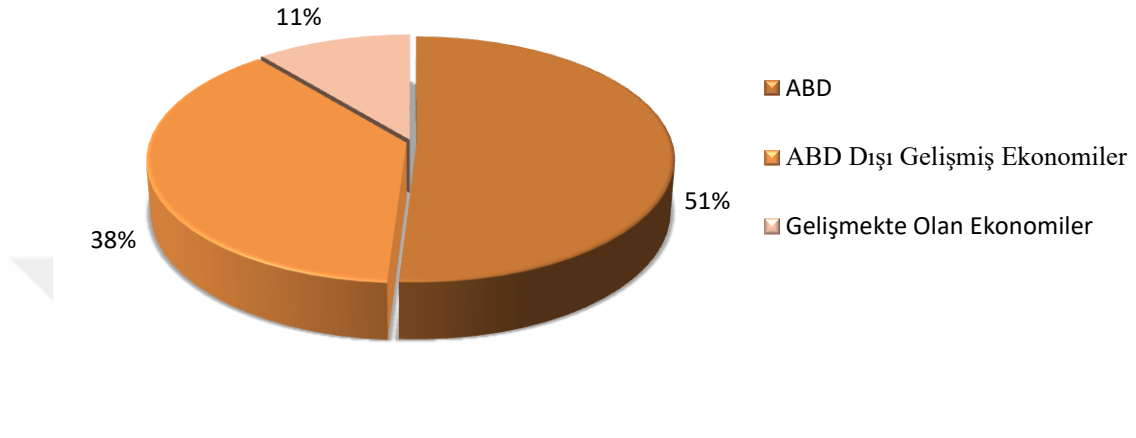


Kaynak: China Investment Corporation, Annual Report 2016, p.37.

Grafik 4 incelendiğinde, Çin Yatırım Şirketi'nin yatırımlarının büyük bir kısmını sermaye yatırımlarına yaptığı görülmektedir. Hedge fonları, gayrimenkul ve altyapı yatırımları gibi alternatif varlıklara %37 oranında yatırım yapılmaktadır. Devlet

tahvili ve hazine bonosu gibi sabit gelir kaynaklarına yapılan yatırım, Norveç Devlet Emeklilik Fonu'nun oranının yarısı kadardır (CIC, 2016: 36-37).

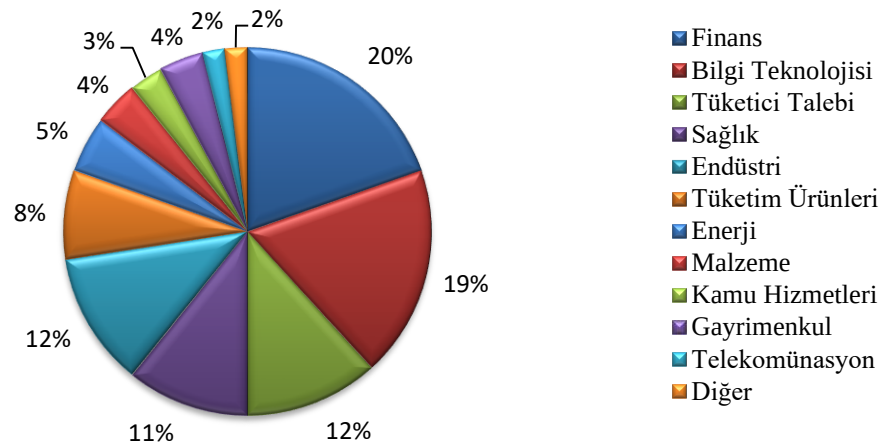
Grafik 5: CIC Sermaye Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı (2016)



Kaynak: China Investment Corporation, Annual Report 2016, 37.

Sermaye yatırımları bölgeye göre analiz edildiğinde, yatırımların büyük ölçüde ABD'ye ve gelişmiş ekonomilere gittiği görülmektedir. (Bkz. Grafik 5).

Grafik 6: CIC Yatırımlarının Sektörel Dağılımı



Kaynak: CIC, 2017: 37

CIC'in 2017 yılı sonunda hisse senedi yatırımlarının %20,1'ini finans, 19,4'ünü bilgi teknolojisi, %11,7'si tüketici talebi, %10,6'sı sağlık, %10,5'i endüstri, %7,9'u tüketici ürünleri, %5,4'ü enerji, %4,4'ü malzeme, %2,7'si kamu hizmetleri, %2,5'i gayrimenkullere, %2,4'ü telekomünikasyon, %2,4 diğer sektörlerinde gerçekleştirilmektedir (CIC, 2017: 37).

CIC, yasaların öngördüğü şekilde iç kurumsal yapı ve yönetim yapısı üzerinde çalışmaktadır. Yönetim Kurulu, Denetleme Kurulu ve yönetim ekibi kurulmuştur. Yönetim Kurulu başkanlarının atanması ve görevden alınması Danıştay tarafından yapılmaktadır. CIC'nin gelişim stratejileri, operasyonel ve yatırım kuralları Yönetim Kurulu tarafından belirlenmektedir. CIC içindeki bölümler arasındaki sorumluluklar açıkça tanımlanmıştır. CIC'nin yürütme performansı ve muhasebesi Kurul'a raporlanır ve Denetim Kurulu tarafından gözden geçirilmektedir. İç denetim departmanı bağımsız denetim yapmaktadır. Denetim raporları Denetim Kurulu Başkanı tarafından onaylanmaktadır. CIC, Maliye Bakanlığı tarafından mali denetim ve Ulusal Denetim Bürosu tarafından periyodik dış denetime tabi tutulmaktadır. (IWG, 2018: 36).

2.3.3. Kuveyt-Kuwait Investment Authority (KIA)

Kuveyt Yatırım Kurumu (KIA) dünyadaki en eski Ulusal Varlık Fonudur. KIA, Kuveyt'in bağımsızlığından sekiz yıl önce 1953'te İngilizler tarafından kurulmuştur. Ana gelir kaynağı petrol olan küresel pazardaki fonlar arasında dördüncü en büyük UVF'dir. KIA'nın yönetim altındaki toplam varlıkları 592 milyar dolardır. LTM endeksine göre şeffaflık puanı 6 olarak hesaplanmıştır (www.swfinstitute, 2019).

Fon, uluslararası pazarlarda çeşitli varlık sınıflarına yatırım yapmakta ve tüm işlemleri Kuveyt, Pekin ve Londra'daki merkezlerinde gerçekleştirmektedir. Kuveyt hükümeti, dünyanın petrol bazlı ekonomisini olası petrol şoklarına karşı korumak ve gelecek nesiller için ulusal refahı korumak amacıyla ilk emtia bazlı UVF'yi yaratmıştır. Diğer Körfez ülkeleri gibi, Kuveyt'in ekonomisi de petrol gelirlerine bağlı kalmıştır. Petrol gelirleri, Kuveyt'in toplam ihracat kazançlarının ana payını oluşturmaktadır ve ülkenin büyümesinde önemli bir rol oynamaktadır (Bazoobandi, 2011: 56).

Bugün KIA, iki ana devlet fonunu yönetmektedir: Genel Rezerv Fonu (GRF) ve Yeni Nesil Fonu (FGF). KIA, Kuveyt'in GRF ve FGF'nin yönetiminden yanı sıra Kuveyt devleti adına Maliye Bakanı tarafından kendisine verilen diğer fonlardan sorumlu tutulmaktadır. KIA'nın yönettiği varlıkların hiçbirisi Kuveyt devletine ait olmamakla birlikte KIA bir varlık yöneticisi görevindedir. GRF, kendi tarafından yapılan yatırımlardan ve Kuveyt Hükümetinin tüm benzin gelirlerinden oluşmaktadır. GRF'de yapılan tüm transferler kanunla onaylanmaktadır. FGF, 1976 yılında GRF bakiyesinin yüzde 50'si ile kurulmuştur ve her yıl devlet gelirlerinin yüzde 10'u GRF gelirleri de dâhil olmak üzere FGF'ye devredilmektedir. KIA, petrol varlıklarının uzun vadeli finansal yatırımlara çeşitlendirilmesine izin vererek FGF varlıklarını gelecek nesiller sağlayacağı yararı yönetebilmektedir (IWG, 2008: 38).

KIA'nın belirli üç amacı ele alındığında (www.kia.gov.kw, 2019).

1. KIA, Kuveyt'teki özel sektörün mükemmelliğine bağlı olsa da, onunla herhangi bir alanda rekabet etmemesini veya bunun yerini almamasını sağlamaktadır.
2. KIA, iş yapma biçiminde sürekli iyileştirmeye kararlı, dünya standartlarında bir yatırım yönetimi organizasyonu olmaya çalışmaktadır.
3. KIA, zorunlu getiri ve risk hedefleriyle tutarlı olarak, üç yıllık ortalama bileşik kriterleri aşan yatırımın geri dönüş oranını elde etmeyi hedeflemektedir.

KIA, farklı coğrafyalarda çok çeşitli sınıflarla hem iç hem de dış pazarlara yatırım yapmaktadır. Yatırım hedefleri arasında uzun vadeli yatırım ufuklarından yeterli getiri elde etmeyi, FGF için fonların değerini korumayı ve küresel finans piyasalarında daha uzmanlaşmış bir kuruluş olarak prestijini en üst düzeye çıkarmayı bulundurmaktadır (Talebi, 2014: 71). Fonun ana yatırım faaliyetleri altyapı, finansal hizmetler, tarım, gayrimenkul, teknoloji ve enerji sektörleridir. Üçüncü dünya ülkelerinde ekonomik altyapının desteklenmesine katkıda bulunan projelerin geliştirilmesinde aktif olarak yer almaktadır. Bu projeler genellikle Dünya Bankası ve Birleşmiş Milletler tarafından önerilen kalkınma planları ile koordineli olarak yürütülmektedir (Turco, 2014: 79).

KIA, ülkenin mevcut ekonomik istikrarını ve ulusal egemenliğini korumak için bazı durumlarda kendi ekonomisinde yönetimi altındaki varlıkları kullanmıştır. Fon

varlıklarının iç ekonomiye yönlendirilmesi, Souk el-Manakh'ın 1982'deki mali krizinden sonra ülkenin borsalarına verdiği destek ve 1991'de Irak'ın işgali ile savaştan sonra yıkımın yarattığı yeniden yapılanma maliyetleri ile gösterilmektedir. Kuveyt 1990 Irak işgali sırasında, 700'den fazla petrol kuyuları ateşe verilmiştir ve Kuveyt işgalinden sonra 3 yıl gelir yaratmada sıkıntı yaşamıştır. Bu dönemde, ülkenin UVF'si Kuveyt'in yeniden ayaklanmasına yardımcı olmuştur. Bu nedenle, KIA'nın en önemli rolü, kötü zamanlar için alternatif bir gelir kaynağı oluşturmak için ülkenin petrol gelirine yatırım yapmaktır (Bazoobandi, 2011: 5758).

KIA, Maliye Bakanı başkanlığındaki bir Kurul tarafından yönetilen bağımsız bir kamu otoritesidir. KIA Yönetim Kurulu Başkanı, Genel Müdür ve üst yönetimden oluşarak toplam 9 üyeye sahiptir. Bu üyelerden dördü başkan olan Maliye Bakanı, Enerji Bakanı, Kuveyt Merkez Bankası Valisi ve Maliye Bakanı Müsteşarı olan eski üyeleridir. Diğer beş üye özel sektör temsilcilerinden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu üyeleri dört yıllık bir süre için Kararname ile atanmaktadır. Yönetim Kurulu, doğrudan yönetim kurulu Başkanı'na rapor vermek için bir İç Denetçi atamaktadır (www.kia.gov.kv, 2019). Fon Yönetim Kurulu Başkanı özel sektör temsilcileri arasından seçilir ve Yönetim Kurulu tarafından atanır. İcra Komitesi Başkanı aynı zamanda KIA'nın genel müdürüdür. Yönetim Kurulunun en önemli rolü, KIA'nın stratejik amaç ve hedeflerinin belirlenmesinde yönetim kuruluna yardımcı olmaktır. İcra Komitesi, KIA'nın faaliyetlerini izlemekten sorumludur (IWG, 2008: 38).

KIA'nın hesapları dünyanın önde gelen iki dış denetim firması tarafından denetlenmekte, incelenmekte ve onaylanmaktadır. KIA yönetimi altındaki varlıkların altı aylık beyanlarını bağımsız Devlet Denetim Bürosu'na sunmaktadır. Yıllık hesaplarını hem Bakanlar Kuruluna hem de Millet Meclisi'ne sunmaktadır. KIA yürütme kurulu ve özel sektör temsilcileri de dâhil olmak üzere, parlamentodaki çeşitli komiteler ve bir denetim komitesi, KIA'nın performansını görüşmek üzere toplanmaktadır (IWG, 2008: 39).

2.3.4. Birleşik Arap Emirlikleri- Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)

Abu Dabi Yatırım Otoritesi Kurumu Nisan 2020 verilerine göre, dünyanın en büyük üçüncü varlık büyüklüğü olarak 696 milyar dolarla, Körfez ülkeleri arasında en büyük fon değerine sahiptir. Kuveyt, Singapur ve Suudi Arabistan sahipliğindeki

varlık fonlarıyla modern anlamda en eski varlık fonlarından biridir (SWFI,2018). Abu Dabi Yatırım Otoritesi, 1976 yılında, Abu Dabi hükümeti adına fonlara yatırım yapmak amacıyla, gelecekteki refahını korumak ve muhafaza etmek için gerekli finansal kaynakları sağlamak üzere kurulmuş, Birleşik Arap Emirlikleri'nin yedi emirliklerinden biri ve başkenti Abu Dabi'ye bağlı bir varlık fonudur (ADIA Review, 2009: 2). Abu Dabi Yatırım Otoritesi'nin tarihi, 1967'de Maliye Bakanlığına bağlı Finansal Yatırım Kurulu'nun kurulmasıyla başlamış, 1976'da Abu Dabi, yatırım otoritesini Abu Dabi hükümetinden ayırma kararı ile devam etmiştir.1986 yılında alternatif stratejilere, 1989 yılında sermayeye ve 2007 yılında altyapıya yatırım yapmaya başlamıştır. Aynı zamanda, Santiago Prensiplerini oluşturan ve ABD Hazine Müsteşarlığı'na katkıda bulunan Uluslararası Varlık Fonu Çalışma Grubu'nun (şimdiki adıyla International Forum of Sovereign Wealth Fund) kurucu üyesidir (ADIA Review, 2009: 2-3).

2,784 milyon nüfusuyla Dünyanın çok küçük bir bölümünü temsil eden Abu Dabi Emirliği, dünyanın petrol rezervlerinin %10'unu ve dünyanın doğal gaz rezervlerinin %5'ini bulundurmaktadır. Fortune Dergisi, Abu Dabi'yi 2007 yılında dünyanın en zengin şehri olarak göstermiştir. 40 yılı aşkın bir süredir, bu fona ekstra petrol gelirleri yatırarak önemli ölçüde büyüme göstermiştir. Bu fonun varlık değerinin emirlik nüfusuna bölünmesinin bir sonucu olarak, kişi başına fon miktarının 661.341 dolar olduğu görülmektedir. Bu değerle, Abu Dabi vatandaşları ek çalışmaya ihtiyaç duymadan yaşayabilir görüşleri bulunmaktadır (Abdelal, 2009: 317-318).

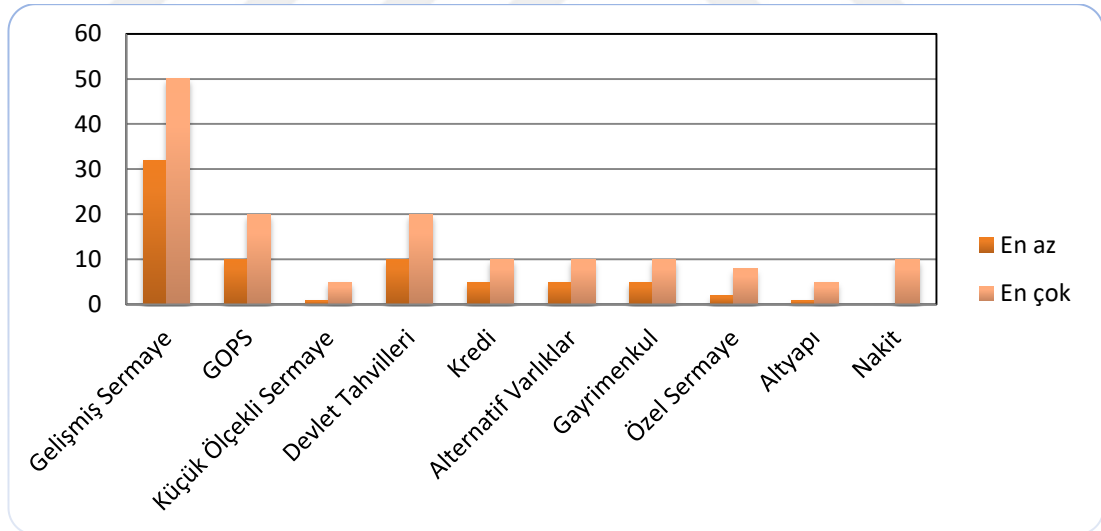
ADIA'nın yönetim kurulu, diğer yönetim kurulu üyeleri ile birlikte, emirlik şeyhinin atadığı bir başkan ve genel müdürden oluşur. Bu kurul, 1981 sayılı yasa uyarınca fonun stratejisinden sorumlu tutulmuştur. Kurul ayrıca, bu fonun finansal performansını ve yönetim faaliyetlerini denetler. Ancak, söz konusu kurul, genel müdürün sorumlu olduğu fonun yatırım ve operasyonel kararlarında yer almamaktadır. Bu konuda Yatırım Komitesi (The Investment Committee) genel müdüre yardımcı olmaktadır (ADIA Review, 2009: 18-19).

Son yıllarda, petrolle ilgili UVF'ler uluslararası finansal ve endüstriyel sahnede kilit oyuncular haline gelmiştir. Aynı zamanda, bu fonlar yönetim kapitalizminin yeniden yapılandırılması sürecine önemli ölçüde katkıda bulunmaktadır (Chevalier, 2009: 7). Petrol, vazgeçilmez bir doğal kaynak olarak Körfez İş birliği Konseyi

lkeleri-GCC (Gulf Cooperation Council) için refah ve zenginliğin ana unsurunda bulunmaktadır. Bu ülkelerde hızlı nüfus artışı, tarımsal üretim için gerekli tarım arazisi eksikliği, önümüzdeki yıllarda petrol kaynaklarının tükenmesi olasılığı, kıtlık vb. sorunlara sebep olabilecektir (Dockes, 2009: 5-11). Bu nedenle, UVF'ler, GCC lkelerinin her biri için zenginliği korumak ve biriktirmek için önemli bir araçtır (Al-Saidi, 2012: 95).

Tüm bunlara ek olarak, ADIA'nın uzun zamandır devam eden bir burs sistemi vardır. Burs sistemi, yetenekli Abu Dabi vatandaşlarının eğitimini finanse etmektedir. Bu programın yararlanıcılarının %90'ı Abu Dabi vatandaşdır. Ancak, fonun portföy yöneticilerinin %70'inden fazlası emirlik dışındadır. ADIA yatırımlarının geri dönüşüne ek olarak, 14 yan kuruluşu ile Abu Dabi Ulusal Petrol şirketi'nden (Abu Dhabi National Oil Company) sürekli sabit bir sermaye akışı sağlamıştır. Bu oran 2009 yılında Abu Dabi'nin milli gelirinin yaklaşık %80'ini oluşurmaktadır (Abdelal, 2009: 319).

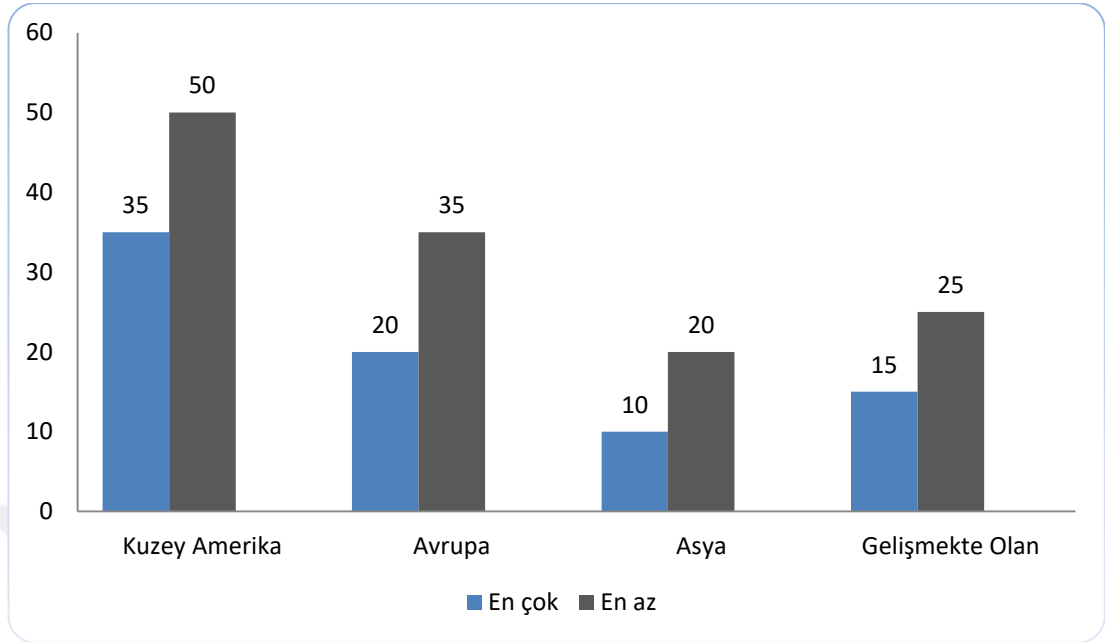
Grafik 7: Abu Dabi Yatırım Otoritesi Varlık Portföy Dağılımı (%)



Kaynak: ADIA Review, 2017: 5-6

ADIA yatırımları incelendiğinde, yatırımlarının sermaye birikimlerine yönelme eğiliminde olduğu görülmektedir. Devlet tahvili gibi sabit getirili yatırımlara %20 yatırım yapılmaktadır. ADIA varlıklarının %55'i, faaliyetleri ADIA i ekipleri tarafından dikkatle denetlenen dış fon yöneticileri tarafından yönetilmektedir (ADIA, 2017: 5).

Grafik 8: Abu Dabi Yatırım Otoritesi Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı (%)



Kaynak: ADIA Review, 2017: 5

ADIA yatırımlarının bölgesel dağılımı incelendiğinde, Kuzey Amerika'daki yatırımların neredeyse %50'ye ulaşabilecek düzeyde olduğu gözlenmiştir. İkinci sırada, en fazla %35 oranla yatırım yapılan Avrupa gelmektedir. Genel dağılımda ise, yatırımların %75'inden fazlasının gelişmiş piyasalarda yapıldığı görülmektedir.

ADIA, tarihi boyunca varlıklarının boyutunu, yatırım portföyünü ve getirilerini asla tam olarak açıklamamıştır. 2006 yılına kadar, sadece yabancı varlıklara ADIA tarafından yatırım yapılırken, bugün hem dış hem de ülke içerisine yatırım yapılmaktadır. ADIA şu anda BAE'nin en büyük iki bankası, Abu Dabi Ulusal Bankası ve Abu Dabi Ticaret Bankası'nın en büyük hissedarıdır (The Corner House, 2008: 16). Orta Doğu'daki UVF'ler genellikle şeffaflık için pozitif bir sicile sahip değildir. Varlıkları ve yatırımları hakkında fazla bilgi paylaşmayan bu fonlar, Kanada ve Norveç gibi ülkelerin UVF'lerine kıyasla şeffaflık kriterleri açısından çok geride kalmaktadır. ADIA bu konuda bölgedeki diğer fonlarla da uyumludur ve faaliyetleri hakkında fazla bilgi yayınlamamaktadır (Delacour, 2009: 186).

2.3.5. Singapur Temasek Holding (Temasek Holdings)

Singapur, Doğu Asya'da UVF kuran ilk ülke olma özelliğine sahiptir. Doğal kaynak harici ticaret fazlası sağlayan Doğu Asya'daki diğer devletler, 2007 Asya Finansal

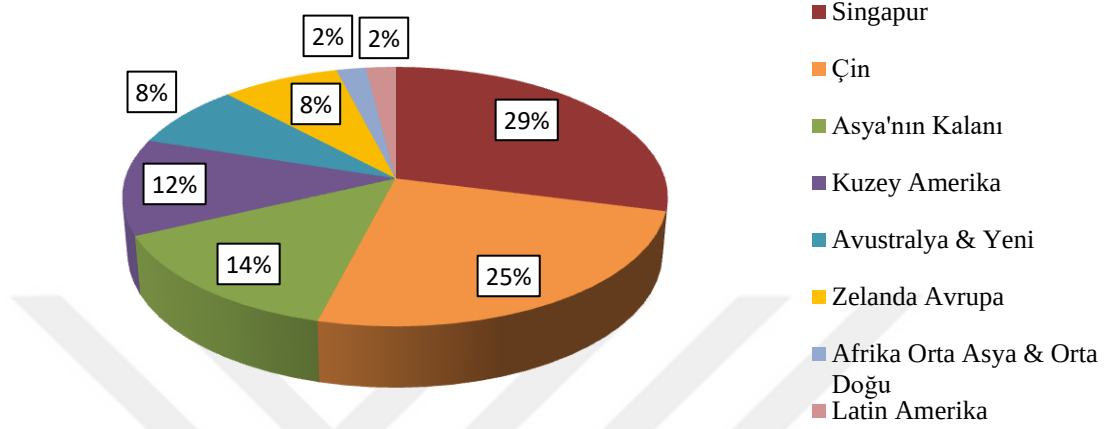
Krizinden öğrenilen derslerin sonucunda genellikle kendi UVF'lerini kurma yoluna gitmişlerdir. Singapur'un mevcut durumda sahip olduğu 2 büyük UVF bulunmaktadır. Temasek Holding ve Government Investment Corporation (GIC), (The Corner House, 2008: 4). Temasek Holding, Singapur hükümetinin gelirlerinin bir kısmını yönetmek amacıyla 1974 yılında kuruldu ve 1981'de GIC, ülkenin en büyük 2. UVF'si olarak Singapur devletinin resmi döviz rezervlerini yönetmek faaliyete geçmiştir (Beck & Fidora, 2008: 9; IWG, 2008: 45). Güncel verilere bakıldığında 375 milyar dolarla faaliyetine devam ederek farklı amaçlarla kurulan UVF'lerden biri olan Temasek Holding, ağırlıklı olarak Asya'ya odaklanmıştır. Başlangıçta, 134 milyon dolar değerinde portföyü, yatırım amaçlı devlet fonlarını kontrol etmek ve yönetmek için görevlendirilmiştir (Heaney & Valencia, 2011: 110). GIC, Singapur devletinin resmi döviz rezervlerini yönetmekten sorumlu olmakla birlikte, **“kendi varlıklarına sahip bir kalkınma fonu”** olarak faaliyet göstermektedir (Delacour, 2009: 197-198).

Şirket başlangıçta, devlet tarafından yerel şirketlere yapılan sermaye yatırımlarına sahip olmak ve bunları yönetmek için bir yatırım holding şirketi olarak kurulmuştur. Temasek kurulduktan sonra şirket eyaletteki en önemli şirketlere yatırım yaptı. Şirket, daha önce ulaşım, kamu hizmetleri, iletişim gibi başlıca yerel endüstrilerde tekel kontrolü olan gıda, içecek ve sistem mühendisliği gibi büyük endüstrilerde baskın bir varlık olan Government- Linked Companies (GLC) tarafından yapılan yatırımların çoğunu devam ettirmektedir. Temasek'in yatırımlarının çoğu, Singapur ekonomisi için hayati önem taşıyan yerel firmaların çıkarlarını kontrol ettiği için ülke için her zaman önemli olmuştur (Wilson Ng, 2010: 6-7).

1990'lardan bu yana, birçok devlet varlığı Singapur'da yeniden yapılandırılmış ve özelleştirilmiştir. Bu kuruluş stratejisi, Temasek'in kurumsal gelişiminin temel taşı olmuştur. Bu strateji kapsamında birçok GLC ortaya çıktı ve uluslararası alanda büyümeye başlamıştır. Ayrıca, Temasek'in varlıkları finansal özelleştirmeden devralmasıyla birlikte, ana faaliyet alanı sadece yerel varlıkları yönetmektir. Böylelikle şirketin uluslararası bir yatırımcı sayılmayacağına kanaat getirilmiştir. Bu nedenle Temasek yöneticileri, uluslararası yatırım stratejileri ile yerel yatırımlar arasındaki boşluğu kapatmanın doğal bir yolunu bulmuşlardır. 1980'lerde ve 1990'larda GLC'lerin uluslararası büyümesi, Temasek'e Singapur Telekom ve

NatSteel gibi büyük ölçekli şirketlerin arkasındaki bölgesel pazarlar hakkındaki bilgilerini geliştirme fırsatı sunmuştur (Wilson Ng, 2010: 7).

Grafik 9: Temasek Holdings Bölgesel Portföy Dağılımı (2017)



Kaynak: Temasek Holdings, Temasek Review, 2017: 9.

Grafik 9'da Singapur'un iç piyasaya daha fazla yatırım yaptığını göstermektedir. Bu, şu ana kadar incelenen varlık fonlarından farklı bir durumu göz önüne sermektedir. Temasek, diğer fonların aksine, bir kalkınma fonu niteliğindedir. Temasek Holding, Singapur yasalarına göre faaliyet gösteren bir yatırım şirketidir ve hükümetten tamamen bağımsızdır. Bir yönetim kurulu ve yatırım yapma veya yatırımdan vazgeçme hakkında karar veren bir yönetim ekibi tarafından yönetilmektedir (Delacour, 2009: 200). Temasek Holding'in genel yönetimini genel olarak yöneten ve şirket politikalarını yönlendiren yönetim kurulu, bu yetkileri 3 ana komitede görevlendirmiştir. Bu üç komite, Yürütme Komitesi, Denetim Komitesi ve Liderlik Gelişimi ve Ücretlendirme Komitesi şirketin genel yönetiminden sorumludur ve görev tanımları aşağıdaki gibidir (Temasek Review, 2017: 17):

Yürütme Komitesi: Yılda 3 defa toplanan Yürütme Komitesi, yatırımları belirli bir eşiğe bırakma ve durdurma kararları almaya yetkilidir. Bu eşiğin üzerindeki yatırım kararları, Yönetim Kurulunun görüşü dikkate alınarak Yönetim Kurulu tarafından şahsen alınır.

Denetim Komitesi: Sadece bağımsız yöneticilerden oluşan Denetim Komitesi; iç denetim, süreçlerin gözetimi, işlerin yasalara ve yönetmeliklere uygunluğunun

denetlenmesi kapsamında finansal raporlamadan sorumludur. Dış denetim açısından, dış denetimin kapsamını ve denetçilerin bağımsızlığını denetlemekten sorumludur. İç denetimde ise, işlevlerini etkin ve etkili bir şekilde yerine getirmek için tüm kayıtlara, mülklere ve personele tam ve sınırsız erişime sahiptir. Denetim Komitesi yılda 4 defa toplanmakta olup, Yönetim Kurulu veya üst yönetim tarafından özel olarak talep edilen periyodik plan dışı incelemeleri de üstlenmektedir.

Liderlik Gelişim ve Ücretlendirme Komitesi: Yılda dört kez toplanan komite, adayların Yönetim Kurulu ve CEO tekliflerinin yanı sıra performans ölçme ve ücretlendirme planlarında rehberlik ve genel politikaları içerir. Buna ek olarak, anayasaya göre, hükümetten bağımsız ve hiçbir parti ilişkisi olmayan Singapur devlet başkanı, Temasek yönetim kurulu başkanı ve Yönetim Kurulu üyelerinin atanması ve görevden alınması ile ilgili kararları veto etme yetkisine sahiptir (Delacour, 2009: 200; IWG, 2008: 46).

Sonuç olarak Temasek Holding, tamamen devlete ait olmasına rağmen, Singapur Yönetim Kurulu tarafından ticari çıkarlara dayalı olarak alınan yatırım ve yönetim kararları üzerinde hiçbir etkisi yoktur (The Corner House, 2008: 22). Singapur'un gelişim sürecindeki vizyoner rolüyle öne çıkan Temasek, ülke ekonomisi için hala önemli bir rol üstlenmekte ve ekonominin yönünü ve boyutunu etkileyen bir “Ulusal Kalkınma Fonu” olarak hareket etmektedir.

2.3.6. Kore Yatırım Şirketi (Korea Investment Corporation)

KIC, 134,1 milyar dolarlık portföyüyle 14. en büyük varlık fonudur. Finansman kaynağı emtia dışıdır. Ayrıca, LMT endeksi 9'dur. Bu değer, fonun şeffaflık standartlarına uygun olduğunu göstermektedir (SWFI Institute, 2018). Fonun genel tarihine baktığımızda, 2005 yılı kuruluşundan sonra fonun 2006 yılında uluslararası sabit gelir yatırımları yapmaya başladığı, 2007 yılında ise uluslararası sermaye yatırımlarında bulunduğu görülmektedir. 2009 yılında Risk Yönetimi Bölümü'nün kurulmasıyla, seçilen alanlara yatırımlar (gayrimenkul, hedge fonlar vs.) yapmaya başladığı ve bu yıllardan sonra, New York, Londra ve Singapur'da ofisler açıldığı görülmektedir (Sovereign Wealth Fund of Korea, 2016: 28).

Güney Kore'nin bir varlık fonu kurma nedeni 1997 Asya Krizi'ne dayanmaktadır. O zamana kadar, Kore Fonu %40'dan fazla değer kazandı ve ülkenin döviz rezervleri

Aralık 1997’de düşük seviyelerinden üç kattan daha fazla artış göstermiştir. Ayrıca, bu yüksek sermaye girişi, cari işlemler fazlasına da neden oldu. Bununla birlikte, bu sermaye girişi Kore ekonomisini kırılgan hale getirdi. Daha sonra, 1997’de olduğu gibi, Dışişleri Bakanlığı’ndaki politika yapıcılar Güney Kore’yi sermaye girişi tehlikesine karşı savunmasız bırakmak istememişlerdir. Bu nedenle, ilk olarak 1999 yılında bir varlık fonu kurma olasılığını tartışmışlardır. Daha sonra bakanlık Singapur’un Temasek Holdings dışındaki varlık fonu olan Singapur Hükümeti Yatırım Şirketi’nin (Government of Singapore Investment Corporation) nasıl çalıştığını öğrenmek için Singapur ve Hong Kong’a bir delege gönderdi. Kore Merkez Bankası, ülkenin döviz rezervlerinin uluslararası pazarlarda çeşitlendirilemeyecek kadar küçük olduğunu söyleyerek fikri eleştirmiştir. Ancak, Cumhurbaşkanı Komitesi ve Dışişleri Bakanlığı, Seul’ün (Güney Kore’nin başkenti) finans merkezi olarak inşa edilmesini istiyordu. Varlık fonu yabancı şirketleri Seul’e çekecek ve böylece Seul’un Kuzeydoğu Asya bölgesinde bir finans merkezi haline gelmesine yardımcı olacaktı. Daha sonra, Cumhurbaşkanlığı Komitesi ile Dışişleri Bakanlığı arasında fikir alışverişinde bulunduktan sonra, 2005 yılında Kore Yatırım Şirketi yasası kabul edilmiştir (Kim, 2012: 209-218).

Bu yasaya dayanarak, Kore Yatırım Şirketi’ne (KIC) uluslararası finansal piyasalarda çeşitli finansal varlıklara yatırım yapma ve hükümet ile Kore Bankası’nın (Güney Kore Merkez Bankası) kamu fonlarını yönetme yetkisi verilmiştir (Sovereign Wealth Fund of Korea, 2016: 18-22).

KIC’in iki ana hedefi vardır. Bunlardan ilki, ülkenin fazla fonlarını etkin bir şekilde yöneterek, ulusal servetin uzun vadeli satın alma gücünü artırmaktır. İkinci amaç, uluslararası finansal piyasalardan yerel finansal sektöre uzman yatırım bilgilerini tanıtmak ve nitelikli profesyoneller yetiştirmektir. Bu birikim, Kore’nin uluslararası finansal piyasalardaki konumunu güçlendirmeye katkıda bulunacaktır. KIC’in organizasyon yapısı Yürütme Kurulu (Steering Committee), Yönetim Kurulu (Board of Directors), Başkan & CEO (President & CEO), Yatırım Yönetimi Bölümü (Investment Management Division), Şirket Yönetimi Bölümü (Corporate Management Division) ve Denetçi’den (Auditor) oluşmaktadır. Yönetim Kurulu, KIC’nin temel politikasını ve yönünü denetlemektedir. Yönetim Kurulu, bir başkan ve bir CEO’dan oluşur. Bu komite, yürütme kuruluna iletilen sorunları çözmeye

alışacaktır. Başkanlar, Yönetim Kurulu'nun görüşünün ardından CEO tarafından atanır veya görevden alınır. CEO ise Cumhurbaşkanlığı Tavsiye Komitesi (President Recommendation Committee) ve Yürütme Kurulu'nun önerileriyle Strateji ve Maliye Bakanı'nın tavsiyesi üzerine Kore Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı tarafından atanır. Genel Müdür KIC'i temsil eder, Yönetim Kurulu toplantılarını yürütür ve başkanlık yapmaktadır (Sovereign Wealth Fund of Korea, 2016: 25).

Kanuni Denetçi (Statutory Auditor), Kore Yatırım şirketi Kanunu uyarınca bağımsız bir denetim işlevine sahiptir. Bu denetçi, İcra Kurulu tarafından müzakere edilir ve Strateji ve Maliye Bakanlığı tarafından atanır. Görevi ve sorumluluğu, bu fonun tüm ticari ve muhasebe faaliyetlerini denetlemektir. Dış Denetçi (External Auditor) ise Kanuni Denetçi tarafından seçilir. Bu denetçi, iç kontrol prosedürlerini ve şirketin ana yönetim faaliyetlerini gözden geçirir. KIC, faaliyetlerini çeşitli yasalara göre ulusal meclise iletir ve bu meclis tarafından yıllık denetime tabi tutulur (Sovereign Wealth Fund of Korea, 2016: 26).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE VARLIK FONU UYGULAMASI

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye Varlık Fonu'nun kurulmasının nedeni, mevzuata uygun olarak detaylandırılan finansman yapısı, portföyü ve kaynakları doğrultusunda incelenecek ve seçilen ülke örnekleri ile hem fon hem de ülke bazında karşılaştırılacaktır.

3.1. Türkiye Varlık Fonu'nun Türü

TVF'nin bir UVF olarak kabul edilip edilemeyeceği ve bir UVF olarak kabul edilirse UVF sınıflandırmalarına hangi türe dâhil edileceği konusunda güncel tartışmalar hala devam etmektedir.

Türkiye analisti Standard & Poor's (S&P) Frank Gill kredi derecelendirme kuruluşu TVF'nin klasik UVF tanımına uygun olmadığını belirtmiş olup kamu harcamalarının merkezi hükümet dışından finanse edilmesini sağlayacak bir "Ulusal Kalkınma Bankası" benzeri finansal araç olarak değerlendirilmiştir (Akçay, 2017).

Eğilmez (2017) benzer UVF ve Kalkınma Bankası arasındaki farkı belirterek TVF'nin, varlıklarını düşük faizle ödünç vererek varlıklarını zaman içinde eriterek bir kurumdan ziyade varlığını artırarak gelecek nesillere zenginlik bırakmayı amaçlayan bir kurum olması gerektiğini vurgulamıştır.

Türkiye'nin, UVF'ye sahip ülkelerle karşılaştırıldığında çok sayıda farklı noktaya sahip olduğu söylenebilir: UVF kuran ülkeler temel olarak tasarruf fazlasına sahipken, Türkiye bunun tam tersine tasarruf açığı bulundurmaktadır. UVF ülkelerinin çoğunluğu enerji ihracatçısı durumundayken Türkiye, enerji açısından dışa bağımlı bir noktadadır. UVF kuran ülkelerin çoğunlukla döviz rezervleri ve doğal kaynakların ihracatına bağlı yüklü döviz girişleri varken Türkiye'nin döviz kuru rezervleri kendi ekonomisini bile çevirmek için yeterli seviyede değildir ve kronik olarak sürekli devam eden cari açık sorunu bulunmaktadır. Buna ek olarak, UVF'ler genellikle ülke dışında yatırım yapmak için kurulmuşken TVF'nin hedeflerinden biri iç piyasayı inşa etmektir (Özkul, 2017).

Başka bir deyişle, Türkiye'nin stratejik alanlara yatırım yapmak için kullanabileceği ne bütçe fazlası ne de mevcut cari fazlası bulunmaktadır. Güçlü bir emtia bazlı geliri olmadan döviz rezervleri var olmayan Türkiye, TVF'nin içine şirketleri doğrudan koyarak, bu varlıklara dayalı nakit yaratma yoluna gitmektedir. Bu şekilde oluşturulan fon uzun vadeli olacağından, yatırım ve yeni bir dış kaynak yaratmanın bir yolu olarak görülmektedir (Yıldırım, 2017: www.bloomberght.com).

Amaçları bağlamında incelendiğinde TVF, uzun vadede ekonomideki uzun süreçli dalgalanmalara karşı korumayı ve istikrarı sürdürmeyi hedefleyen istikrar fonuna yakın görünse de yerli yatırımlara yönelmesi, UVF'den ziyade Ulusal Kalkınma Fonu sınıfında ele alınmasına neden olmaktadır. UKF olarak değerlendirildiğinde TVF, önceliğini büyümeye ve kalkınmaya katkıda bulunduğu düşünülen yurtiçi yatırımlara vermesi, onun kalkınma fonu mülkiyet özelliğini arttırmaktadır. Çünkü diğer UVF türlerine bakarken, ülke tasarruflarına ağırlıklı olarak yurtdışı yatırımlarda değerlendirmeyi tercih ettikleri görülmektedir (Konukman & Şimşek, 2017: 1941-1942).

UKF'ler, genellikle gelişmekte olan ülkelerde kurulması ve ülke içi yatırım yapılabilmesi gibi özellikleri nedeniyle diğer fonlardan ayrılmaktadır. Bazı kaynaklarda kalkınma fonlarının UVF'ler dâhilinde kapsanmamasının ana nedeni, UVF'lerin tipik özellikleri arasında yurtdışına yatırım yapma eğilimi ve esas olarak ticari kazançta yatırım yapma gibi kriterlerin, UKF'ler açısından tam anlamıyla karşılanmamasıdır (Kayıran, 2016: 64-65).

UKF'ler hem devletin kalkınma stratejisi hedefiyle kamu harcamalarını, hem de eğitim ve sağlık başta olmak üzere çeşitli sosyal hizmetleri desteklemektedir. UKF'lerin yurt içi yatırımlarından ziyade fiziki altyapıya odaklanarak yabancı yatırımları ülkeye çekmek, stratejik sektörlerin desteklenmesi ve ülkenin küresel üretim zincirlerinden daha fazla pay almak gibi hedefleri de bulunmaktadır. Türkiye Varlık Fonu ise ülke içerisindeki yabancı sermaye hareketliliğinden kaynaklanabilecek sorunların karşısında, finansal istikrarın sağlanması bağlamında kamu tasarruflarını yöneten güçlü bir UVF'ye ihtiyaç olduğu kuruluş gerekçeleri arasında da ifade edilmektedir. Bunun devamı olarak TVF'nin güçlü bir kuruluş olarak finansal sektörde yer alıyor olması, ülkeyi yabancı sermaye yatırımları için

güvenilir kılması ve uluslararası kredibilite notumuzun artması gibi beklentiler doğrultusunda hedeflenmektedir (Konukman & Şimşek, 2017: 1930-1934).

3.2. Türkiye Varlık Fonu

UVF'ler genellikle ödemeler bakiyesi fazlaları, resmi döviz işlemleri, özelleştirme gelirleri, emtia ihracatından elde edilen gelir, finansal fazlalıklar veya gelirlere dayanarak kurulurlar (Das & Lu ve Mulder vd., 2009: 6). Türkiye varlık Fonu (TVF), bu bağlamda özgün yapısı ile dünyadaki örneklerden biridir. TVF'nin henüz herhangi bir faaliyeti bulunmamaktadır. (SIL, 2016: 16). Türkiye Varlık Fonu, dünyadaki örneklerinin aksine, devletin doğal kaynak gelirlerini veya bütçe fazlalarını yöneten geleneksel bir UVF'den uzaktır (Ersan, 2017: <https://www.dunya.com/kose-yazisi/turkiye-varlik-fonu-uzerine/384981>).

Körfez ülkeleri, Norveç ve ABD ve Çin, Rusya, Singapur gibi gelişmiş ülkeler on yıllık süreçte sürdürülebilir büyüme ve finansal kalkınma sağlamak için bu ülkelerde Ulusal Varlık Fonu modeli ön plana çıkmaktadır. TVF Kuruluş Kanunun TBMM'ye sunulan gerekçe metni Türkiye'nin G20 ülkeleri içinde Ulusal Varlık Fonuna sahip olmayan tek ülke olduğu belirtilmiştir. Türkiye özellikle Kamu otoritesi olarak büyük ve çeşitli bir varlık portföyüne sahiptir. Ayrıca Türkiye'de verilen teşvikler ve emeklilik sistemi üzerinden büyüyen bir fon pazarı bulunmaktadır. Mevcut durumda fon fazlalıklarının ve kamuya ait gelirlerin çeşitli yatırım araçlarına yönlendirildiği görülmektedir (TBMM, 2016: 35-36).

Türkiye Varlık Fonu, "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un" (ilerleyen bölümlerde Kuruluş Kanunu olarak bahsedilecektir), 26 Ağustos 2016 tarihli Resmî Gazete'de yayımlanmasıyla resmen kuruldu. Başbakanlığa bağlı 50 milyon liralık organizasyon sermayesi dünya çapında TVF benzeri kuruluşlar Merkez Bankası, Hazine ya da Maliye Bakanlığı gibi kuruluşlara bağlı olarak çalıştıkları bilinmekle birlikte TVF, Cumhurbaşkanlığına bağlı olarak faaliyet gösterecektir (Sarısu, 2016: 231). Santiago ilkelerine göre, bu tür fonların kuruluşları genellikle 3 farklı yapıda gerçekleşir:

1. Ayı tüzel kişiliği sahip olarak kurulan fonlar,
2. Bir kamu şirketi aracılığıyla işletilen fonlar,
3. Maliye ve merkez bankaları tarafından işletilen fonlar.

TVF ise birinci ve ikinci tiplerin bir karışımı olup hem şirketin hem de fonun tüzel kişiliği bulunmaktadır (Dedeoğlu, 2016: 4).

TVF'nin resmî sitesinde fon kavramının, ülkenin ekonomik istikrarını iyileştirebilen ve kalkınmasını geliştiren, kamuya ait varlıkların daha etkin ve verimli bir şekilde yönetilmesi amacıyla TVF'nin 5 ana ilkesi oluşturulmuştur. 5 ilkeden oluşan maddeler aşağıda verilmiştir (TVF, 2018).

1. **Profesyonel yönetim:** TVF, kendi faaliyet ve portföyündeki şirketlerin dünya çapında kabul edilen profesyonel yönetim ilkelerini temel alacaktır.
2. **Şeffaflık:** TVF'nin portföy şirketleriyle etkileşim süreçleri ve faaliyetlerinin raporlanması şeffaflık ilkesi göz önünde bulundurularak gerçekleştirilecektir.
3. **Performans odaklılık:** Yatırım kararlarında TVF ve portföy şirketlerinin yönetimi risk-getiri oranını öncelikli hedef olarak alacaktır.
4. **Sürdürülebilirlik:** Varlıklarının yönetiminde TVF, yeni yatırım kararları ve diğer faaliyetlerinde uzun vadeli sürdürülebilirliği dikkate alacaktır.
5. **Risk yönetimi ve hesap verebilirlik:** TVF, operasyonlarına bağlı olarak karşılaşılabilecek riskleri düzenli olarak belirleyecek ve rapor edecektir.

Türkiye Varlıklar Fonu, 2016 yılında uzun vadeli kalkınma perspektifine uygun olarak sürdürülebilir büyüme ve istikrar açısından kurulmuştur.

“Sürdürülebilir büyüme ve finansal kalkınmayı sağlamak üzere son on yıllık süreçte Körfez ülkeleri, Norveç ve ABD'nin yanı sıra Çin Halk Cumhuriyeti, Rusya, Singapur gibi gelişmiş ülkelerde UVF modeli ön plana çıkmaktadır. Ülkemiz, G-20 ülkeleri içerisinde Ulusal Varlık Fonu olmayan tek ülkedir. Türkiye, özellikle Kamu otoritesi olarak oldukça çeşitli ve büyük bir varlık portföyüne sahiptir. Ayrıca verilen teşvikler ile emeklilik sistemi üzerinden büyüyen bir fon pazarı bulunmaktadır. Mevcut durumda kamuya ait gelir ve fon fazlalarının çeşitli yatırım araçlarına yönlendirildiği görülmektedir. Söz konusu fonların, reel sektöre uzun vadeli yatırım çerçevesine olanak sağlayacak bir üst fonda birleştirilmesi ile ülkemizin 2023 hedeflerine sağlıklı bir şekilde ulaşması sağlanacaktır. Söz konusu fon, bir çarpan etkisi ile sadece ülkemizde planlanan mega yatırımların finansmanını sağlamakla kalmayacak, aynı

zamanda sermaye piyasalarının da gelişimine katkıda bulunacaktır. Bu yolla, bankacılık sisteminin finans sektöründeki hâkim rolü azaltılarak, altyapı ve gayrimenkul fonları gibi sermaye piyasası ürünleri de ön plana çıkarılabilecektir” (TBMM, 2016).

Sonuç olarak, üç yıllık stratejik yatırım planı Yönetim Kurulu tarafından hazırlanmamasına ve Bakanlar Kurulunun onayına sunulmaması sebeplerinden dolayı tam anlamıyla çalışmaya başlamamıştır.

3.3. Türkiye Varlık Fonunun Amaçları

Türkiye Varlık Fonu’nun misyonu Türkiye’nin stratejik varlıklarını ve değerlerini geliştirmek, ülkenin öncelikli yatırımları için kaynak sağlamak olarak ifade edilmiştir (TVF, 2018). Bu bağlamda 6741 Sayılı TVF’nin Kuruluş Kanununda, TVF’nin amaçları; sermaye piyasalarındaki araçların çeşitliliği ve derinliğine katkıda bulunmak, yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak ve Türk Varlık Fonunun kurulması, yönetimi ve faaliyetlerine ilişkin esasların belirlenmesi yer almaktadır (TVF, 2016: madde 1).

Kanun metninde dahil olmamakla birlikte, Kanunun T.B.M.M. önerilen gerekçesinde amaç olarak belirtilen hususları, Kayıran (2017: 71-73) aşağıdaki şekilde kategorize etmiştir:

3.3.1. Büyüme ve Kalkınma ile İlgili Amaçlar

Ülkemizde büyümenin sağlanması için tasarruf ve yatırımların artırılması zorunludur. Mevcut durumdaki piyasalarda bulunan yüksek faiz baskısı büyüme üzerindeki önemli engellerden birisidir. Türkiye Varlık Fonu’nun büyük projelere sağlayacağı finansman, hem bu projelerin hayata geçmesiyle oluşturulacak istihdam yoluyla, hem de faiz üzerindeki baskıyı azaltarak, ülkemizin büyüme ve kalkınması üzerinde olumlu etkilerde bulunacaktır (TVF, 2020).

<http://turkiyeverlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>

1. Önümüzdeki on yıl içinde büyüme hızında ek %1,5 yıllık artış sağlanması,
2. Yapılacak yatırımlar ile yüz binlerce insan için ek istihdam sağlanması,

3. Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerde, yerli şirketler bunları sermaye ve projeler temelinde destekleyerek küresel oyuncu olmalarını sağlanması,
4. Kamu sektörü borcunu artırmadan karayolları, Kanal İstanbul, üçüncü köprü ve havaalanı, nükleer santral gibi büyük altyapı projelerine finansman sağlanması,
5. Arz güvenliğini sağlamak amacıyla, Türkiye için önemli olan doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki yasal ve bürokratik kısıtlamalara tabi olmaksızın doğrudan diğer sektörlerle yatırım yapılabilmesidir.

Bu kapsamda sermaye piyasalarının işleyişini gerçekleştirmeyi amaçlayan hedefler değerlendirilmiştir:

1. Büyümeyi hızlandırmak ve sermaye piyasalarını derinleştirmesi.
2. İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması.
3. Katılım finansmanı sektörünün payını artırmak.

3.3.2. İstikrar ile İlgili Amaçlar

TVF'nin istikrarın sağlanması ve sürdürülebilmesi için de kullanılabileceği yasa gerekçesi aşağıdaki gibi ifade edilmiştir (TBMM Genel Gerekçe, 2016: 35-39).

“Yurtiçi ve yurtdışında finansal risklerin artmasıyla yaşanan ekonomik dalgalanma dönemlerinde, yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri fon çıkışlarının varlık fiyatlarında sert düşüslere yol açması ve yerli yatırımcıların spekülative döviz talebinin artması, piyasalarda likiditenin azalmasına ve finansal istikrara yönelik endişelere yol açmaktadır. Bu sorunların çözümü için, finansal stres ortamında piyasalarda stabilize edici bir görev üstlenecek, kamu fonlarının konsolide olarak yönetildiği, güçlü bir Ulusal Varlık Fonunun bulunması, ülke tasarruflarının büyüklüğünü ve gücünü görünür kılarak piyasalarda gerekli güven ortamını yaratacak ve ülkemizin uluslararası kredibilitesinin artmasını sağlayacaktır. Konsolide olarak yönetildiği, güçlü bir Ulusal Varlık Fonunun bulunması, ülke tasarruflarının büyüklüğünü ve gücünü görünür kılarak piyasalarda gerekli güven ortamını yaratacak ve ülkemizin uluslararası kredibilitesinin artmasını sağlayacaktır.”

Nitekim Başbakan Yardımcısı Nurettin Canikli, “TVF’nin diğer işlevi de para ve finansal piyasaları dengelemek ve ekonomik teröre karşı mücadele fonksiyonudur. Spekülatif işlemlerin, ekonomik sabotaj ve saldırıların yoğunlaştığı, piyasaların aşırı dalgalandığı dönemlerde piyasaların sakinleşmesine ve saldırıları engellemeye yardımcı olacaktır.” diyerek fonun finansal istikrar hedefini vurgulamıştır (Özkul, 2017).

3.3.3. Dış Politika ile İlgili Amaçlar

TVF’nin dış politikada bir araç olarak kullanılabileceği, kanunun gerekçesinde “*bu fon, ekonomimizin yapısal sorunlarını aşmasında katkı sağlamasının yanı sıra, dış politikanın önemli bir enstrümanı olarak Türkiye’nin uluslararası arenada daha fazla söz sahibi olmasına da katkı sağlayacaktır.*” cümlesiyle beyan edilmiştir (TBMM Genel Gerekçe, 2016: 36).

Kanunun metnine paralel olarak, TVF’nin web sitesinde ve TBMM genel gerekçesinde yer verilen, dış politika altındaki fonun amaçları aşağıdaki gibidir: (TVF, 2018).

1. Kanun ile kurulacak olan şirket ve Türkiye Varlık Fonunun ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda faaliyet göstermesi hedeflenmektedir. Finansal piyasaların dinamik yapısı nedeniyle bu kuruluşların esnek bir yapı oluşturması zaruret arz etmektedir.
2. Türkiye Varlık Fonunun yurtiçi ve yurtdışı borçlanmalarında kolaylık ve hız sağlanması amaçlanmaktadır (Madde: 42).

Sermaye piyasalarının araç çeşitliliğine ve derinliğine katkıda bulunmak,

3. Türkiye’ye daha fazla yabancı yatırımcı çekmek ve yeni yatırımlar için sermaye sağlamak,
4. Ülkemizin uzun vadeli makroekonomik hedeflerine ulaşmasını, Dünya ticaretinden aldığı payın artırılmasına, enerji, hammadde ve arz güvenliğinin temin edilebilmesini, bilgi, teknoloji ve yenilik üretiminde söz sahibi ülkeler arasında yer almasını ve ihtiyaç duyulan yatırımların hızlıca hayata geçirilmesi gerekmektedir (Madde: 70).

Yukarıda sıralanan amaçlara ek olarak, yasanın önerisini takip ederek, TVF'nin asıl işletme mekanizması, kamu varlıklarının finansal araçlara dönüştürülmesi yani "menkul kıymetleştirme" olarak ifade edilmiştir.

3.4. Türkiye Varlık Fonunun Kaynakları ve İşleyişi

TVF, klasik anlamda bir UVF olmadığından gerek kaynak yaratma sürecinde gerek faaliyetlerinin belirlenmesi sırasında, farklı görüşler defalarca karşı karşıya kalabilmiştir ve tartışmalar bugün hala devam etmektedir. Ancak TVF'nin ulusal ve uluslararası piyasalarda herhangi bir sürecin olmaması nedeniyle uygulamada yasal altyapının yansımalarını gözlemleme fırsatı bulunmamaktadır.

3.4.1. Türkiye Varlık Fonunun Kaynakları

Türkiye Varlık Fonu, özelleştirme fonundan 50 milyon TL'lik bir başlangıç sermayesi ile kurulmuştur. Fon kaynakları Kuruluş Kanununun 4. Maddesinde aşağıdaki gibi listelenmiştir (Kuruluş Yasası, 2016: Madde 4) :

1. Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından; özelleştirme kapsam ve programında bulunan ve Türkiye Varlık Fonuna devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına karar verilen nakit fazlasından,
2. Kamu kurumu ve kurumların ihtiyaç fazlası gelir, varlık ve kaynaklarından; Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna devredilmeye veya şirket tarafından yönetilmesine karar kılınanlar olarak belirlenmiştir.

Başka bir deyişle, Bakanlar Kurulunun ihtiyaç fazlası olduğuna karar vereceği kamu kesimi kaynaklarının, varlıklarının ve gelirlerinin fona aktarılması öngörülmekte ve öncelikle kamu kurumları tarafından tutulan fonların Türkiye Varlık Fonuna aktarılması planlanmaktadır.

Bu fikre dayanarak, 3. Havalimanı, Kanal İstanbul ve turizm tesisleri gibi önemli projeler için bu alanlardan elde edilen gelirler ikincil piyasalarda pazarlanmaktadır (Kayıran, 2016: 79).

3. Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklardan

Bu fıkra göre TVF, Hazine'nin izni ve onayı olmadan yurtiçi ve yurtdışından finansman sağlayabilecektir yani borçlanabilecektir (TVFKK, 2016: madde 10-11).

4. Para ve sermaye piyasaları dışındaki diğer finansman kaynakları

Bu fıkra hakkında, para ve sermaye piyasaları dışındaki başka bir kaynak olamayacağı yönünde parlamento komisyonlarının kaynakları tartışmaya açık olmasına rağmen ilgili madde, yasadaki yerini korumuştur (Kayıran, 2016: 80).

3.4.2. Türkiye Varlık Fonunun İşleyişi

TVF'nin çalışmaları çerçevesinde uygulayabileceği prosedürler yasada ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. TVF; stratejik yatırım planının amaçları ve likidite, yatırım, risk ve getiri tercihlerinin dikkate alarak (TVFKK, 2016: madde 2);

1. Yurt içi ve yurt dışı şirketlerin hisseleri, Türkiye'de ve yurt dışında kurulan ihraççıların hisseleri ve borçlanma araçlarının, değerli metaller ve emtiaya dayalı ihracat sermaye piyasası araçlarının, fon katılım paylarının, türev araçlarının, kira sertifikalarının, emlak sertifikalarının, özel olarak tasarlanmış yabancı yatırım araçlarının ve diğer araçların alım satımını,
2. Her türlü para piyasası işlemleri,
3. Gayrimenkul ve gayrimenkul bazlı haklar ve her türlü maddi olmayan hakların değerlendirmesini,
4. Her türlü proje geliştirme, proje tabanlı kaynak oluşturma, dış proje kredisi sağlanması ve diğer kaynak işlemleri yöntemlerini,
5. Her türlü ticari ve finansal faaliyet,

ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil pazarlarda gerçekleştirilir. Şirket tarafından, ulusal yatırımlar ve uluslararası alanda diğer devletler ve / veya yabancı şirketler tarafından yapılacak yatırımlara katılım sağlanabilir (TVF, 2018).

TVF kendini birçok yasa ve yasal mali yükümlülüklerden muaf tutmuş ve bu bakımdan özel bir şirkettir. Örneğin TVF, Kamu İhale Sözleşmeleri Yasası, Devlet İhale Kanunu, Devlet Memurları Kanunu, Özelleştirme Uygulamaları Kanunu,

Fonlar ve KİT'lerin parlamento gözetimini düzenleyen kanunlar gibi kamu kurumlarının tabi olduğu birçok temel yasadan muaf tutulmuştur. Öte yandan, TVF özel şirketlerden farklı olarak Rekabet Koruma Kanunu'na uymak zorunluluğu olmamakla birlikte Sermaye Piyasası Kanunu'ndan bazı muafiyetlere sahiptir. Ayrıca TVF, gelir ve kurumlar vergisi, emlak vergisi, damga vergisi, banka ve sigorta işlemleri vergisi (BSMV), kaynak kullanımını destekleme fonu (KKDF) kesinti ve bazı işlemlerde KDV'den muaf tutulacaktır (Özkul, 2017).

Sonuç olarak, TVF hem kuruluş aşamasında hem de faaliyetlerinde birçok özel yetki, muafiyet, istisna ve yasa ile avantajlarla donatılmış benzersiz bir yapıya sahiptir. Kuruluşundan yaklaşık 2 yıl geçmiş olmasına rağmen, şu anda TVF'nin faaliyetleri bulunmamaktadır.

3.4.3. Türkiye Varlık Fonunun Denetimi

Ayrı birer tüzel kişiler olarak kurulan UVF'lerin genel olarak, yasal dayanaklarını kurumsal düzenlemelerini, yönetim yapılarını, yatırım politikalarını, risk yönetimleri çerçevelerini, denetlenmiş finansal tablolarını ve performans verileri içeren ayrıntılı yıllık raporların yayınlanmasıyla yükümlülerdir (Hammer & Kunzel ve Petrova, 2008: 13). Yayınlanan yıllık raporlar UVF'lerin iletişim kanallarından bir tanesi olup bu şekilde UVF, kamuya etkin bir bilgi akışı sağlamaktadır. Bu raporlar performans ve işleyişe yönelik sayısal veriler ve finansal tablolar da paylaşılmaktadır. Bu kapsamda iç denetim prosedürler ve standartlar ve bağımsız dış denetimler, UVF'lerin kurumsal yönetimi ve hesap verebilirliği açısından kritik önem taşımaktadır (Gelb & Tordo ve Halland, 2014: 25).

TVF ise 6741 nolu Kuruluş Kanunun 6. Maddesi uyarınca fonun tüm faaliyetleri ve operasyonları tam olarak hesap verebilirlik, şeffaflık ve kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde 3 aşamalı bir denetim sürecine tabi tutulup denetlenecektir. İlk olarak, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi, kurulacak şirketler ve alt fonlara ait mali tablolar, bağımsız denetime tabi tutulacaktır (TVFKK, 2016: Madde 6) Bağımsız denetim, şirketin esas olarak hissedarlar, borç verenler ve diğer ilgili tarafların faaliyetlerini doğru bir şekilde takip edebilmek ve risklerini denetleyebilmek için yürütülmektedir. Fakat TVF söz konusu olduğunda, kamu

çıkarı söz konusu olduğundan ve kamu kaynakları kullanıldıkça, devlet tarafından da bir denetim yapılması gerekmektedir (Kayıran, 2016: 76).

Ayrıca, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A. Ş. ve Türkiye Varlık Fonu'na devredilen varlıklar ve şirketlerin mevzuata göre Sayıştay ve/veya BDDK ve/veya SPK tarafından denetlenmesine devam edilmektedir. Bu duruma bir örnek olarak, TVF bünyesindeki Milli Piyango'nun, KİT'lerden yüzde 51'i ve ÇAYKUR tüzel kişiliğe sahip olup Sayıştay denetimine tabi olduğu belirtilmiştir. Özetle; fon içerisinde olup da Sayıştay denetimine tabi kurumlarda herhangi bir değişikliğin söz konusu olmadığı ve sürecin aynı şekilde devam ettiği beyan edilmiştir (TVF, 2018).

TVF'nin Santiago Prensiplerine uyacağı resmi kayıtlara girmemesine rağmen kamuoyunun da tepkisiyle TVF A.Ş.'nin üst yönetiminden, fonun Santiago Prensipleri'ni göz önünde bulunduracağı yönünde mesajları verilmiştir. Nitekim TVF resmî sitesinde Santiago Prensiplerinin kabul edilmesinin ötesinde TVF tarafından kabul edilen beş temel yönetim ilkesinden biri “tam şeffaflık” olarak vurgulamıştır (TVF, 2018).

Sonuç olarak, Santiago Prensipleri, fon yönetiminin her aşamasında, kamuoyu iyi yönetim bağlamında bilgilendirme, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerinin önemine odaklanmaktadır. Bunlara ek olarak, Santiago Prensipleri ile fonların yönetimin de keyfi davranış, siyasi etki veya mali ve ekonomik koşullar açısından en uygununu sağlamak için doğru kararların verilememesi, fon kaynaklarının kötü yönetimi gibi olasılık ve riskleri en aza indirmek amaçlanmıştır. TVF'nin gönderilmesinde ve yönetiminde bu şeffaflık, hesap verebilirlik ve iyi yönetim ilkelerini ortaya koyan bu genel kriterlere uyulmasının, hem demokratik kontrol açısından olumlu sonuçlara yol açabileceği gibi hem de fon kaynaklarının optimal kullanımı açısından olumlu sonuçlar doğurabileceği düşünülmektedir (Nas, 2017: 7).

3.5. Türkiye Varlık Fonu'nun Diğer Ülkelerdeki Varlık Fonları İle Karşılaştırılması

Çalışmamızın bu bölümünde ise Türkiye Varlık Fonunu önceki bölümlerde detaylı bir şekilde ele aldığımız Norveç, Kore, BAE, Çin ve Singapur'a ait olan varlık fonları ile kıyaslanacaktır. Bu kıyaslamayı yaparken de söz konusu fonların

kaynaklarını, varlık büyüklüklerini, yönetim ve organizasyon yapılarını, denetim ve şeffaflık ilkeleri gibi diğer konuları da ele alınacaktır.

3.5.1. Ulusal Varlık Fonlarının Sahip Oldukları Varlık Miktarına Göre Karşılaştırılması:

UVF'leri karşılaştırırken kullanacağımız en önemli gösterge yönetmiş oldukları varlık miktarıdır. Dünya genelinde günümüzde kurulan UVF'ler içerisinde en büyük varlık miktarını yöneten fon Norveç'e ait olan Norveç Devlet Emeklilik Fonudur. Son verilere göre bu fonun yönetmiş olduğu varlık miktarı 1.09 trilyon doları geçmiştir (SWFI, 2019 <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund%20>).

SWFI'nin yapmış olduğu varlık fonu sıralamasında ise, Norveç'ten sonra sırasıyla Çine ait olan Çin Yatırım Şirketi ve Abu Dabi Yatırım Şirketi yerlerini almaktadır. Körfez ülkeleri arasında önemli bir yere sahip olan BAE'nin kurmuş olduğu varlık fonu Abu Dabi Yatırım Otoritesi ise 696,6 milyar dolarlık varlık miktarı ile dünya sıralamasında 3'nci sıradadır. Ayrıca söz konusu fon BAE içerisinde bulunan 6 varlık fonu içerisinde en büyük varlık miktarına sahip fon olma özelliğine de sahiptir. (SWFI, 2019 <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>).

Araştırmamıza konu olan ülkelerden Singapur'un ise iki adet varlık fonu bulunmaktadır. Çalışmamızda ele aldığımız fon olan Temasek Holding ise SWFI'nın yapmış olduğu sıralamada 374.8 milyar dolarlık varlığı ile dünya genelinde 9'ncu sıradadır (SWFI, 2019 <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>). Kore Yatırım Şirketi'nin finansman kaynağı ise cari fazlalardır. Güney Kore 2016 yılında 99,243 milyar dolar cari fazla vermiştir. Bu oran Kore Yatırım Şirketi varlık değerinin %74'ünü oluşturmaktadır (2018 Şubat verilerine göre cari fazla 134,1 milyar dolardır).

Ülkemizde ise 2016 yılında kurulan Türkiye Varlık Fonu ise bünyesinde barındırdığı kamu Kurum ve şirketlerin hisse payları, özelleştirme gelirleri ve gayrimenkullerin katkısı ile 40 milyar doları aşkın varlık miktarı ile dünya genelinde ki varlık fonu sıralamasında 28'nci sıradadır (SWFI, 2019 <https://www.swfinstitute.org/>).

Yukarıda verilen bilgiler doğrultusunda Tablo 10'da TVF'nin ve diğer ülkelerin varlık fonlarının varlık miktarları detaylı bir şekilde gösterilmiştir.

Tablo 11: TVF ve Diğer Ülkelerin Varlık Fonlarının Varlık Miktarlarına Göre Sıralanışı (2020)

Ülke	Varlık Fonu	Varlık Miktarı	Dünya Sıralamasında ki
Norveç	Norveç Devlet Emeklilik Fonu	1.18 Trilyon Dolar	1
Çin	Çin Yatırım Şirketi	940 Milyar Dolar	2
BAE	Abu Dabi Yatırım Otoritesi	696 Milyar Dolar	3
Singapur	Temasek Holding	375 Milyar Dolar	9
Türkiye	Türkiye Varlık Fonu	40 Milyar Dolar	28

Kaynak: SWFI, https://www.swfinstitute.org/fund_rankings/sovereign-wealth-fund_, Erişim Tarihi (01.01.2020).

3.5.2. Ulusal Varlık Fonlarının Kaynak Bakımından Karşılaştırılması:

Çalışmamızda daha önce ele aldığımız ülkeler olan Norveç, Kore, BAE ve Singapur'a ait UVF'lerin kaynağı emtia ve emtia dışı kaynaklara dayanıyordu. Dünyanın en prestijli varlık fonu olarak kabul edilen Norveç Devlet Emeklilik Fonu, kaynağını Kuzey Buz Denizi'nden gelen petrol ve bu kaynaktan gelen fazla gelir üzerine inşa etmiştir. Norveç Ekonomisi'ni oluşturan en önemli unsurlar ülkenin petrol ve doğal gaz kaynaklarından elde ettiği gelirlerdir. Ülkenin ana ihracat kalemleri ham petrol, petrol gazları, diğer gazlı hidrokarbonlar, balıklar ve işlenmemiş alüminyumdur. 2018 verilerine göre, Norveç'in ihracat oranı 166 milyar dolar, ithalatı ise 142 milyar dolardır (T.C. Dışişleri Bakanlığı - Norveç Ekonomisi, 2010 , <http://www.mfa.gov.tr/norvec-ekonomisi.tr.mfa>).

Kurmuş oldukları UVF'ler ile dikkat çeken Körfez Ülkeleri (Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan, Kuveyt, Katar, Irak, İran, Bahreyn, Umman) ise 1970'li yıllarda OPEC'in petrol fiyatlarını arttırması ile birlikte doğal kaynak ve petrol ihracatından önemli gelirler elde etmişlerdi. BAE'nin 2018 ekonomik verilerine göre, ülkenin GSYH'sinin % 6.60'ı cari hesap fazlası olarak verilmiştir.

Bu cari işlemler fazlası petrol gelirlerinden oluşmaktadır (Trading Economics, 2020, <https://tradingeconomics.com/united-arab-emirates/indicators,>).

Körfez bölgesinin en önemli ülkelerinden biri olan BAE, UVF'ler açısından da deneyimli ve etkin bir ülkedir. Ülkede 6 UVF bulunmakta var ve hemen hemen tüm UVF'lerin kaynağı ise ülkenin elde etmiş olduğu petrol gelirleridir (Trading Economics, 2020).

Çalışmamızın bir önceki bölümünde bahsetmiş olduğumuz Asya-Pasifik'in yükselen ekonomisi Singapur, ekonomik olarak kısa bir zamanda gelişme göstererek dünya çapında en önemli liman ve serbest ticaret merkezi konumuna gelmiştir. Petrol rafineleri ve elektronik ürünlerinin üretimi konusunda önemli ilerlemeler kaydeden Singapur, Asya-Pasifik Bölgesinin en önemli bankacılık ve finans merkezi haline gelmiştir.

Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketi'nin kaynakları ise özelleştirme gelirlerinden, şirkete devredilen kamu kurum ve şirketlerin hisselerinden ve TVF'ye aktarılan gayrimenkullere dayanmaktadır. Tüm bu bilgiler doğrultusunda TVF'nin kuruluş kaynağının emtia dışı ürünlere dayalı olduğu söylenebilir. Ama bu kaynaklar Temasek Holdingin kurmuş olduğu varlık fonları gibi yüksek döviz rezervlerinden ve dış ticaret fazlalıklarından elde edilen gelirlere dayanmamaktadır. Ülkemizin ekonomik verilerine baktığımızda cari ve bütçe dengesi göstergelerinde açık devam etmektedir.

Sonuç olarak TVF'yi kaynak bakımından diğer ülkelerle kıyasladığımızda TVF emtia dışı kaynaklarla kurulmuştur. Kuruluş kaynaklarının özelliklerine baktığımızda araştırma konusu olan ülkeler arasında Singapur'da kurulan Temasek Holding, özelleştirme gelirleri içerdiği için bir bakıma TVF ile benzerlik göstermektedir.

Tablo 12'de ise Norveç, Çin, BAE, Singapur ve Türkiye'ye ait varlık fonlarının kaynakları ve karşılaştırılması detaylı bir şekilde gösterilmiştir.

Tablo 12: TVF'nin Kaynak Bakımından Diğer Ülkelerde Kurulan Varlık Fonları ile Karşılaştırılması

Ülke	Varlık Fonu	Kuruluş Yılı	Finansman Kaynağı
Norveç	Norveç Devlet Emeklilik Fonu	1990	Petrol ve Gaz
Çin	Çin Yatırım Şirketi	2007	Dış Ticaret Fazlalıkları ve Döviz Rezervleri
Singapur	Temasek Holding	1974	Özelleştirme Gelirleri ve Dış Ticaret Fazlalıkları
BAE	Abu Dabi Yatırım Otoritesi	1976	Petrol ve Gaz
Türkiye	Türkiye Varlık Fonu	2016	Kamu Kurum ve Şirketlerin Hisse Payları, Özelleştirme Gelirleri ve Gayrimenkuller

Kaynak: Tabloda geçen bilgiler SWFI'nın ve bahsedilen ülkelerde bulunan varlık fonlarının resmi internet sitelerinden yararlanılarak oluşturulmuştur

3.5.3. Ulusal Varlık Fonlarının Denetim Açısından Karşılaştırılması

Fonların denetim özelliklerinin yapısını incelediğinde aralarında en şeffaf ve en başarılı fon olan Norveç Devlet Emeklilik Fonu dikkat çekmektedir. Söz konusu Fonu yöneten Norges Bank, hem Parlamento hem de hükümet tarafından izlenmektedir. Parlamento tarafından oluşturulan Denetim Konseyi, Norges Bank'ın faaliyetlerini ve bu faaliyetlerle ilgili kurallara uygunluğunu inceler. Bu inceleme, Yönetim Kurulunun banka yönetimi ve işlemleri üzerinde yeterli kontrole sahip olup

olmadığını içermektedir. Konsey ayrıca bankanın denetimini düzenler, yıllık hesaplarını kabul eder ve bankanın bütçesini onaylar. Bu Konsey ayrıca dış denetçi atar ve parlamentoya bankanın denetimi ile ilgili bir yıllık rapor gönderir. Konsey 15 kişiden oluşmakta ve 4 yıllığına Parlamento tarafından seçilmektedir (Norges Bank, 2020).

Türkiye Varlık Fonu'nun ise şirket sözleşmesine göre Cumhurbaşkanı'nın (eskiden Başbakan) atayacağı iç denetim birimi tarafından iç denetime, yönetim kurulunun belirleyeceği denetim komitesinin seçeceği bağımsız bir denetim şirketi tarafından ise dış denetime tabi tutulacağı bilinmektedir. Bu denetimlerin sonuçlarına ilişkin rapor TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na sunulacaktır. Bununla birlikte, Norveç'te olduğu gibi parlamento tarafından oluşturulan bir konseyle denetlenmemesi, fonun şeffaflığını azaltma etkisi yaratabilir. Norveç'te dış denetçi, parlamento tarafından seçilen Konsey tarafından belirlenirken, Türkiye'de dış denetçi, Cumhurbaşkanı tarafından atanan yönetim kurulunun belirleyeceği denetim komitesi seçmektedir. Ayrıca IMF'in 2013 yılında yayınladığı raporda çoğu ülkede bir genel denetçinin (The auditor general) bulunduğu ifade edilmiştir. Bu denetçi, yürütme organının faaliyetlerini denetlemek üzere parlamento tarafından atanmıştır ve fonun sahibinin parlamento tarafından belirlenen yasalar ve yönetmelikler çerçevesinde faaliyet gösterip göstermediğini denetlemektedir (Al-Hassan vd, 13). Bu bağlamda TVF'nin denetiminde parlamento denetiminin yer almasının olumlu olmasına karşın denetim sürecini yürütecek firmaların da meclis tarafından seçilebilmesinin sağlanması veya IMF örneğindeki gibi bir genel denetçinin yürütmenin işlemlerini denetlemesinin TVF'nin şeffaflığının daha da artmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir (Uysal, 2018: 50).

3.5.4. Ulusal Varlık Fonlarının Ekonomik Büyüklükler Açısından Kıyaslanması

Daha önce incelenen 6 ülkenin yanı sıra Türkiye'yi de kapsayan tablo 13, varlık fonlarının en başarılı varlık fonları olduğu düşünülen ülkelerde (Kazakistan hariç) genel olarak bir cari fazlalıklarının olduğunu görülmektedir. Bununla birlikte Kazakistan'ın ise Samruk- Kazyna dışında finansman kaynağı petrol gelirleri olan bir varlık fonu daha vardır. Söz konusu ülkede cari açığın nedeni petrol fiyatlarındaki düşüştür. Ancak, petrol fiyatlarının yükseldiği ve petrol üretiminin arttığı yıllarda, bu ülkede cari işlemler fazlaları verilmektedir (TCMB, 2018).

Ayrıca Kazakistan’ın son 10 yıllık dış ticaret dengesi incelendiğinde Kazakistan ekonomisinin her zaman dış ticaret fazlası verdiği görülmektedir (Trading Economics, 2018). Türkiye’de ise dış ticaret dengesinin son 10 yıllık periyotta hiçbir zaman fazla verdiği görülmemiştir

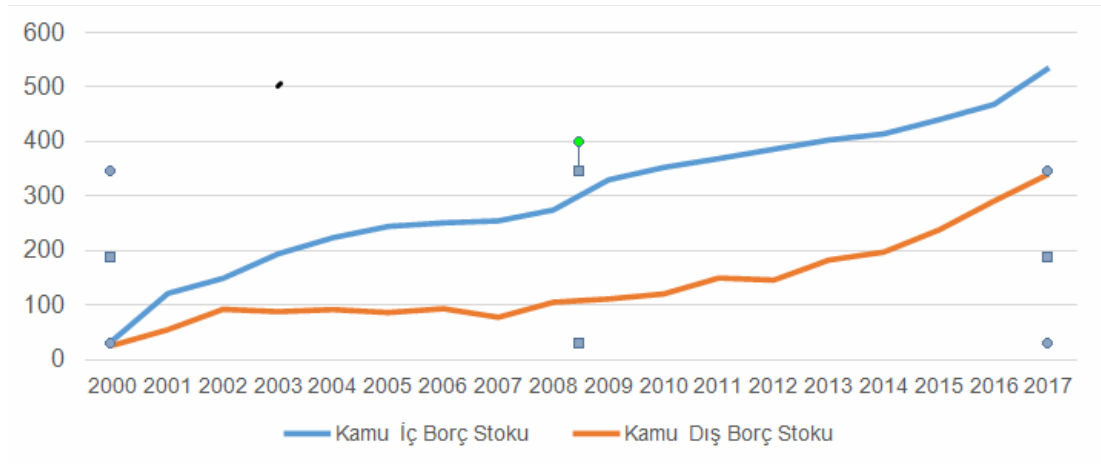
Tablo 13: Türkiye’nin Çeşitli Ülkelerle Kıyaslanması (2016)

Ülke	GSYH (Milyar \$)	Cari Denge (Milyar \$)	Cari Denge/ GSYH	Varlık Fonu	Kuruluş Yılı	Varlık Büyüklüğü (Milyar \$)
Norveç	37,107	14,301	%3,8	GPF	1990	1035,24
Çin	11.199,000	196,38	%1,75	CIC	2007	941,4
BAE	348,743	12,903	%3,7	ADIA	1976	683,0
Singapur	296,976	56,501	%19	Temasek	1974	375,0
Güney Kore	1.415,000	99,243	%7	KIC	2005	134,1
Kazakistan	137,278	-8,874	%-6,2	Samruk-Kazyna	2008	60,9
Türkiye	863,272	-33,137	%-3,83	TVF	2016	40

Kaynak: SWFI Institute, World Bank, Trading Economics

Türkiye tablo 13’den de görülebileceği üzere genellikle bütçe açığı veren bir ülke konumundadır.

Grafik 10: Türkiye’nin Borç Stoku Gelişimi (2000-2017) (Milyon TL)



Kaynak: Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, Temel Ekonomik Büyüklükler (2000-2018), <http://www.bumko.gov.tr/TR,7044/temel-ekonomik-buyuklukler-2000-2018.html>

Ayrıca Grafik 10'dan da görülebileceği gibi 2000'den itibaren kamu borç stoku da gün geçtikçe artan bir ülkedir. Bu sebepten gerekçede bulunan “kamuya ait gelir ve fon fazlaları”nın mevcut olduğunu ifade etmek güçtür.

3.6. Yabancı Ulusal Varlık Fonlarının Türkiye Ekonomisine Olası Etkileri

Bir varlık fonunun kurulabilmesi için önce bir varlık veya kamu elinde oluşturulmuş bir gelir fazlası olması gerekir. Buna göre, varlık fonları iki şekilde kurulabilmektedir:

1. Bir veya daha fazla emtia bazlı fon: bunlar genellikle ihraç edilen emtianın gelirleri nedeniyle oluşan bütçe fazlalarından oluşur. Tipik örnekleri körfez ülkelerinin kurdukları fonlardır. Bu fonların çoğu ihraç edilen petrolden sağlanan gelirlerle oluşturulmuştur. Norveç'in kurduğu emeklilik fonu da benzer şekilde Kuzey Denizinden elde edilen petrol gelirlerinin yarattığı bütçe fazlasını gelecek kuşaklara aktarmayı amaçlamaktadır.
2. Bir emtiaya dayalı olmayan fonlar: bunlar ya dış ticaret fazlaları ya da emeklilik fonlarında biriken para ile oluşturulmaktadır. Bu tür fonların tipik örnekleri, Çin, Güney Kore ve Hong Kong gibi ülkeler tarafından kurulan varlık fonlarıdır. ABD'nin her iki örneğe de giren birden fazla varlık fonu bulunmaktadır (SWFI, 2008 ve Eğilmez, 2016).

Yabancı varlık fonlarının Türkiye Ekonomisi'ne sunduğu iki önemli fırsat vardır. Bunlardan biri sürekli finansman ihtiyacı olan Türkiye'ye alternatif dış kaynak sunma; diğeri ise ekonomik krizlerin üstesinden gelmeye yardımcı olma potansiyelleridir. Çünkü diğeri yabancı yatırımcılara kıyasla kriz zamanlarında UVF'lerin konjonktürünün tersi yönünde hareket etme ve yatırım yapma eğilimleri olduğu bilinmektedir. Bu özelliğiyle krizleri aşmada ulusal ekonomiye katkıda bulunabilmektedirler. 2008 küresel krizinden sonra Amerika ve Avrupa'da bu tür örneklerle rastlanmıştır (Cohen, 2009 & Selfin vd. 2011).

Yukarıdaki açıklamalardan yola çıkarak UVF'lerin Türkiye Ekonomisi için potansiyel tehditlerini ise şu şekilde sıralayabiliriz:

1. Yabancı devletler UVF'ler aracılığıyla Türkiye'de kritik sektörlerde stratejik konumlamalar elde edebilirler.

2. Devlet mülkiyeti ve kontrolünde olmaları sebebiyle ekonomik güdüler yerine siyasi güdülerle hareket etme potansiyelleri bulunmaktadır. Bu nedenle uluslararası politikada bir araç olarak kullanılma riskleri vardır. Diğer bir ifade ile Türkiye'nin ulusal ve ekonomik güvenliğine risk yaratma potansiyelleri bulunmaktadır.
3. UVF'lerin şeffaflıklarının düşük olması nedeniyle takip ve kontrolünde bazı zorluklar bulunmaktadır. Bu nedenle yurtiçi piyasalarda rekabeti bozabilme ihtimalleri vardır (Aykın, 2011: 14).
4. Kotter ve Lel (2008)'e göre ulusal varlık fonları tarafından satın alınan hisse senetleri birkaç gün içinde hızlı bir değer kazancı (yaklaşık iki gün % 2,1'lik bir fiyat artışı) yaşanmaktadır. Bu tür hızlı fiyat gelişmeleri finans piyasalarında fiyatları denge noktasından uzaklaştırabilir ve ekonomide balonlar oluşmasına neden olabilir.

UVF'lere gelen potansiyel tehditlerle ilgili ilk uyarılardan birini 2007'de Obama yönetimi tarafından Ulusal Ekonomik Konsey başkanı Lawrence Summers (2007) "UVF'ler Kapitalizmin Mantığını Sarsıyor" adlı makalesinde yapmıştır. Ardından, Economist dergisi Ocak 2008 sayısında "Ulusal Servet Fonlarının İstilas" başlığı ile UVF'lerle ilgili tehditlere dikkat çekmiştir. Fransa devlet başkanı Nicolas Sarkozy 2008 yılının Ekim ayında Avrupa parlamentosundaki konuşmasında Avrupa ülkelerine, ulusal şirketlerini yabancılardan (özellikle Avrupa'da etkinliğini artıran ulusal varlık fonlarından) korumak için kendi ulusal varlık fonlarını kurmalarını önermiştir (Financial Times, 2008).

Uluslararası düzeyde artan endişe ülkeleri öncelikle kendi bireysel önlemler almaya başlamıştır. Almanya'da Nisan 2008'de UVF'ler tarafından yapılan bazı yatırımların incelenmesi için bir kanun çıkarma yoluna girmiş ve hemen sonrasında da kamu güvenliği ve düzenine tehdit oluşturduğu düşünülen satın almaları engellemek için daha sıkı kısıtlamalar getirilmiştir (Cohen, 2009: 722). Amerika Birleşik Devletleri, şirket satın almalar ve pay devirlerine veto yetkisi verilmiştir. Aynı zamanda ABD Hazine Bakanlığı, UVF'lerden siyasi güdüler üzerinden hareket etmeyeceklerine ve daha şeffaf olmayacaklarına dair taahhütler almaya başlamıştır. Fransa'da 11 sektörde yapılacak yabancı yatırım için çeşitli bakanlıklardan (savunma, ekonomi, finans ve çalışma bakanlıkları) izin alınması zorunluluğu getirilmiştir (Aykın, 2011:

11). Hollanda’da ise, yüksek gerilim elektrik üretimi, su kanalları, demiryolu taşımacılığı, havaalanı, posta idaresi ve Merkez Bankası gibi alanlar kamu tekelinde olup yabancı yatırımcılara tamamen kapalı kılınmıştır (Akbulak & Akbulak, 2008: 251).

Ülkeler tarafından UVF’lerle ilgili endişeleri ele almak için alınan bireysel önlemlere ek olarak ortak tedbirlerin alınması da söz konusu olmuştur. Bu doğrultuda 2007 G7 ülkelerinin toplantısında maliye bakanları, IMF ve OECD’yi bu konuda çalışmaya davet etmişlerdir. Bu şekilde, UVF’lerin sağladığı fırsatlardan faydalanırken tehditlerden de nasıl koruyacağına dair uluslararası düzeyde bir arayışa girilmiştir. Bu amaçla 2008 yılında IMF, ulusal varlık fonuna sahip 26 üye ülke ile birlikte “Santiago İlkeleri” adı altında UVF’ler için genel kabul gören 24 ilke belirlemiştir (IWG, 2008). Bu ilkelerle siyasi güdülerle değil ekonomik güdülerle hareket etmeleri, iyi yönetim göstermeleri, adil rekabet etmeleri ve ev sahibi ülkenin kurallarına uymaları ve daha şeffaf ve hesap verebilir olmaları amaçlanmıştır. Söz konusu ilkelerin bir bağlayıcılığı bulunmasa da bunlara uyum sağlamak ABD ve Avrupa piyasalarına giriş için bir ön şart niteliği kazanmıştır (Aykın, 2011: 21). Tüm bu gelişmeler UVF’lerin şeffaflığını özellikle ev sahibi ülkeler için özellikle önemli kılmıştır. Bu amaçla 2008’de Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI) tarafından UVF’lerin şeffaflık derecesi ölçülmeye başlanmıştır.

Bu tartışmalar son 10 yılda dünyada artarken, Türkiye gündeminde yeteri kadar yer bulamamaktadır. Türkiye’de yabancı yatırımcıları ve yatırım ortamını çekmek ve iyileştirmek için 2003 yılında yürürlüğe giren 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ile “yerli yabancı ayrımı kaldırılmış” ve stratejik sektörlerin korunmasına dair bir düzenlemede de bulunulmamıştır. Finansman ihtiyacı nedeniyle sürekli olarak kaynak arayışında olan Türkiye için UVF yatırımları Türkiye için önemli bir araç olabilir. Ama bu büyük fonların bir diğeri devlet kontrolü altında olmaları ve özellikle stratejik sektör yatırımları Savunma Sanayi, enerji, telekomünikasyon, hava ve deniz limanları vb.) nedeniyle ulusal güvenlik için gelecekteki tehdit yaratabilecekleri unutulmamalı ve önceden gerekli önlemler alınmalıdır. En azından öncelikle Santiago ilkelerine uyum gösteren ve yeterli şeffaflık derecesine sahip UVF’lerin yatırımlarına yurtiçinde izin verilmelidir.

Stratejik sektörlere ilişkin yatırımlarla ilgili ayrıca düzenlemeler yapılmalıdır (Güçlü, 2018: 45).

3.7. Türkiye Ulusal Varlık Fonunun Ekonomi ve Kalkınmaya Olası Etkileri

26 Ağustos 2016 tarihinde ilgili Kanunun Resmi Gazete’de yayımlanmasıyla Türkiye Varlık Fonu kurulmuş ve birçok kamu varlığı THY, Türk Telekom, Ziraat Bankası, Halk bankası, TPAO, BOTAŞ, PTT, TÜRKSAT, Borsa İstanbul, Milli Piyango, TCDD, ETİ Maden, Türkiye Denizcilik İşletmeleri, ÇAYKUR, Türkiye Jokey Kulübü ve Kayseri Şeker Fabrikası’ndaki kamu payları ile mülkiyeti devlete ait çeşitli taşınmazlar bu fona devredilmiştir. Dünyadaki önemli örneklerin aksine, bu fon mevcut işlemlere veya bütçe fazlasına dayanmadan oluşturulmuştur. Bununla birlikte birçok muafiyetinin bulunması kurumlar ve gelir vergisinden, belediyelere ödenecek çeşitli vergi ve harçlardan, Borsadaki kayıt ve kotasyon ücretlerinden muaftır; ayrıca ihale, devlet memurları ve özelleştirme kanunlarına tabi değildir ve kamu kaynaklarının Sayıştay denetiminden uzaklaştırılması kamuoyunda ciddi eleştirilere neden oldu (Resmi Gazete, 2016: 135 & Kayıran, 2016: 70-71).

TVF’nin yasa tasarısındaki hedeflerine bakılacak olursa *“Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu arttırılmadan finansman sağlanması”* hedefidir. Burada iki nokta önem arz etmektedir. İlk nokta, inşaat sektöründe altyapı projeleri için Türkiye Varlık Fonu kaynaklarının kullanılmasının Türkiye Ekonomisi’ne faydalı olup olmayacağıdır. Çünkü yine tasarıda bulunan hedeflerde; *“Büyüme oranına gelecek on yıl içinde yıllık %1,5 oranında ilave artış sağlanması”* hedefi bulunmaktadır. İkinci nokta ise, kamu sektörü borç stokunu arttırmadan özel sektör borç stokunun artırılmasının Türkiye için sağlıklı olup olmayacağıdır (TVF, 2016: 40-42).

Bu tartışmalara devam etmeden önce, TVF’nin ne tür UVF olarak sınıflandırılmasına tabi tutulacağı konusuna değinilmesi önem arz etmektedir. Fonun bir cari bir fazlalığa veya bütçe fazlasına dayanmaması bunun bir tasarruf fonu, emeklilik ihtiyat fonu veya rezerv fonu olarak sınıflandırmasını zorlaştırmaktadır. TVF’nin kuruluşuna ilişkin kanunun gerekçesi bu fonun istikrar ve kalkınma şeklinde iki hedefi bulunacağı fikrini hâkim kılmıştır.

Gerekçede yer alan büyüme-kalkınmaya ilişkin ifadeler ise aşağıdaki gibidir (TBMM-Kanun Tasarısı, 2016, <https://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf>) :

Türkiye Varlık Fonun kurulmasıyla;

1. *“Büyüme oranına gelecek on yıl içinde yıllık %1,5 oranında ilave artış sağlanması,*
2. *Sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesinin hızlandırılması,*
3. *Yapılacak yatırımlarla yüzbinlerce kişilik ek istihdam sağlanması,*
4. *Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun sektörlerdeki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması,*
5. *Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması,*
6. *Arz güvenliğini sağlamak üzere, Türkiye için önem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlerle yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi hedeflenmektedir.”*

Yukarıda belirtilen maddeler doğrultusunda, TVF’nin kuruluş hedeflerinin hem mevcut yerel ekonomik düzende hem de uluslararası ekonomi ve finansal piyasalarda aktif bir rol oynamak istediği görülmektedir. *“Büyüme oranına gelecek on yıl içinde yıllık %1,5 oranında ilave artış sağlanması”* ifadesi ile son yıllarda ekonomik büyüme rakamlarının belirli bir düşüş yaşaması ile birlikte bu probleme karşı kurulacak bir varlık fonu ile ekonomik düzenin canlandırılması planlanmıştır (Özgül, 2018: 101).

Kayıran (2016) ise, istikrarın amacının sadece gerekçede yer aldığını ancak kanun metninde yer almaması nedeniyle bunun bir yan amaç olduğunu iddia etmektedir. TVF’nin, son zamanlarda gelişmekte olan ülkelerde kurulan kalkınma fonları ile göstereceği benzerliklerde TVF’nin istikrardan ziyade bir kalkınma (büyüme) hedefli olduğunu göstermektedir. Bu benzerlikler şu şekilde sıralanabilir:

Bu fonlar,

1. Bütçe fazlası ve cari işlemlere dayanmamaktadır,

2. Genellikle yurtiçinde yatırım yapmaktadırlar (yukarıdaki ifadelerde TVF için de bir yerli yatırım planı olacağına işaret etmektedir),
3. Borç sermayesi kullanmaktadırlar (TVF'ye de hazineden izin almaksızın yurtiçinden ve yurtdışından borçlanma izni verilmiştir),
4. Özellikle altyapı yatırımlarına yönelmektedirler (kanunun gerekçesinde yer alan yukarıdaki ifadeler, TVF'nin de altyapı yatırımlarının finansmanına yöneleceğini göstermektedir).

Yaklaşık dört yıl önce resmen kurulmuş olmasına rağmen aktif olarak bir faaliyette bulunmaması, üç yıllık stratejik yatırım planının (yol haritasının) kamuoyuyla hala paylaşılmamış olması ve web sitesinde fona ilişkin yeterli bilgilerin bulunmaması TVF'ye ilişkin değerlendirmeleri zorlaştırır da olası görüşlerin neler olduğu aşağıda belirlenmeye çalışılmıştır.

3.8. Türkiye Varlık Fonu Hakkındaki Genel Görüşler

2016 yılında tartışılacak yeterli fırsatın olmadığı bir zamanda ülke gündemde yerini alan Türkiye Varlık Fonu hem akademik düzeyde hem de kamuoyunda tam olarak kavranamamış ve sağlam bir zemine oturmamıştır. Bu durumun ortaya çıkmasında UVF kavramı, dünyaya kıyasla Türkiye için çok daha yeni bir kavram oluşu ve teorik düzeyde gerekli araştırma ve tartışmaların yapılmaması önemli ölçüde etkili olmuştur.

3.8.1. Türkiye Varlık Fonu Hakkındaki Olumlu Görüşler

Türk Varlık Fonu hakkında ifade edilen olumlu görüşlerin odak noktası TVF'nin TBMM'ye sunulan yasa özellikle şu gerekçelerle vurgulandığı üzere, Türkiye'nin büyüme ve kalkınma hedeflerine yönelik olarak TVF'nin yapması beklenen katkıdır. Türkiye'de, büyümenin istenilen seviyelere ulaşması için, tasarruf ve yatırımların artması bir zorunluluktur. Mevcut durumda, piyasalar üzerindeki yüksek faiz baskısı ve yatırımlar da hedeflenen seviyelerin eksikliği, büyümeyi yavaşlatan ana engellerden biridir. Bu bağlamda TVF, hem bu projelerin bir sonucu olarak büyük projeleri finanse etmesi, hem de bu projelerin bir sonucu olarak istihdam artışıyla faiz üzerindeki mevcut baskıyı hafifleterek, Türkiye'nin büyümesi ve gelişimi üzerinde olumlu bir etki yaratacaktır (TVF, 2018).

TVF, Türkiye'nin mega projelerinin finansmanında önemli bir rol üstelenecektir. TVF'nin karayolu, köprü projeleri, hızlı tren ve demiryolları, Kanal İstanbul, savunma sanayi ve sağlık sektörü gibi stratejik alanlarda ve özellikle nükleer enerjide dışa bağımlılığı azaltacak potansiyele sahip projeleri finanse etmek amacıyla etkin bir rol oynaması beklenmektedir. Bu sektörlerde yerli üretimin desteği ve ülke kaynaklarının dışa aktarımının önlenmesiyle elde edilecek tasarruflar TVF'ye aktararak kaynak tasarrufu sürdürülebilirliği sağlanacaktır (Karagöl & Koç, 2016: 21). Benzer şekilde, savunma, havacılık, yazılım ve uluslararası gibi teknoloji yoğun ve stratejik sektörlerde yerli şirketlerin desteklenerek uluslararası sahada rekabet güçlerinin de artırılması TVF'nin önceliklerinin arasında yer almaktadır (Yalçiner & Sürekli, 2015: 27).

TVF, kurulum aşamasında birçok işlevi aynı anda işlemek üzere tasarlanmış olup amaçlarını ve yapacakları faaliyetleri geniş bir yelpazede onları elde etmek için sıralanmıştır. Bu açıdan bakıldığında, büyüme ve gelişme hedeflerinin yanı sıra istikrar hedeflerine sahip olan TVF'nin Sermaye Piyasası işlemleri yapma yeteneği önemli bir istikrar aracıdır. TVF sadece pazarların derinleşmesine katkıda bulunmakla kalmayıp, aynı zamanda istikrar tehdidi oluşturacak para operasyonlarına karşı milli bir güvenlik sigortası görevi üstlenmektedir (Müderisoğlu, 2017). Başka bir ifadeyle, Kuruluş Yasasında belirtildiği gibi TVF kaynaklarını herhangi bir kâr amaçlı finansal işlem için değerlendirebileceği gibi finansal piyasaları yönlendiren spekülasyon saldırılarına karşı istikrarı sağlamak içinde kullanılabilir (Ulusoy, 2017). Klasik anlamda herhangi bir istikrar veya tasarruf fonu olmadan, bu ikisine de içinde barındıran TVF'nin temel amacı ve mantığı, ulusal kaynaklar ve birikimlerin yatırımlara dönüştürülmesini sağlayacak ulusal bir mekanizma yaratılmış olacaktır. Bu şekilde ekonomide dışsalığa neden olan çok büyük ölçekli yatırımların finansmanında etkin ve kontrollü yeni bütçe ve yap-işlet-devret modeli dışında etkin bir finansman modeli geliştirilecektir (Ertem, 2017).

Türkiye'nin ekonominin yapısal sorunlarının üstesinden gelmesine yardımcı olmanın yanı sıra önemli bir dış politika aracı olarak Türkiye'nin uluslararası alanda daha fazla söz sahibi olmaya katkıda bulunduğu düşünülmektedir (Yalçiner & Sürekli, 2015: 27). Başka bir deyişle, Türkiye'nin hedeflerine ulaşmasına katkıda bulunacak olan uzun vadede TVF, ekonomide yapısal sorunların çözümünü desteklemenin yanı

sıra ortaya çıkacak ekonomik güç sayesinde önemli bir dış politika aracına dönüşecektir (Karagöl & Koç, 2016: 7).

Son olarak, UVF bütçe fazlasıyla da cari hesap fazlası, yani boş bir kaynak olan ülkeler tarafından kurulduğu yönündeki genel algı son yıllarda kırılmaya başlamıştır. Herhangi bir UVF veya kamu gelir fazlasının ya da dış ticaret fazlası sağlayabilecek bir ihracat emtia/varlığına sahip olmak önemli olmakla beraber kesin olması gereken bir şart değildir. Nitekim, doğal kaynak veya cari hesap fazlası bulunmayan birçok ülkede bu tarz fonların kurulduğu görülmektedir. Örneğin Türkiye ile aynı kategoride sayılabilecek Brezilya, Türkiye gibi ikiz açıkları bulunmasına karşın 2008 yılında Sovereign Fund of Brazil'i kurmuştur (Sarıs, 2016: 237).

İrlanda, Kazakistan ve Fas gibi bazı ülkeler ekonomik kalkınmayı hızlandırmak için uzun vadeli yatırımlar yaparak özelleştirme gibi bazı kamu kaynaklarını özel fonlara aktarmakta veya bazı stratejik şirketlere veya projelere yatırım yaparak destek olmaktadır (Nas, 2017: 2).

Sonuç olarak, UVF'ye sahip olmak; doğal kaynak geliri olmadan, enerji konusunda dışa bağımlı, düzenli olarak cari işlemler açığı veren, marka değeri ve sanayileşme açısından istenen seviye ulaşamayan Türkiye Ekonomisi'nin tüm yapısal sorunlarının üstesinden gelmesine izin verecek bir etkiye sahip olmasa bile ekonomik kalkınmayı destekleme yeteneğine sahip niteliktedir (Yalçınar & Sürekli, 2015: 26). Bu bağlamda, TVF genel ekonomi ile koordine içinde çalışarak, ulusal menfaatleri göz önünde bulundurarak, piyasa oranlarını gözlemleyerek ve uluslararası oyuncuları dikkate alarak ülke için katma değer yaratmasını beklemenin daha doğru olduğu söylenebilir (Müderrişoğlu, 2017). Son analizde, TVF'nin iki ucu keskin bir bıçak gibi olduğu söylenebilir; iyi kullanıldığında ekonomiyi yükseğe çıkarma potansiyeline sahip olsa da yanlış kullanıldığında mali disipline zarar verebilir (Yıldırım, 2017).

3.8.2. Türkiye Varlık Fonu Hakkında Olumsuz Görüşler

Dünyada UVF'lerin kurulmasında doğal kaynak ihracatı veya dış ticaret fonu birikimi bulunmaktadır. Devletler de bu uyuyan fon birikimini kuşaklararası gelirin adil dağılımı, ekonominin aşırı ısınmasını önleme, uzun vadeli getiriler elde etmek vb. sebepleri değerlendirmek amacıyla UVF'ler kurma yoluna gidilmektedir. Başka

bir deyişle klasik anlayışa göre, UVF'lerin var olan bir fon birikimi fazlası vardır. Bu çerçeveden ele alındığında Türkiye'nin cari açığı ve bütçe açığı veren bir ülke olarak fon birikiminden ziyade fon açığı bulunduğu söylenebilir (Özkul, 2017). Kısacası Türkiye'nin ne petrolü, doğalgaz gibi emtia ihracatından elde edilen gelirlerden kaynaklanan bütçe fazlası ne de cari fazla veya fazlası olan bir kamu emeklilik sistemi mevcuttur. Aksine Türkiye son zamanlarda azalmış olsa da emeklilik sisteminin bütçe açığını da karşılayan ikiz açığı sağlayan bir sisteme sahiptir (Eğilmez, 2016). Böylece Türkiye gibi doğal kaynaklara sahip olmayan bir ülkede UVF gelecek nesiller ile servet paylaşmaktan ziyade varlıkların geleceğe rehin verilmesi yoluyla yaratılacak borçluluğu taşımanın anlamına geldiği söylenebilir (Gürses, 2016). Dünya örneklerinde görüldüğü gibi UVF'ler genellikle uzun vadeli yatırımcılar olarak görülürken ve böylece stabilize edici bir mekanizma olarak işlev görürken, öte yandan TVF'nin ise piyasalarda dalgalanmalar ve ani şok durumlarında kullanılabileceğinin beyan edilmesi, TVF'nin kısa vadeli spekülatif piyasa oyuncusuna dönüşme endişesini yaratmaktadır (Özkul, 2017).

Ulusal ölçeğe bakılacak olursa, TVF'ye yönelik ağırlıklı eleştiriler için finansal çıkış noktası Türkiye'nin yaşadığı disiplin ve bütçe dışı fonların olduğu görülmektedir. İlk ve tek hazineden sapma, III. Selim zamanında, 1793 İrad-I Cedid Hazinesinin kuruluşuna kadar gitmektedir. Bu ilk adımı Tersane Hazinesi, Zahire Hazinesi ile hazinelerin sayısı kademeli olarak artmaya devam etmiştir. Mukataat Hazinesi, Mansure Hazinesi, Redif Hazinesi, Darphane Hazinesi, Maliye hazinesi bunların en önemlileri olup hazinelerin çoğalması Osmanlı mali sistemini kurtarmak yerine hazinelerin mali disiplini ciddi şekilde bozmuştur. Hazine sayısındaki artışın, Osmanlı İmparatorluğu'nun çöküşü üzerinde büyük bir etkiye sahip olduğu söylenebilir. Bu acı deneyimden sonra 1839 yılında tek ve merkezi Hazine sistemine geri dönmüştür (Eğilmez, 2016).

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ifade edilen bir başka eleştiri ise devlete ait bazı gelir ve gider kalemlerinin bütçeden elde edilen fonlarla finansal olarak aktarılması sonucunda mali disiplin bozulma riski altındadır (Ersan, 2017). Sonuç olarak, TVF'ye devredilen şirketlerin, Hazineye vergi dışı gelir olarak ödedikleri milyarlarca TL bulunmaktadır. Bu nedenle, bu gelirler artık Hazine için gelir olarak

kaydedilemediği için daha büyük bir bütçe açığı hakkında konuşmak mümkündür (Özyıldız, 2017).

Özetle, Hazine'den TVF'ye aktarılan varlıklar ve gelir artık fonun varlığı ve geliri haline gelmektedir. Turgut Özal 80'li ve 90'lı yılların deneyiminde sadece varlıkların gelirleri fona aktarılırken şimdiyse varlıklar TVF'ye aktarılarak Hazine'nin varlığı olmaktan çıkarılmaktadır. Devlet mülkiyetinin ve gelirlerinin TVF'ye aktarılması "bütçe birliği" ilkesini zayıflatır ve bütçeden eksik olan bu varlıklar ve gelirler doğal olarak bütçe açığının büyümesine sebebiyet verecektir (Uras, 2017).

Dünya genel örneklerinde benzer şekilde, kuruluş aşamasında atıl kaynak olarak beklemede olan fon birikimine veya hazır bir gelir havuzuna sahip olmayan TVF'nin iki ana gelir kaynağından ilki; mevcut gelir ve gayrimenkul yoluyla hisse senetleri, faizsiz bono (sukuk) gibi finansal araçlarla yaratacağı (menkulleştirme) türev ürünler oluşturma ikincisi ise; ulusal ve uluslararası piyasalardan yapacağı borçlanmadır (Kayıran, 2016: 82). Fakat burada, TVF'nin borçlanma aşamasında çeşitli problemlerin ortaya çıkması muhtemeldir;

1. İlk etapta, yurtdışı piyasada borçlanma yaparken TVF hazineye rakip bir kurum olarak ortaya çıkacaktır. Bu rekabetçi durum, borçlanma piyasasında faiz oranlarının yükselmesine neden olacak ve Hazine borçlanmasının maliyetini artıracaktır. Zaten borçlanmak için, normal şartlar altında Hazine'den düşük maliyetli borçlanma şansı olmayan TVF gibi ayrı bir yapının kurulmasının pahalı bir seçim olduğu söylenebilir (Özkul, 2017). Ayrıca TVF'nin yurtdışı pazarlardan borçlanması, dış kaynak kullanımı için aynı havuza uygun Hazine ve bankaların yurt dışından borçlanabileceği finans havuzunun daralmasına neden olabileceği belirtilmektedir (Sarısü, 2016: 238). Böylece ortaya çıkacak dışlama etkisinin de piyasalar ve ülke ekonomisi üzerinde olumsuz etkileri olabilir.
2. İkinci olarak, TVF'nin sahip olduğu varlıklar ve varlıkların muhtemel gelirlerini teminat göstererek hazinenin garantisi, izni ve onayı olmadan dış kaynak temin edebilmek böyle bir otoriteye sahip olmasına rağmen borçlanma açısından bu durumun iki büyük dezavantajı içerdiği belirtilebilir. İlk olarak ülke olarak doğrudan bir varlığa dayalı menkul kıymet ödünç almıyorsanız ve bir varlığa dayalı menkul kıymet ihraç

ediyorsanız, bu borçlanma özellikle uluslararası pazarda Türkiye'nin riski olarak kabul edilecektir (Dedeoğlu, 2016: 5 & Sarısu, 2017: 236).

TVF'ye yönelik eleştirilerin önemli bir kısmı, fonun sahip olduğu ayrıcalıklı koşullar olduğu üzerinde yoğunlaşmıştır. TVF, Ticaret Kanunu'na tabi özel hukuk kapsamında anonim bir şirket statüsünde iken TVF'NİN Kuruluş Kanununda belirtildiği gibi, statüsünde birçok yasa ve kamu sorumluluktan muaf tutulmuştur (TVFKK, 2016: madde 8).

Ekonomik temelli eleştirilerin bir diğer noktası, özel sektör yatırımlarının zaten düşük olduğu bir ortamda, devletin “mega” yatırımlarını finanse etmek için mevcut tutara sahip olmasının avantajıyla talip olması sonucu özel sektörde yaratacağı “dışlanma” etkisidir (Gürses, 2016). Başka bir deyişle, tahviller ve menkul kıymetler, sahip oldukları varlıkları teminat olarak göstererek çıkarmak yoluyla yurtiçinde ve yurtdışından fon sağlamaya çalışacak olan TVF, ülkenin borçlanma potansiyelinin ağırlıklı kısmını kullanarak özel sektörü dışlayabilir (Yıldırım, 2017).

TVF, bazı sektörler tarafından eleştirilen, yasada belirtildiği gibi sermaye piyasalarında işlem yapma yetkisine sahip olup bu durum bazı kesimler tarafından eleştirilmektedir. Bu görüşün dayandığı ana nokta devletin, SPK, BDDK, TCMB gibi kurumlar aracılığıyla piyasada düzenleyici, denetleyici olabileceği lakin piyasada kamusal imtiyazlarda “tüccar” olarak işlemleri devam ettirmenin doğuracağı sakıncalarıdır. Çünkü devletin yaptığı her işlem piyasada yanlış yorumlanabilir. Bu nedenle kamu kesiminin kriz dönemleri hariç, kapitalist ekonomide pazarın doğrudan müdahalesi kapitalizmin ruhuna aykırı bir tutumdur (Özyıldız, 2017).

TVF'nin belirtilen amaçlarına yönelik bazı eleştiriler de mevcut olup, kuruluşun amaçlarını açıkça belirtmekten ziyade ve amaçlarla araçların birbirine karıştırıldığı şeklindedir. Ayrıca, amaçlar sıralanırken çok sayıda hedef sıralanmış ve bunların arasında öncelik veya hiyerarşi gözetilmemiştir (Kayıran, 2016: 74). Bu duruma ek olarak, “İslami finansman varlıklarının” kullanımının genişletilmesi “katılım finans sektörü payının artırılması” gibi beklenmedik birtakım hedeflerin, TVF için sayılması bazı kesimlerce eleştirilmektedir (Eğilmez, 2016).

TVF'ye karşı en yaygın eleştiri, fonun Sayıştay denetiminden hariç tutulmasıdır. Bu bağlamda, TVF'nin sıkı bütçe ve mevzuattan çıkarılması fonun amacının

faaliyetlerinin etkinliğini arttırmak olduğu söylenebilir. Fonun uluslararası bağımsız bir kuruluş tarafından denetlenmesi ve piyasada faaliyet göstermek için şeffaf olması bir zorunluluk olarak ortadayken şeffaflık ve hesap verebilirlik anlamında TVF'nin denetimden kaçırılması, kredibilite-güven eksenini göz önüne alındığında kaçırma mümkün görünmemektedir. Zaten hiçbir profesyonel yönetici bu kadar büyük bir fonu yönetme riskini alamaz (Ulusoy, 2017). Bir başka görüşe göre, Sayıştay'ın denetimi genellikle serbest bir rekabet ortamında olmaktadır. Kamu şirketlerinde yavaşlama, atalet ve korku salan bir süreç haline dönüşebilmektedir. Klasik devlet kurumları için, ancak şirketler için uygun bir ölçüde pek uygun bir yöntem olmayan Sayıştay denetimi, hızlı ve esnek karar alma sürecini önlemektedir (Dönmez, 2017).

Sonuç olarak, Türkiye'nin UVF kurmak için herhangi bir fonu veya varlığı bulunmamaktadır. TVF'ye devredilen kamu varlıkları Hazine'ye aittir ve karları zaten bütçe finansmanında kullanılmaktadır. İkiz açığı bir ülkenin üstelik emeklilik fonları da Hazine tarafından finanse ediliyorken UVF kurması makul bir seçenek olarak görülmemektedir. TVF, elindeki varlıkları teminat vererek borçlanacağı için teminat vermeden, egemen devletin güvenilirliğini kullanarak Hazine'nin dış borçlanması daha zor hale gelmektedir. Başka bir deyişle, dünyada kredi dönüşü ile onların varlığını artırmak için kurulan UVF'ler için Türk tarzı, borç alan bir UVF katılmıştır (Eğilmez, 2017). Başka bir deyişle, UVF'ler, tasarruf fazlasına sahip ülkeler tarafından genellikle bir finansal araç olarak kullanılmasına rağmen, Türkiye'nin doğal kaynaklarının yetersiz ihracatçısı, bütçe açığı ve dış ticaret açığı veriyor olması yatırım amaçlı mı yoksa borçlanma amaçlı mı kurulduğu tartışmalara neden olmuştur (Konukman & Şimşek, 2017: 1938). Gerçekten de Türkiye'de kamu kesimi tasarruf ederek fon biriktirecek kadar yeterli bütçe fazlası verebiliyor olsaydı, bu, iç borcu azaltacak ve uzun vadeli faiz oranlarını azaltacaktır. Böylece, uzun vadeli özel yatırımlar için önemli bir "tatlandırıcı" görevi görmekteydi (Gürses, 2016). Bunun sonucu olarak da özel sektörün uzun vadeli yatırımlarda, yani büyük altyapı projelerinde elini taşın altına koyması teşvik edilecekti. Şimdi bu uzun vadeli yatırımlar ve altyapı projelerinin sorumluluğunu TVF üstlenmiş gibi görünmektedir.

3.8.3. Türkiye Varlık Fonu'na Yöneltilen Eleştirilere Çözüm Önerileri:

Çalışmamızın bu bölümüne kadar, TVF'ye yönelik en büyük eleştirileri ele aldık. Tüm bu eleştiriler sonucunda ülkemizde 2016 yılında kurulan varlık fonunun kaynak,

amaç, yönetim yapısı, denetimi ve şeffaflığında önemli eksikliklerin olduğunu görmekteyiz. Türkiye Varlık Fonunun uluslararası camiada kabul görmesi ve kendini kanıtlayabilmesi için bu eksikliklerini gidermesi gerekmektedir. Bu doğrultuda fonun istikrarlı hedefler sunması için, tüm bu eksikliklere çözüm önerileri ve yeni çalışmalar sunmalıdır.

UVF'lerin faaliyetleri başlangıçta ülkelerin döviz fazlalarını yurtdışında uzun vadeli, yüksek getirili ve riskli alanlarda değerlendirme faaliyeti olarak kabul edilirken; zamanla değişim ve dönüşüm sonucunda ülkelerin ekonomik ve ulusal güvenliklerine yönelik bir tehditler unsuru olarak algılanmaya başlamıştır. UVF'lerin bu gücünü gören bazı ülkeler, hem uluslararası arenada politik güç sahibi olabilmek hem de uluslararası varlıklarını değerlendirmek amacıyla ulusal bir varlık fonu kurmaya yönelik faaliyetlerini artırmışlardır. Ayrıca kendilerine yabancı UVF'lerden korumak için çeşitli önlemler almaya başlamışlardır.

Türkiye'de, dünyadaki gelişmelere paralel olarak yabancı UVF'lere ev sahipliği yapmaya başlamış ve kendi UVF'sini oluşturarak bu alandaki yerini almıştır. Ancak, yabancı UVF'lere ev sahipliği yaparken Türkiye Ekonomisinin'de yaratabileceği olumsuzlukları önlemek için yeterli önlem almadığı gözlemlenmiştir. Buradan gelecek tehlikeleri önlemek için öncelikli stratejik ve katma değerli sektörlerdeki yabancı yatırımların yakından izlenmesi ve ulusal çıkarlara aykırı yatırımlara izin verilmemesi gereklidir. Bunlar için gerekli yetki ve kontrol mekanizmaları oluşturulmalıdır.

Yabancı UVF'ler gibi, TVF'nin de Türkiye ekonomisini olumsuz etkilememesi için dikkate alınması gereken bazı hususlar bulunmaktadır. Bunlar şu şekilde sıralanabilir (Güçlü, 2018: 42-46) :

1. TVF'nin mali disiplini, şeffaflığı ve hesap verebilirliği yüksek olmalıdır.
2. Amacı (büyüme, istikrar, vb.) ve yatırım stratejisi açıkça belirtilmelidir ve kamuoyu ile bizzat paylaşılmalı.
3. Yolsuzluk ve siyasi etkilerden mümkün olduğunca fazla uzaklaşılabilmesi için yalıtılmış bir yönetim çerçevesi oluşturulmalıdır.
4. Bütçe kısıtlamalarını aşarak hükümet tarafından kullanılan bir kaynağa dönüştürülmelidir.

5. TVF faaliyetlerinin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin önlenmesi için Merkez Bankası ve Hazine gibi diğer kamu kurum ve kuruluşları ile koordineli olarak hareket etmelidir.
6. Ülkenin makroekonomik politikaları ile birlikte uyumlu bir yatırım stratejisi izlemelidir.
7. Yatırımlarının finansmanı sürekli borçlanma ile yapılmamalıdır.

TVF'nin kurulmasıyla ilgili ilk eleştirisi, bu fonun herhangi bir emtia veya emtia dışı kaynaklardan gelen artı gelirden kurulmamasıydı. Ülkemiz petrol ve doğal gaz gibi kaynaklardan ihracat yapamadığından, şuan da da cari ve bütçe hesaplarında fazla veren bir ülke konumunda değildir. Bu nedenle TVF'nin gelir fazlalığına dayanamaması en çok eleştirilen konu olmuştur. Kaynak konusundaki bu eleştirilerden kaçınmak için, fona yatırım yapan veya gelecekte yatırım yapacak yatırımcıların algıları olumlu şekilde şekillendirilmelidir.

Türk Varlık Fonu'na kaynak sağlayan ve portföyünü oluşturan şirketler stratejik açıdan önemli kalemlerden oluşmaktadır. Şirketlerin genel yapısına bakıldığında ulaşım, telekomünikasyon, finans, enerji, tarım, spor, şans oyunları vb. alanlarda geniş bir hizmet yelpazesine sahiptirler.

Portföyün bu tür stratejik öğelerden oluşması ve bu şirketlerin özelleştirileceği söylemi, bu şirketlerin geleceği konusunda belirsizliğe yol açmıştır. Kamuoyunda TVF'nin bünyesinde bulunan bu şirketlerin teminat gösterilerek borçlanma politikasına gidileceğine yönelik algıların oluşması TVF'nin geleceği için olumsuz bir gelişmedir. TVF'ye yönelik kamuoyunda ortaya çıkan bu olumsuz algıyı ortadan kaldırabilmek ve yatırım faaliyetlerini düzenlemek için şu yöntemlere başvurulabilir.

İlk yöntem, TVF portföyündeki kamu şirketlerinin kamu yararı açısından tasarruf artırıcı yatırımlar yapmasıdır. İkinci yöntem ise, eğer bu şirketler teminat gösterilerek borçlanma yoluna gidilecekse elde edilen finansman TVF'nin portföyünde bulunan bu şirketlerin AR-GE yatırımları gibi stratejik ve şirketleri büyütecek yatırımlara yönlendirilmelidir. Bu doğrultuda aktarılan bu finansman kaynakları ile şirketler kendini geliştirecektir ve dolayısıyla Türkiye Varlık Fonu da kendi iç dinamizmi ile gelişmeye devam edecektir.

TVF'nin resmi amaçları ve hedeflerinde geçen ifadeye göre; “*Stratejik önem arz eden sektörlerin gelişmesine ve büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek amacıyla*

Türkiye Varlık Fonu’nu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek, büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu arttırılmadan finansman sağlanması” olarak belirtilmiştir.

Bir başka ifadeye göre ise ; *“Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu arttırılmadan finansman sağlanması”* ifadeleri kullanılmıştır. Bu doğrultuda TVF’nin bir kalkınma fonu çeşidi olduğu söylenebilir.

Teminat göstererek TVF portföyündeki şirketlerden borç alarak finansman elde edilmesi ve bu finansmanı büyük alt yapı projelerine yönlendirmesi sonucu yüksek borçlanmanın mali yapıyı olumsuz etkileyeceği söylenmektedir.

TVF’nin büyük altyapı projelerinden tamamen çekilmesini beklemek de makul olmaz. Dünya çapında kurulan diğer varlık fonlarında olduğu gibi, TVF kamusal altyapı projelerine de önem vermelidir. Ama ülkemizde kurulan bu yeni varlık fonunun kaynak konusundaki sıkıntılarının giderilmesi öncelikli konudur.

TVF’nin büyük altyapı projelerini detaylı olarak incelediğimizde gündemde çokça adından bahsettiren Kanal İstanbul Projesi’ni ele alalım.

Kanal İstanbul, şehrin Avrupa Yakası’nda hayata geçirilmesi planlanan ve Karadeniz ile Akdeniz arasında alternatifsiz bir geçit olan İstanbul Boğazı’ndaki gemi trafiğini rahatlatmak adına Karadeniz ile Marmara Denizi arasında yapay bir suyunun açılması amacıyla kurulmaktadır. Kanalin Marmara Denizi ile birleştiği noktada 2023 yılına değin kurulması öngörülen iki yeni kentten birinin kurulacak olduğu belirtilirken, 453 milyon metrekareye kurulması planlanan Yeni Şehir’in 30 milyon metrekaresini Kanal İstanbul’un oluşturulacağı açıklanmıştır (TVF, 2018).

Ancak Kanal İstanbul projesinin 20 Temmuz 1936’da imzalanarak yürürlüğe girmiş olan “Montrö Boğazlar Sözleşmesi” nin hükümlüklerini değiştirebileceği ya da değiştiremeyeceği yönündeki tartışmalar devam etmektedir.

Montrö Boğazlar Sözleşmesi, İsviçre’nin Montreux (Montrö) kentinde Fransa, İngiltere, Bulgaristan, Japonya, Sovyetler Birliği, Türkiye, Yunanistan, Romanya ve Yugoslavya devletlerinin temsilcileri tarafından 20 Temmuz 1936’da imzalanarak yürürlüğe girmiş bir uluslararası antlaşmadır. Bu antlaşmayla Boğazların yönetimi Türkiye’ye geçmiştir.

Montrö Boğazlar Sözleşmesi, yalnızca İstanbul Boğazından geçişleri değil Çanakkale Boğazı, Marmara Denizi ve İstanbul (Karadeniz) Boğazı deniz trafiğini düzenleyen bir antlaşmadır. Sözleşmeyle, Karadeniz'e kıyısı olan ülkelere, diğer ülkelere göre bazı üstünlükler sağlanmakta ve Boğazların yönetimi Türkiye Cumhuriyeti'ne bırakılmaktadır.

Montrö Boğazlar Sözleşmesinde yer alan başlıca düzenlemeler şöyledir:

1. Barış zamanında, ticaret gemileri, sağlık kurallarının dayattığı kısıtlamalar haricinde, bayrak ve Kargo ayrımı olmaksızın, herhangi bir işleme tabi tutulmaksızın, gece ve gündüz Boğazlardan geçiş özgürlüğünden yararlanırlar. Bu gemiler, Boğazlardaki bir limanda durmadan geçiş yaparken Türk makamlarının öngördüğü vergi ve harçlar dışında herhangi bir vergi veya ücret ödemezler (Madde 2).
2. Barış zamanında, hafif su üstü gemileri, küçük savaş gemileri ve yardımcı gemiler, ister Karadeniz'e kıyıdaş olan ister olmayan Devletlere bağlı bulunsunlar, bayrakları ne olursa olsun, Boğazlar'a gündüz ve aşağıdaki 13. ve sonraki maddelerde öngörülen koşullar içinde girerlerse, hiçbir vergi ya da harç ödemeksizin, Boğazlar'dan geçiş özgürlüğünden yararlanacaklardır (Madde 10).
3. Savaş gemilerinin Boğazlardan geçebilmesi için diplomasi yoluyla Türk hükümetine önceden bir bildirim yapılması gerekir. Bu önceden normal süresi bildirim sekiz gün olacak; ancak, Karadeniz kıyıdaş olmayan Devletler için bu süre on beş güne yükseltilmelidir (Madde 13).
4. Savaş zamanında, Türkiye savaşan değilse, ticaret gemileri, bayrak ve yük ne olursa olsun, 2. ve 3. maddelerde öngörülen koşullar içinde Boğazlar'dan geçiş ve gidiş-geliş (ulaşım) özgürlüğünden yararlanacaklardır (Madde 4).
5. Savaş zamanında, Türkiye savaşan devlet ise, savaş gemilerinin geçişi konusunda Türk Hükümeti tam yetkiye sahiptir. Bu hüküm Türkiye'nin kendisini pek yakın bir savaş tehlikesi tehdidi karşısında sayması halinde de geçerlidir (Madde 5).

Montrö Boğazlar Sözleşmesi göz önünde bulundurulduğunda, Kanal İstanbul geçişi ücretlendirilmiş olsa bile, Türkiye Montrö Boğazları Sözleşmesi yürürlükte olduğu sürece Boğazlardan geçen ticaret gemilerini Kanal İstanbul'dan geçmeye

zorlanamaz. Bu nedenle, anormal derecede uzun bekleme süreleri olmadığı sürece ticaret gemilerinin daha düşük bir maliyetle geçebileceği İstanbul Boğazı varken daha yüksek ücrete tabi tutularak Kanal İstanbul'dan geçmesine düşük ihtimallerle bakılmaktadır. Bununla birlikte, Türkiye boğazlardaki operasyonları çeşitli nedenlerle yavaşlatarak deniz trafiğini şiddetlendirirse, Boğazların girişinde beklemek istemeyen gemiler için Kanal İstanbul cazip hale gelebilir. Bu yönteminde Türkiye'de ne kadar zaman sürecinde yürürlüğe girip olumlu sonuç doğuracağı bilinmemektedir (Eğilmez, 2019 <http://www.mahfiegilmez.com/2019/12/montreux-montro-bogazlar-sozlesmesi-ve.html>).

Eğilmez (2019) ” özetle Türkiye, Kanal İstanbul'dan ciddi bir geçiş ücreti geliri elde edemez. Elde edeceği tek gelir Kanal çevresinde yerleşime açılacak yerlere yapılacak konutlar üzerinden olur. Buradaki yeni yerleşimlerin ilk bakışta ekonomiye bir katkısı olacak gibi görünse de projenin yaratacağı çevre ve iklim sorunları ve İstanbul trafiğine yapacağı olumsuz etkiler dikkate alındığında o katkının bu kayıpları karşılaması mümkün görünmemektedir” cümleleriyle Kanal İstanbul'u özetlemiştir.

Kanal İstanbul'un diğer bir eleştiriye açık olan tarafı ise doğaya, su kaynaklarına, yaban hayata, denizdeki ekolojik dengeye vereceği tahribattan ötürü bu yönde tartışılmıştır.

Kanal İstanbul Çalıştayı'na katılan bilim insanlarının söylediklerinden birkaçı: “Gerçek maliyeti söylenin iki katı olacak”, “400 bin ağaç yok olacak”, “Marmara Denizi ölecek”, “Deprem riskini artıracak...” şeklinde ifadelerde bulunulmuştur.

ÇED raporuna göre, Melen Barajı'ndan gelen su, Kanal İstanbul nedeniyle kaybedilen su miktarının 34 katı olacak. Kesilecek ağaç sayısı 201 bin. Cerrahpaşa Orman Fakültesi Öğretim Üyesi Prof. Dr. Doğanay Tolunay, yaptığı sunumda, Melen Barajı tamamlansa bile suyunun yetmeyeceğini belirtti. Kanalin su alanlarını yok edeceğini belirten Tolunay, kesilecek ağaç sayısının da gerçeği yansıtmadığını şu şekilde açıkladı: “201 bin ağaç kesilecek deniyor ama en az 400 bin ağaç kesilecek. Çünkü sekiz santimden küçük fidanlar ağaç olarak sayılmamış. Üstelik orman demek sadece ağaç demek değildir. 450 hektar ormanlık alanı kaybedeceğiz.

Raporda öğrencilerimin yapmayacağı hatalar var.” Sözleriyle konuya ilişkin yorumlarını açıkladı.

İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Kamu Yönetimi ve Siyaset Bilimi Bölümü öğretim üyesi Doç. Dr. Pelin Giritlioğlu ise, rakamların gerçekçi olmadığını şu sözlerle açıklıyor:

“Kanal İstanbul asrın eko kırım projesi. Bir kentin doğal yaşam kaynaklarını, orman alanlarını, su havzalarını, meralarını bitiren bir proje. Tamamen buraların vasfını bitirip yapılaşmaya yol açan bir emlak projesi. Hâlbuki projenin ortaya çıkış amacı Boğaz trafiği ve güvenliği ile ilgiliydi. Çok büyük bir inşaat rantı olduğunu görüyoruz. Ancak bunu da fal bakarak görüyoruz. Çünkü rapor bunları söylemiyor. Maliyeti 75 milyar lira deniliyor. Sadece 8 tane Boğaz Köprüsü’nden daha büyük köprü yapılacak. 3. köprü maliyeti 2,5 milyar dolardı. Köprünün maliyeti en az yaklaşık 130 milyar TL olacak. Neredeyse iki katı. Peki, bu parayı neden buraya harcıyoruz. Hâlâ beş sınıf bir arada okuyan okullar varken bu kaynağı neden buraya harcıyoruz?” açıklamalarıyla eleştirisini belirtti.

Kanal İstanbul projesine yatırılacak olan 75 milyar maliyetin kendisiyle getireceği ekonomik ve çevresel olumsuzluklara nazaran, bu yatırımın ülke genelinde yenilenebilir enerjiye harcanmasının daha olumlu sonuçlar getireceği kanısındayım.

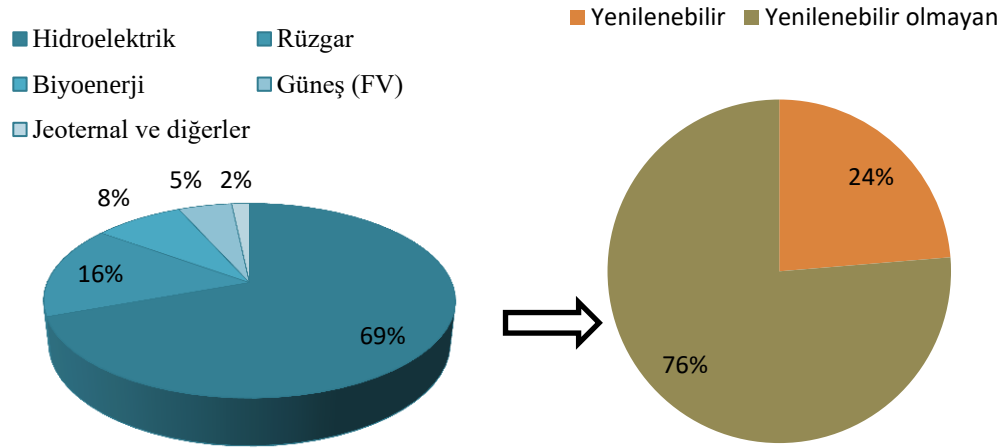
Genel olarak yenilenebilir enerji, ülkelerin enerji ihtiyaçlarını yerli kaynaklarla karşılayarak dışa bağımlılıklarının azaltılması, kaynakları çeşitlendirerek sürdürülebilir enerji kullanımının sağlanması ve enerji tüketimi neticesinde çevreye verilen zararların en aza indirilmesi açılarından son derece önemli bir yere sahiptir. Bugün dünya genelinde tüketilen enerjinin yaklaşık yüzde 20’si yenilenebilir kaynaklardan elde edilmektedir. Mevcut durumda fosil yakıtlara olan bağımlılık yüksek düzeyde olmasına rağmen yıllar itibarıyla yenilenebilir enerjinin kullanım oranları giderek artmaktadır (Karagöl & Kavaz, 2017: 12-20).

Yenilenebilir enerjiyi “doğal kaynaklardan elde edilebilen ve kendini sürekli yenileyebilen bir enerji kaynağı” olarak tanımlanabilmektedir. Yenilenebilir enerjiyi diğer enerji türlerinden ayıran en önemli özellik yok olmaması ve doğal bir şekilde kendini yenileyebilir olmasıdır. Buna ek olarak, yenilenebilir enerji türleri çevreye

zarar veren karbon emisyonlarını azaltır, yerli kaynak olduğu için ithal edilmesi gerekmediği ve bu sayede enerji konusunda dışa bağımlılığın azaltılması gibi hususlar açısından oldukça önemlidir (Australian Renewable Energy Agency, 2016).

Yenilenebilir enerji, dünya elektrik üretiminde de önemli bir yere sahiptir. Toplam küresel elektrik üretiminin % 23,7'si yenilenebilir kaynaklardan elde edilmektedir. Bu oranın yüzde 16,6'lık kısmı hidroelektrik santralleri, yüzde 3,7'si rüzgar, yüzde 2'lik kısmı biyoenerji, yüzde 1'i fotovoltaik güneş sistemleri ve yüzde 0,4'ü ise jeotermal ve diğer yenilenebilir enerji kaynaklarından sağlanmaktadır (Gençoğlu, 2012: 2-9).

Grafik 11: Küresel Elektrik Üretimindeki Yenilenebilir Enerji Oranı (2015,%).



Kaynak: Renewables, 2016

Teknolojik gelişmeler, finansal gelişmeler ve yeni pazar fırsatları rüzgar ve güneş (fotovoltaik) başta olmak üzere, yenilenebilir enerji kaynaklarını kullanarak elektrik üretimi ile ilgili maliyetleri azaltıcı etki yapmaktadır (Amin, 2016).

Türkiye'nin 2023 hedefleri kapsamındaki toplam enerji tüketiminin en az üçte birini (1/3) yenilenebilir enerji kaynaklarından karşılaması adına önünde son derece önemli bir sürecin olduğu söylenebilir. Türkiye'nin enerjide dışa bağımlılığı yüzde 70 civarındadır. Bu oranın ilerleyen dönemlerde artabileceği varsayımı altında yerli ve yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanılmasını teşvik etmek kaçınılmaz bir hal almaktadır. Türkiye'de 2023 hedefleri kapsamında 34 bin MW hidroelektrik, 20 bin

MW rüzgar enerjisi, 5 bin MW güneş enerjisi, 1.000 MW jeotermal enerji ve 1.000 MW biyokütle enerjisi üretilmesi planlanmaktadır (Melikoğlu, 2016: 5-9).

Türkiye yenilenebilir enerji kullanımının artırılmasına bağlı olarak birtakım avantajlara sahip olacaktır.

1. Yenilenebilir enerji alanındaki artan ilerlemeler milli geliri arttırıcı fayda sağlayacaktır.
2. Yenilenebilir enerji kullanımının yaygınlaştırılması yıllık yaklaşık 21 milyar metreküp doğalgaz ithalatının önüne geçecektir.40 Bu sayede toplamda 4 milyar dolar gibi bir tasarruf sağlanması amaçlanmaktadır (Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, 2016).
3. Doğal gaz ithalatının azaltılması fosil yakıtların çevreye zarar vermesini önleyecektir. Bu doğrultuda karbon emisyonu toplamda 47 milyon ton azaltılacaktır (Energy World Dergisi, 2015).
4. Özellikle elektrik üretimi anlamında yerli ve yenilenebilir kaynakların kullanılması Türkiye'nin enerjide dışa bağımlılık oranlarını azaltacak ve enerji arz güvenliği noktasında katkı sağlayacaktır.

Türkiye yenilenebilir enerji potansiyeli bakımından oldukça iyi bir coğrafi konumdadır. Ancak yenilenebilir kaynaklı enerji üretim seviyesi düşük miktarlardadır. Türkiye gibi enerjisinin yaklaşık olarak yüzde 70'ini dışarıdan ithal eden bir ülkenin enerji kaynaklarını çeşitlendirmesi oldukça önemlidir. Ayrıca sürdürülebilir enerji kullanımı açısından hâlihazırdaki kaynakların verimli bir şekilde tüketilmesi gerekmektedir. Türkiye gibi tükettiği enerjinin büyük bir kısmını dışarıdan temin eden bir ülke için enerji kaynaklarını çeşitlendirmek ve yenilenebilir enerji üretimini teşvik edip artırmak bir zorunluluk halini almaktadır. Bu sayede 2023 yılına kadar istikrarlı bir enerji politikasıyla koyulan hedefler yakalanıp geliştirilebilecektir (Karagöl & Kavaz, 2017: 12-20).

Genel olarak özetlersek, Kanal İstanbul projesine harcanacak para ülke genelinde yenilenebilir enerjiye yatırım yapılarak harcanırsa yukarıda belirttiğimiz gibi hem çevreci bir yatırım elde edilebilir hem de %70 oranındaki dış yabancı enerji kaynaklarına muhtaçlık ortadan kalkmış olacaktır. Bu sayede Türkiye Varlık Fonunu hem ileri seviyelere taşıyabilir ve fon kaynağı olan bütçe geleceği belirsiz bir yatırıma yatırılmamış olur.

Diğer eleştirilen bir konu ise uluslararası anlamda TVF'nin daha şeffaf bir hale getirilememiş olmasıdır. Bu eleştirilere karşı alınabilecek önerilerin ilki; öncelikle dünya genelindeki UVF'lerin şeffaflık yapısını gösteren en önemli gösterge olan Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi analizi için TVF'yi belirtilen şartlar doğrultusunda hazırlamaktır.

Türkiye Varlık Fonu şu anda dünya çapında kurulan en yeni varlık fonlarından biridir. 3 yıllık bir geçmişi olan TVF, Linaburg-Maduell şeffaflık Endeksi derecelendirmesine tam olarak uyum sağlamak için belirli bir deneyime sahip olmalıdır. Bu derecelendirmeye sahip olmak için TVF, endeks tarafından belirlenen 10 temel ilkeyi benimsemeli ve uygulanmalıdır.

Tablo 14'de ise Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi ilkeleri doğrultusunda TVF'nin değerlendirilmesi gösterilmiştir.

Tablo 14: Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Doğrultusunda Türkiye Varlık Fonu Analizi

Puan	Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Prensipleri
+1	Fonun kurulma tarihi, servetinin kökeni, devletin mülkiyet yapısını göstermesi
+1	Fon ile alakalı şuana kadar yapılmış olan tüm bağımsız denetim raporlarının sunulmuş olması
+1	Şirketlerin fonlar üzerindeki sahiplik yapısı, fonları elinde bulunduran ülkelerin coğrafi yapısı
+1	Fonun toplam pazar değerini, getirilerini, portföylerini ve yöneticilerin fona olan katkılarının gösterilmesi
+1	Fonun tüm yatırım stratejilerini ve politikalarını etik standartlara göre yapıyor olması
+1	Fonun açık stratejiler ve hedefler sağlıyor olması
+1	Fonların eğer ki var ise tüm iletişim bilgilerinin açıkça paylaşılması
+1	Fonların eğer ki var ise dış yöneticilerin tanımlanması
+1	Fonun kendi web sitesini yönetmesi
+1	Fonun ana ofis konum adresinin belirtilmesi ile birlikte fonun, telefon ve faks gibi iletişim bilgilerinin paylaşılması
Puan	Türkiye Varlık Fonu'nun Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi İlkeleri İle

+1	TVF'nin kuruluş tarihi kuruluş kanununda 26.08.2016 yılı olarak belirtilmiştir. Portföyünde bulunan şirketlerin ismi ve hisseleri fonun resmi internet sitesinde bulunmaktadır. Cumhurbaşkanlığına bağlı devlet mülkiyetindedir. Bu doğrultuda fon bu ilkeden yeterli puanı alabilmektedir.
0	Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi Esas Sözleşmesinde geçen maddeye göre; “Denetim sonucunda hazırlanacak rapor her yıl Haziran ayı sonuna kadar Bakanlar Kuruluna sunulur” ifadesi geçmektedir. Sözleşmede geçen başka bir ifadeye ise denetim raporları TBMM'nin Plan ve Bütçe Komisyonuna iletilmektedir. Ama üç yıllık süreçte şuana kadar hem TVF'nin resmi internet sitesinde hem de başka bir platformda denetim raporları bulunmamaktadır.
0	TVF'nin portföyünde bulunan şirketlerin yapmış olduğu yatırımlar ve bu yatırımların coğrafi bölgelere göre dağılımı fonun resmi internet sitesinde şuanda bulunmamaktadır.
0	TVF, şuanda dünya genelinde kurulmuş olan en yeni varlık fonlarından birisidir. Bu doğrultuda fonun pazar değeri ve getirileri ile ilgili bilgiler net değildir.
0	Fonun yatırım stratejilerinde büyük alt yapı projelerine yönelik finansmanın sağlanması ile bir kalkınma fonu olma özelliği olduğu belirtilmiştir. Fonun denetim konusundaki eleştiriler ve özellikle Sayıştay Denetimi hakkındaki tartışmalar etik ilkeleri olumsuz etkilemektedir. Bu doğrultuda bu ilke için net bir puan veremiyoruz
+1	TVF'nin amaçları ve hedefleri fonun kuruluş kanununda ve resmi internet sitesinde belirtilmiştir. Her ne kadar fonun amaçları ve hedefleri belli konularda eleştirilere konu olsa da söz konusu amaçlar açık şekilde belirtildiği için bu ilkeden yeterli puan alabilmektedir.
+1	TVF'nin resmi internet sitesinde iletişim kısmında telefon numarası ve mail adresi belirtilmiştir.
0	TVF'nin resmi platformlarında dış yöneticiler ile ilgili bir bilgi şuanda bulunmamaktadır.
+1	TVF'nin şuanda portföyünü, amaçlarını, yönetim yapısını ve mevzuatlarını içeren resmi bir internet sitesi bulunmaktadır.
+1	2016 yılında yayınlanan Bakanlar Kurulu kararına göre; “Şirketin merkezi İstanbul'dadır. Şirket, yönetim kurulu kararı ile yurt içi ve yurtdışında şube, temsilcilik, irtibat büroları kurulabilir “ ifadelerine yer verilmiştir. TVF'nin resmi internet sitesinde ise iletişim numarası ve mail adresi verilmiştir.
Toplam Puan: 5	

Kaynak: SWFI'nın yayınlamış olduğu Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi ilkeleri ve Türkiye Varlık Fonu resmi internet sitesinden almış olduğumuz bilgiler doğrultusunda tarafımızca değerlendirilerek oluşturulmuştur.

Analizimize göre, Tablo 14'de gösterildiği gibi, TVF Linaburg-Maduell şeffaflık Endeksi ilkelerinden toplam 5 puan almıştır. Bu analizler doğrultusunda TVF, endekste minimum olması gereken 8 puana henüz ulaşamamıştır.

Uluslararası Çalışma Grubu (IFSWF), dünya çapında şeffaflık, iyi yönetim, hesap verebilirlik, bilgi akışı ve fonlar arasındaki diyalog sağlamak için kurulan Ulusal Varlık Fonları için en önemli kurumlardan biridir. Son 10 yılda varlık fonlarının dünya genelinde yaygınlık göstermesi ile bu fonlar IFSWF tarafından gruba üye tüm ülkelerin kabul ettiği temel standartlar çerçevesinde tekrardan yorumlanmıştır. Santiago İlkeleri olarak 24 maddeden oluşan bu temel standartlar her kurulan varlık fonu için uyulması ve dikkat edilmesi gereken temel ilkeler haline gelmiştir.

Türkiye Varlık Fonu ise IFSWF'ye üye olan varlık fonlarından biridir. Ama TVF'nin çalışma grubu içerisinde ki varlığı pasif bir görünüm sergilemektedir. TVF'nin uluslararası camiada kabul görüp kendini kanıtlayabilmesi için UVF'leri belirli standartlara göre sınıflandıran ve tanımlayan Santiago İlkeleri ile tam bir uyum içerisinde olunması gerekmektedir. Daha çok yeni bir varlık fonu olan TVF için IFSWF tarafından detaylı bir açıklama yapılmamıştır. Ama TVF yapmış olduğu ve ileride yapacağı tüm yatırım ve faaliyetlerini Santiago İlkeleri ile uyum içerisinde gerçekleştirmelidir.

Varlık fonları için en önemli konulardan biri, fonların yönetildiği ve tüm faaliyetlerin yayınlandığı resmi web siteleridir. Fonların resmi web sitelerinin içeriği şeffaflık ve güvenilirliğin en önemli göstergelerinden biridir. Bir varlık fonunun web sitesinde yatırımları ve faaliyetleri hakkında daha açıklayıcı bilgiler, fonun daha şeffaf ve güvenilir olduğunu gösterir. Özellikle, belirli tarihlerde fonun resmi sitelerinde yayınlanan denetim raporları son derece önemli göstergelerdir.

TVF'nin kendisine ait resmi bir web sitesi de bulunmaktadır. Ancak, yukarıda belirtilen bilgiler doğrultusunda sitenin eksik bölümleri vardır. Özellikle, TVF'nin kurulumundan bu güne kadar, denetim ile ilgili resmi web sitesinde hiçbir rapor veya belge yayınlanmamıştır. Şu anda TVF'nin, resmi sayfasında sadece portföy kaynakları, Yönetim Kurulu ve pozisyonlar ve bilgiler verilmektedir.

Dünya çapında kurulan varlık fonları arasında en iyi ve en net bilgileri sağlayan resmi fon sitesi, araştırmalarımız doğrultusunda Norveç Devlet Emeklilik Fonu'na aittir. Fonun resmi sayfasında yapılan tüm yatırımların büyüklüğü, sektörel ve coğrafi dağılımı açıkça gösterilmektedir. Bununla birlikte fonun denetimi ile ilgili bilgileri ve resmi raporları da açık bir şekilde yatırımcılara sunulmaktadır (Bkz. <https://www.nbim.no/no/>).

Buna göre, TVF'nin resmi web sitesinde mevcut eksiklikler düzeltilmeli ve site yeniden yapılandırılmalıdır. Fonun resmi sitesinde yayınlanan bu raporlar, TVF'nin şeffaflığını ve güvenilirliğini önemli ölçüde artıracaktır.



SONUÇ

İktisat biliminin her alanında yaşanan değişim rüzgârlarını açıklamak için referans gösterilen “fon” ve “Ulusal Varlık Fonu” kavramı son 10 yıllık dönemde sayılarında yaşanan artış ve varlık büyüklüklerine yönelik büyüme projeksiyonlarıyla, kazandığı popülaritesinin çok ötesinde bir etki yaratmıştır. Tarihsel sürecine kısa bir bakılacak olursa; Klasik İktisat teorisinin denk bütçeye dayalı teorisinin, Keynesyen İktisat’ın açık bütçe temelli teorisinin hüküm sürdüğü döneme kadar değişen bütçe politikalarının konusunda genellikle bütçe açıklarına yer verilmiş, fakat bütçe fazlalıklarıyla pek ilgilenilmemiştir. Bununla birlikte, Fonksiyonel Maliye Akımı ile Keynesyen İktisat’ın bir diğer uzantısı olan Devri Bütçe Teori ortaya çıkmış ve bütçe fazlalarının gelecekteki bütçe açıklarında bir fon tarafından finanse edileceği öngörülmüştür.

2005 yılında Andrew Rozanov’un aslen “Sovereign Wealth Fund” olarak adlandırılan varlık fonları, merkezi yönetim veya yerel yönetim tarafından kurulmuş olan, çoğunlukla ödemeler dengesi fazlalıklarından, kur işlemlerinden ve doğal kaynak ihracatından elde edilen gelirlerle olmakla birlikte özelleştirme gelirlerinden veya devlete bağlı şirketlerin gelirlerinden finanse edilebilmektedir. Ek olarak Rozanov SWF’yi çoğunlukla yurtiçinden ziyade yurtdışında ekonomiye yatırım yaparak, tasarruf, istikrar ve kalkınma gibi birçok amacı olan bir yatırım fonu veya kuruluş olarak tanımlamaktadır.

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü’nden Şubat 2018 verilerine göre, 26’sı gelişmekte olan ülkeler olarak sınıflandırılan 50 ülkede toplam 80 varlık fonu bulunmaktadır. 80 fonun %67’si 2000’li yıllardan sonra kurulmuş olup bu fonlar çoğunlukla Amerika, Asya ve Orta Doğu bölgesindeki yer alan ülkeler tarafından kurulmuştur. 1990’da 500 milyar dolar değeri olan varlık fonları, 1990’tan bu yana ikiye katlanmış ve Şubat 2018 verilerine göre yaklaşık 7,7 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu değer yarısından fazlası, Çin Halk Cumhuriyeti, Birleşik Arap Emirlikleri ve Norveç’te kurulan varlık fonları tarafından muhasebeleştirilirken, %74’ünü ise varlık değeri sıralamasında en iyi 10 varlık oluşturmaktadır.

Dünyanın en büyük 3 varlık fonunun ilk 4’ü, Türkiye Varlık Fonuna birkaç açıdan benzerlik gösteren, 6 varlık Fonu uygulaması incelenmiş ve TVF ile

karşılaştırılmıştır. Bunlar; Norveç Devlet Emeklilik Fonu (Government Pension Fund), Çin Yatırım Şirketi (China Investment Corporation), Kuveyt-Kuwait Investment Authority (KIA), Abu Dabi Yatırım Otoritesi (Abu Dhabi Investment Authority), Singapur Temasek Holding (Temasek Holdings), Kore Yatırım Şirketi (Korea Investment Corporation).

Türkiye varlık Fonu Yönetimi A.Ş. 19.08.2016 tarihinde, Türkiye Büyük Millet Meclisi'ndeki 239 oy üzerinden 217 oy alınarak onaylanmış ve 26.08.2016 tarihinde, 6741 sayılı "Türk Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması Ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" Resmi Gazete' de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Başbakanlığa bağlı ve özel hukuk hükümlerine tabi olan bu fon, 10.07.2018 tarihli Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile Cumhurbaşkanlığı'na bağlanmıştır.

Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketi'nin kaynakları ise özelleştirme gelirlerinden, şirkete devredilen kamu kurum ve şirketlerin hisselerinden ve TVF'ye aktarılan gayrimenkullere dayanmaktadır.

Türkiye'nin Fon Varlıklarının çeşitli etkileri de vardır. Türkiye Varlıklar Fonu kaynaklarının inşaat sektörünün de altyapı projelerinin yönlendirilmesinin çeşitli yazarlar tarafından büyüme kaynaklarını arttırmasını ancak ithalat ve ihracat hizmetlerinin kapsamı göz önüne alındığında, bu durumun ihracatını karşılamak için sürekli ithalata bağımlılığın arttığını dile getirerek bu durumun Türkiye Ekonomisi'ne olumsuz etkileyeceği ifade edilmiştir. Konuya istihdam üzerine bakıldığında, gerçekleşen büyümenin istihdam üzerinde olumlu bir etkisi olabileceği belirtilebilir.

TVF'nin Türkiye dış borç stoku üzerindeki potansiyel etkileri incelendiğinde ise son yıllarda Türkiye'nin dış borç stokundaki sürekli artışın Türkiye Ekonomisi üzerinde olumsuz etkileri olabileceği görülmüştür. Kanun tasarısındaki kamu borç stokunu artırılmadan borç sermayesi bulma amacının da ekonomi üzerinde olumsuz bir etkisi olabileceği belirtilmiştir. TVF'nin Türkiye'nin kamu maliyesi üzerindeki potansiyel etkileri incelendiğinde ise; Türk Varlık Fonu'na devredilen şirketlerin kurumlar vergisinden ve çeşitli kanunlardan muaf olduğu göz önüne alındığında, kriz zamanlarında bütçe açığının arttırılmasına sebebiyet verilebileceği, ancak çeşitli

ifadelerde devredilen şirketlerin bu vergilerden muaf olmadığı ifade edilmiştir. Bu konuda kesin bir ifade ya da netlik bulunmamaktadır.

TVF'ye yöneltilen en önemli eleştirilerden biri ise atamaların hiyerarşik bir düzende olmasıdır. Varlık fonlarının yönetim ve denetim kurulunun Cumhurbaşkanı, Başbakan ya da Hükümet tarafından atanması fonun siyasi etkilere uğrama ihtimalini arttırdığına yönelik endişelerin doğmasına neden olmuştur.

TVF'nin kuruluş amaçlarına baktığımızda ise ülke ekonomisini her türlü ani risklere karşı korumak, stratejik önem arz eden sektörlerin gelişmesini sağlamak ve büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu arttırılmadan finansman sağlanmak belirtilen en önemli amaçlar arasındadır. Bu bilgiler doğrultusunda TVF'nin bir kalkınma fonu özelliği sergilediği açık bir şekilde görülmektedir.

Türkiye Varlık Fonu denetim ve şeffaflık konusunda birçok eleştiriye maruz kalmıştır. TVF'nin şu ana kadar resmi platformlarında herhangi bir denetim raporu yayınlamamış olması, TVF'nin Sayıştay Denetimine tabi olmaması ve vergilendirme muafiyetleri gibi birçok konu hala eleştirilen en önemli konulardır.

Bu eleştirilere ek olarak, TVF'nin en kritik konuları, Türkiye'nin elle tutulabilecek bir gelir fazlasına sahip olmadığı ve Türk Varlık Fonunun Sayıştay denetiminden muaf olarak çıkarılması hususlarında olduğu görülmektedir. Eleştiriler ve resmi açıklamaların incelenmesinden sonra, Sayıştay'ın denetimine ilişkin durumla ilgili bir karışıklık olduğu belirtilebilir. 6741 sayılı kanun ve resmi beyanlar dikkate alınarak; fonun birçok şirket ve kuruluşa ev sahipliği yapan bir fon olarak Sayıştay'ın kontrolü dışında olması, ancak fon bünyesine devredilen kuruluşlar ve şirketlerin Sayıştay'ın kontrolü altında olduğu, yeni kurulacak fon ve şirketlerin ise Sayıştay'ın kontrolü altında olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu karışıklığı gidermek için devredilen kurumların Sayıştay gözetiminde olup olmadığı konusunda net bir düzenlemeye ihtiyaç olduğu belirtilebilir.

Fonlarla ilgili talihsiz koşulların yaşandığı Türkiye'de, yeterli altyapıya sahip olmayan yeni bir bütçe dışı fonun getirilmesi ve akademik tartışmalar sağlanmadan fona olan güvenin sağlamaması zorlaştırılabilir. Nitekim daha önce incelenen ülkelerde bu konunun birkaç yıl süren tartışma ve yeterli incelemelerden sonra, somut olarak uygulandığı görülmektedir. Örneğin, 2005 yılında kurulan Kore Yatırım Şirketi ile ilgili tartışmalar 1999 yılında başlamış, Hükümet, Maliye

Bakanlığı ve Merkez Bankası arasında uzun vadeli tartışmalar yapılmış ve ülkelere bir heyet gönderilmiştir. Tüm bu tartışmalar ve incelemelerin sonucunda ise varlık fonu kurulmuştur.

TVF'yi daha etkin bir hale getirmek için izlenmesi gereken yöntemleri şu şekilde sıralayabiliriz:

1. Elde edilen kaynaklar sadece altyapı projelerine kaynak finansmanında değil, ülkedeki teknoloji yoğun ürünler, yazılım, savunma sanayi gibi sektörlerin desteklenmesinde kullanılabilirse ülkenin büyümesinde etkili olabilir. Bu durum ayrıca istihdama da olumlu etki yaratabilir.
2. Yatırımların yurtdışına yönelmesi sonucu yerli firmaların uluslararası alanda rekabet edebilmesi için yurtdışı piyasalarından bilgi ve teknoloji ithal edilebilir. Bu durumun, ülkedeki şirketlerin uluslararası piyasalarda faaliyet göstermesinde ve bunun sonucunda ülkenin büyümesinde katkısı olabilir.
3. TVF'nin portföyünde bulunan kurumların güvenliği de son derece önemli bir konudur. Bu kurumların borçlanma için teminat gösterilmesi ilerleyen süreçlerde önemli sorunların ortaya çıkmasına neden olabilir. Ama eğer böyle bir strateji izlenecekse borçlanma sonucu elde edilen finansman kaynakları tekrardan TVF'nin portföyünde bulunan şirketleri geliştirmek için kullanılmalıdır. Bu doğrultuda fon portföyünde bulunan kurumların ve şirketlerin geliştirilmesi otomatikman TVF'yi de büyütüp geliştirecektir.
4. Günümüz dünyasını ilgilendiren ve ileride tüm ülkelerin gelişmişlik düzeylerini önemli ölçüde arttıracak olan yüksek teknoloji, endüstri 4.0, siber güvenlik, yazılım ve savunma sanayisi gibi alanlarda TVF, önemli bir kaynak aktarıcısı ve yatırımcısı olmalıdır.
5. Fonun denetiminde ise hem iç denetçiler hem de dış denetçiler tamamen bağımsız kişi ve kurumlardan oluşmalıdır. TVF'nin Sayıştay Denetimine tabi olmaması eleştirilen en önemli konulardan biridir. Bu tartışmaların önüne geçebilmek için de gerekli kanun ve tasarılar açık bir şekilde belirtilerek Sayıştay Denetiminin, TVF ve fonu oluşturan tüm alt fonlarda uygulanması gerekmektedir.

6. Ülkenin makroekonomik politikaları ile uyumlu bir yatırım stratejisi izlemelidir.
7. TVF'nin Santiago İlkeleri'ni kabul etmiş olması, TVF'nin bu ilkeler çerçevesinde yatırım yaptığı takdirde, yurtdışı yatırımlarda ev sahibi ülkelerin TVF'ye güvenini arttırarak, TVF'nin uluslararası piyasalardaki ününü arttırılabilir.
8. Türkiye rekabet üstünlüğünü, **ucuz iş gücü, ucuz enerji ya da ucuz hammadde de değil**, bilim ve teknoloji temelli AR-GE, tasarım, yenilikçilik gibi alanlarda aramalıdır. Bu üç alandan her birinde **kamu desteği** ya da **teşvik modelleri** geliştirilmelidir.
9. Elde edilen kaynaklar sadece altyapı projelerine kaynak finansmanında değil, yazılım, savunma sanayi gibi sektörlerin desteklenmesinde kullanılmalıdır.
10. Hem doğru ürünleri üretmeli hem de doğru üretim modelleri oluşturmali
11. Dış borçlanmayı ara mallar yoluyla azaltmalı
12. İç ekonomi yatırımlarına daha fazla teşvik ve özendirme yapılmalı
13. Kanal İstanbul gibi geleceği belirsiz yatırımlar yerine yenilenebilir enerji kaynakları, teknoloji kaynaklı AR-GE gibi alanlar mutlaka geliştirilmelidir.
14. TVF'nin saydığımız alanlarda faaliyetlerini göstererek daha güvenilir ve şeffaf bir hale getirilmelidir.
15. Kısmi ikame politikası uygulanmalıdır.
16. Enerji ve tasarrufta ithal eden bir ülke konumunda olarak nasıl iç ekonomi yatırımlarına daha fazla teşvik ve özendirme yapılacağı
17. Dolayısıyla **sosyal refah anlayışını gözetin**, mevcut kamu kurumlarının özelleştirilmesi yerine iyileştirilmesini, **kamusal refahı ve kamu gelirlerini arttırıcı birer kurum olarak varlıklarını sürdürmelerini**, yatırımlarını gerçekleştirmelerini sağlayacak bir politika izlenmelidir.
18. Katma değeri yüksek ürünlerin ve **ara mallarının** sağlıklı bir rekabet ortamında **yurt içinde üretilir hale gelmesi** sağlanmalıdır.

19. Bu bağlamda, gerek **yerli sanayimizin gelişmesi** için uygun fiyatlarla hammadde temininde, gerekse ara malların üretiminde yerli katkı oranının yükseltilmesi için yasal ve idari engellerin zaman kaybedilmeden giderilmesi, amaçlanan hedeflere ulaşabilmedeki hayati zorunluluktur.
20. Ara mallarının ithalatını azaltıcı sektörlere yönlendirilmesi gerekir.
21. Uluslararası piyasalarda yatırım yapmak isteyen girişimcileri varlık fonu ile ülkemize çekmek amaçlı girişimlerde devletin öncü rol oynaması gerekir.



KAYNAKÇA

- Abdelal, R. (2009). “Sovereign Wealth in Abu Dhabi”, *Geopolitics*, 14(2).
- Abu Dhabi Investment Authority (2009). ADIA Review.
- Abu Dhabi Investment Authority (2017). ADIA Review 2017 Prudent Global Growth, 1-68.
- Aglietta, M. (2009). “Les Fonds Souverains: Des Investisseurs A Long Terme En Mal De Strategies Efficaces”, *Revue D’economie Financiere*, Hors-Série, 357-365.
- Akbulak, S. & Akbulak, Y. (2008). “Ulusal Varlık Fonları” *Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi*, 15(2).
- Akbulak, S. (2008). “Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds) Gelişmeler ve Düzenleme Çalışmaları, *SPK Araştırma Raporu*, SPK Araştırma Dairesi, Ankara.
- Akçay, Ü. (2017a). “Türkiye Varlık Fonu: Yatırımların Finansmanı mı, Devlet Kaynaklarının Harcanması mı?”, *Kriz Notları*, Erişim Tarihi (15.07.2019) <https://kriznotlari.blogspot.com/2017/02/turkiye-varlik-fonu-yatirimlarn-finansman.html>
- Akçay, Ü. (2017b). “Varlık Fonu Ne Değil?”, Erişim Tarihi (08.08.2019) <https://www.gazeteduvar.com.tr/yazarlar/2017/02/13/varlik-fonu-ne-degil/>
- Akman, C. (2017). “Türkiye Varlık Fonu Diye Bir Şey Yok Aslında!”, Erişim Tarihi (15.07.2019) <https://www.paraanaliz.com/2017/yazarlar/cuneyt-akman/turkiye-varlik-fonu-diye-bir-sey-aslinda-yok-7371/>
- Al-Hassan, A. & Papaioannou, M. ve Sung, C. vd. (2013). Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, *IMF Working Paper*, 13/231.
- Alheshel, B. (2015). “Sovereign Wealth Funds: A Literature Review”, *Journal Of Economics And Business*, 78, 2.
- Allen, M. & Caruana, J. (2008). “Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda”, IMF.

- Al-Saidi, M. (2012). "Analytic Study of Sovereign Wealth Fund Strategies and Policies: A Case Study of Oman Sovereign Wealth Fund", Brunel Business School, Brunel University.
- Amin, Z. (2016). "The Falling Costs of Renewable Energy: No More Excuses", The Huffington Post.
- Ashworth, W. (1987). A Short History of the International Economy Since 1850, London: Longman. 51, No. 173 (1966), 379.
- Atkinson, B. (2015). Inequality: What Can Be Done? Harvard University Press,
- Australian Renewable Energy Agency (2016). Erişim Tarihi (01.01.2020), <https://www.legislation.gov.au/Details/F2016L00731>
- Aykın, H. (2011). "Ulusal Refah Fonları: Risk mi Fırsat mı?", Stratejik Düşünce Enstitüsü.
- Balding, C. (2008). Sovereign Wealth: The Role Of State Capital In The New Financial Order, "A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds", 3.43.
- Balding, C. (2012). *Sovereign wealth funds: there winter section of Money and politics*. New York: Oxford University Press.
- Bazoobandi, S. (2011). "Political Economy of The Gulf Sovereign Wealth Funds: A Case Study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and United Arab Emirates", Unpublished Doctoral Thesis, University of Exeter, England.
- Beck, R. & Fidora, M. (2008). "The Impact Of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets", European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No:91, 9-15.
- Behrendt, S. (2010). "Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where Do They Stand?", Carnegie Endowment For International Peace.
- Bernstein, S. & Lerne, J. ve Schoar, A. (2013). "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds." *Journal of Economic Perspectives*, 2,219-238.
- Bloomberght (2016). "OPEC ve Rusya petrol arzını dondurma üzerinde anlaştırı"
Erişim Tarihi (05.03.2020).

<https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1854997-opec-ve-rusya-petrol-arzini-dondurma-uzerinde-anlasti>

- Braunstein, J. (2014). “The Novelty of Sovereign Wealth Funds: The Emperor’s New Clothes?”, *Global Policy*, 5(2), 169-180.
- Bremmer, I. (2009). Sovereign-Wealth- Funds: The Institutional Dimension, 88(3), 40-55.
- Bresser-Pereira, L. C. (2010). Globalization and Competition, UK: Cambridge University Press.
- Bumko (2018). Genel Devlet Dengesi İstatistikleri, “2018 Yılı Bütçe Gerekçesi (2002-2018)”. Erişim Tarihi (12.07.2019) <https://www.hmb.gov.tr/bumko-butce-buyuklukleri-ve-butce-gerceklesmeleri>
- Capape, J. & Guerrero, T. (2014). “MoreLayersThan An Onion: Looking For Adefinition Of SovereignWealthFunds”. *ESADE Business School Research Paper*. 21.
- Catelli, M. & Scacciavillani, F. (2012). The New Economics of Soverign Wealth Funds. A John Wiley and Sons Ltd. Publication London : Wiley.
- Chevalier, J.M. (2009). “Les Fonds Souverains Pétroliers”, *Revue d’économie financière*, Hors-série, 21-26.
- Chhaochharia, V. & Laeven, L. (2008). “Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance”, *Working Paper*, International Monetary Fund.
- CIC (2017). Annual Report 2017, China, China Investment Corporation.
- CIC (2020). China, China Investment Corporation. Erişim Tarihi (08.02.2020). http://www.china-inv.cn/chinainven/About_CIC/Who_We_Are.shtml
- Cohen, B. J. (2009). “Sovereign Wealth Funds and National Security: The Great Tradeoff”, *Journal of International Affairs*. 85(4), 713-731.
- Das, D. K. (2009). Sovereign-wealth-funds: the institutional dimension. *IntRevEcon*, 56, 85-104.

- Das, U.S. & Lu, Y. ve Mulde, C. vd. (2009). “Setting Up A Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations”, *Working Paper*, 09/179, IMF.
- Dedeoğlu, E. (2016). “Kamu Mali Yönetiminde Neler Oluyor? Varlık Fonu ve Tamamlayıcı Ödenek”, **Değerlendirme Notu**, 201629, TEPAV.
- Delacour, C. B. (2009). *Les Fonds Souverains, Ces Nouveaux Acteurs de l' Economie Mondiale*, Les Echos Edition.
- Demarolle, A. (2009). “Report to The Government of France on Sovereign Wealth Funds”, 1-35.
- Dockès, P. (2009). “Les Fonds Souverains et l'Impérialisme d'Emergence”, *Revue d'économie financière*, Hors-série , 27-38.
- Dönmez, Ç. A. (2017). “Türkiye Varlık Fonu Ne İşe Yarayacak?”, Erişim Tarihi (29.07.2019) <https://www.paraanaliz.com/2017/ekonomi/turkiye-varlik-fonu-ne-ise-yarayacak-7366/>
- Eğilmez, M. (2019). “Montreux (Montrö) Boğazlar Sözleşmesi ve Kanal İstanbul” Erişim Tarihi (08.02.2020). <http://www.mahfiegilmez.com/2019/12/montreux-montro-bogazlar-sozlesmesi-ve.html>
- Eğilmez, M. (2017a). “Karışık İşler Bunlar”, Erişim Tarihi (16.08.2019) <http://www.mahfiegilmez.com/2017/10/karsk-isler-bunlar.html>
- Eğilmez, M. (2017b). “Varlık Fonu Böyle Bir Şey Değil”, Erişim Tarihi (15.08.2019) <http://www.mahfiegilmez.com/2017/10/varlk-fonu-boyle-bir-sey-degil.html>
- Eğilmez, M. (2016). “Varlık Fonu”, Erişim Tarihi (08.05.2019). <http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/varlk-fonu.html>
- Energy World Dergisi (2015). Sayı: 2, Erişim tarihi (06.01. 2020). <http://energyworld.com.tr>
- Erinç, Y. (2009). Kapitalizmin Yeniden Finansallaşması ve 2007/2008 Krizi: Türkiye Krizin Neresinde? *Çalışma ve Toplum*, 1, 11-28.

- Ersan, İ. (2017). “Türkiye Varlık Fonu Üzerine”, Erişim Tarihi (11.05.2019)
<https://www.dunya.com/kose-yazisi/turkiye-varlik-fonu-uzerine/384981>
- Ersoy, Ersan. (2008). Tarihsel Kapitalizmden Güncel Kapitalizme Küreselleşme. Doğu Anadolu Bölgesi Araştırmaları, 1(1), 143-153.
- Ertem (2017). “Varlık Fonu Denetime Kapalı Değildir” Erişim Tarihi (01.01.2020),
<https://www.ntv.com.tr/ekonomi/cemil-ertem-varlik-fonu-denetime-kapali-degidir,8Z0HQirGaEWnZnYf8HmHhQ>
- Financial Times, (2008)
<https://www.ft.com/search?q=ulusal+servet+fonlar%C4%B1n%C4%B1n+istilas%C4%B1>
- Gençoğlu, T.M. (2002). “Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Türkiye Açısından Önemi”, *Fırat Üniversitesi Fen ve Mühendislik Bilimleri Dergisi* 14 (2), 57-64.
- Gelb, A. & Tordo, S. ve Halland, H. vd. (2010). “Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance, Risk and Opportunities”, *Policy Research Working Paper*, 6776, The World Bank.
- Gelir İdaresi Başkanlığı (2016). Vergilendirme Dönemi Kurumlar Vergisi Mükellefleri Türkiye Geneli İlk 100 Sıralaması, Erişim Tarihi (01.08.2019)
https://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/user_upload/VI/2016_KurumlarVergisi.htm
- Geo-economica (2014). Erişim Tarihi (05.01.2020),
<https://studiegids.universiteitleiden.nl/courses/42774/geo-economics>
- Gieve, J. (2008). “Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances, *BIS Review*, 1-10.
- Gilligan, G. & O’Brien, J ve Bowman, M. (2014). “Sovereign Wealth Funds: The Good Guy Investment Actors”, Working Paper, No:021/2014, CIFR.
- Glancy, A. D. (2012). *Political Risk- An Important Issue for Sovereign Wealth Funds*, The Fletcher School Tufts University, 1-8.
- Griffith, S. J. & Ocampo, J. A. (2009). “The Financial Crisis And Its Impact on Developing Countries”. *Working Paper*, 53.

- Grosse, T.G. (2014). “Goeconomic Relations Between the EU and China: The Lessons From the EU Weapon Embargo and From Galileo” , Geopolitics, Warsaw University, Poland.
- Güçlü, M. (2018). “Ulusal Varlık Fonları: Türkiye Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme”, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi* 2018, 9(1), 39-53.
- Gürses, U. (2016). “Zoraki Tasarruflarla Mega Proje Finansmanı”, Erişim Tarihi (08.08.2019) <http://www.hurriyet.com.tr/yazarlar/ugur-gurses/zoraki-tasarruflarla-mega-proje-finansmani-40179187>
- Hacıhasanoğlu, E. & Soytaş, U. (2010). “Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü”, *MARC Working Paper Series*, 20.
- Hammer, C. & Kunzel, P ve Petrova, I. (2008). “Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices, *Working Paper*, 08/254, IMF.
- Harris, J. (2009). Statist globalization in China, Russia and the Gulf States. *Science & Society*, 73 (1), 6-33
- Hazine Müsteşarlığı, Türkiye Dış Borç İstatistikleri, 2018.
- Heaney, R. L. Li & Vicar, V. (2011). “Sovereign Wealth Fund Investment Decisions: Temasek Holdings”, *Australian Journal of Management*, 36(1),110.
- Hsu, Locknie. (2015). Sovereign Wealth Funds: Investors in Search of An Identity in Thetwenty Firstcentury. *International Review of Law*. (3) 1-16.
- IMF. (2007). *Guide on Resource Revenue Transparency*. Washington D.C.: IMF.
- Işık, H. B. & Kaya, M. V. ve Özdemir M.G. (2018). “Ulusal Varlık Fonlarına Genel Bir Bakış: Türkiye Deneyimi”, *Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi*, 58, 143-159.
- IWG, (2008). “Sovereign Wealth Funds: Generallyv Accepted Principles and Practices Santiago Principles”, October, 1-59.
- IWG, (2008). Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles", International Working Group of Sovereign Wealth Funds.

- IWG, (2018). Special Report “Proposals for revised IWG 2018 hematological response criteria in patients with MDS included in clinical trials” , 133(10).
- Karagöl, E. T. & Kavaz, İ. (2017). “Dünyada ve Türkiye’de Yenilenebilir Enerji”, SETA- Siyaset, Ekonomi Ve Toplum Araştırmaları Vakfı.
- Karagöl, E. T. & Koç, Y.E. (2016). “Dünyada ve Türkiye’de Varlık Fonu”, SETA, 169: 8-24.
- Kayıran, M. & Eğilmez, M. (2016). Varlık Fonu, Erişim Tarihi (08.08.2019). <http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/varlk-fonu.html>
- Kayıran, M. (2016). “Türkiye Varlık Fonu’nun Kuruluş amaçları ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme”, *Eğitim Bilim Toplum Dergisi*, 14(56), 55-90.
- Kazakhstan (2018). “Balance of Trade” Erişim Tarihi (02.01.2020). <https://tradingeconomics.com/kazakhstan/balance-of-trade>
- Kern, S. (2007). “Sovereign Wealth Funds State Investments On The Rise”, Deutsche Bank Research, 4.
- KIA, (2008). KIA Implementation of the Santiago Principles, "Çevrimiçi" <http://www.kia.gov.kw/en/Documents/IFSWF/Wspp.pdf>, Erişim Tarihi (20.11.2019).
- Kim, W. (2012). “Korea Investment Corporation: Its Origin And Evolution”, Journal Of The Asia Pacific Economy, 17(2), 209-218.
- Koch-Weser, I. N. & Haacke, O. D. (2013). “China Investment Corporation: Recent Development in Performance, Strategy and Governance”, U.S.-China Economic and Security Review Comission.
- Konukman, A. & Şimşek, O. (2017). “Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Uygulaması” *Çalışma ve Toplum Dergisi*, 4, 1913-1944.
- Kotter, J. & Ugur, L. (2008). “Friends or Foes ?” The Stock Price İmpact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Sectors,” İnternational Finance Discussion Papers no,940 Boards Of Governors of the Federal Reserve System.

- Krugman, P. (1995). "Growing World Trade: Causes and Consequences", Brookings Papers on Economic Activity, (1), 327-377.
- Liew, L.H. (2012). "Operating in an Inharmonious World: China Investment Corporation", *Journal of the Asia Pasific Economy*, 17(2), 253-267.
- McNally, C. A. (2013). How Emerging Forms of Capitalism Are Changing the Global Economic Order. Analysis from the East-West Center, No: 107.
- Melikoğlu, M. (2016). "The Role of Renewables and Nuclear Energy in Turkey's Vision 2023 Energy Targets: Economic and Technical Scrutiny", *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 62, 1-12
- Meydan Larousse Ansiklopedisi. Cilt 1
- Müderrişoğlu, O. (2017). "Türkiye Varlık Fonu", Erişim Tarihi (31.07.2019) <https://www.sabah.com.tr/yazarlar/muderrisoglu/2017/09/05/turkiye-varlik-fonu>
- Nas, Ç. (2017). "Varlık Fonları ve Uluslararası Kriterler", *IKV Değerlendirme Notu*: 195, 1-7.
- Norges Bank, Erişim Tarihi (01.01.2020). <https://www.norges-bank.no/en/topics/about/Organisation/The-Supervisory-Council/>,
- O'Brien, J. (2009). "La Crise Mondiale de la Titrisation et la Dynamique des Fonds Souverains", *Revue d'économie financière*, Hors-série , 291-303.
- OECD (2007). "The Reach Of OECD Investment Instruments Expands", *Investment Newsletter* October, Issue 5.
- Oyan, O. & Aydın A. R. (1987). *İstikrar Programından Fon Ekonomisine*, Ankara: Teori Yayınları.
- Özgül, B. H. (2018). *Varlık Fonları ve Türkiye Varlık Fonu*, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Özkul, İ. (2017). "11 Soruda Tüm Yönleriyle Türkiye Varlık Fonu", Erişim Tarihi (31.07.2019) <https://www.dunya.com/ekonomi/11-soruda-tum-yonleriyle-turkiye-varlik-fonu-haberi-349431>

- Özyıldız, H. (2017). “Varlık Fonu mu Denetimsiz Hazine mi?”, Erişim Tarihi (05.08.2019) <http://www.hakanozyildiz.com/2017/02/varlik-fonu-mu-denetimsiz-hazine-mi.html>
- Peter B. C. & Ashby H.B. M. (2015). “Sovereign Development Funds: Designing High-Performance”, *Economic Research of Journal*, Strategic Investment Institutions, 18.
- Ping, X. & Chao, C. (2009). “The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds”, 1-31.
- Renewables (2016). “Global Status Report”.
- Robinson, W. I. (2014). *Global Capitalism and the Crisis of Humanity*. Cambridge University Press.
- Roubini (2016). “Türkiye’ninki Aslında Varlık Değil Kalkınma Fonu”, Bloomberg, Erişim Tarihi (06.08.2019) <https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1909432-roubini-turkiyeninki-aslinda-varlik-degil-kalkinma-fonu>
- Rozanov, A. (2005). “Who Holds The Vvealth Of Nations?” *Central Banking Journal*, 15(4),1-4.
- Santiso, J. (2009). “Les Fonds Souverains: Des Acteurs Clés Dans La Nouvelle Géographie Des Richesses, *Revue D’économie Financière*, Hors-Série 315-342. https://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2009_hos_9_1_5441
- Sarısu, A. (2016). “Dünyada Ulusal Varlık Fonu Yönetim Şirketleri”, *Yaklaşım*, 287, 231-238.
- Selfin, Y. & Richard S. ve Himani G. (2011). “The Impact Of Sovereign Wealth Funds On Economic Success”. PWC Economic Views. Erişim Tarihi (01.01.2020), <https://www.pwc.co.uk/assets/pdf/the-impact-of-sovereign-wealth-funds-oneconomic-success.pdf>
- SIL (Sovereign Investment Lab), (2016). “Hunting Unicorns – Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016”, *Universita Bocconi*.
- Singh, K. (2008), *Frequently Asked Questions About Sovereign Wealth Funds*, 1-48.

- Skidelsky, R. (2009). Keynes: There turn of the Master, By Robert Skidelsky. Public Affairs, London: Penguin New York, ISBN: 978-1-58648-827-7.
- Sovereign Wealth Funds Institute, (2018). Maduell Transparency Index (LMTI). Erişim Tarihi (10.05.2019). <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>
- Sovereign Investment Lab (2016). “ Sovereign Wealth Fund Annual Report”.
- Sovereign Wealth Fund Of Korea (2016). Korea Investment Corporation (, 1-74
- Sovereign Wealth Funds Institute. (2016). What İs SWF? About Sovereign Wealth Funds. Retrieved From, Erişim Tarihi (11.03.2019). <https://www.swfinstitute.org/research/sovereign-wealth-fund>
- Sputnik Türkiye (2018), “Nobelli İktisatçıya Göre Türkiye, Asya Tipi Krizin Eşiğinde: Kesinlikle Çok Kırılgan”, Erişim Tarihi (08.08.2019) <https://tr.sputniknews.com/ekonomi/201807111034234625-nobelli-iktisatci-turkiye-asya-tipi-kriz/>
- Sun, X. & Li, J. ve Wang Y. vd. (2014). “China's Sovereign Wealth Fund Investments in overseas energy: The energy security perspective”, *Energy Policy*, 65, 654-661.
- Sürekli, A.M. (2015) "Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Moelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Turgut Özal Üniversitesi, S.B. E.
- SWFI (2019), Erişim Tarihi (05.01.2020), <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>
- SWF Sovereign Wealth Fund. (2018). What is a Sovereign Wealth Fund? Erişim Tarihi (11.06.2019). <https://www.swfinstitute.org/research/sovereign-wealth-fund>
- Şimşek, O. (2015). Yeni Devlet Kapitalizminin Yükselişi: Küresel Ekonomi-Politik Bir İnceleme. *Atılım Sosyal Bilimler Dergisi* 5 (2), 106-144
- Şimşek, O. (2017a). “Çin Yatırım Şirketi (CIC) Özelinde Finansal Küreselleşmede Devlet Sermayesi: Ulusal Varlık Fonları”, *Fiscaoeconomia*, 1, 58-76.

- Şimşek, O. (2017b). Küreselleşme ve Yeni Devlet Kapitalizmin Yükselişi, Türk Metal Sendikası Araştırma ve Eğitim Merkezi Yayınları, (7), Ankara.
- T.C. Dışişleri Bakanlığı (2010). Norveç Ekonomisi, Erişim Tarihi (01.01.2020), <http://www.mfa.gov.tr/norvec-ekonomisi.tr.mfa> ,
- Talebi, H. (2014). “ A Survey of Sovereign Wealth Funds (SWFs) in the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries”, Unpublished Master Thesis, Eastern Mediterranean University, Gazimağusa, Nort Cyprus.
- TBMM (2016a). “Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı” , Erişim Tarihi (01.01.2020), <https://www.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf>
- TBMM. (2016b). “*Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı ile Gerekçesi*”, 1 Ağustos 2016. <http://www.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf>
- Temasek Review, 2017
- The Corner House (2008). “Sovereign Wealth Funds Some Frequently Asked Questions”, Corner House Briefing 38.
- Trading Economics (2020). “United Arab Emirates” Erişim Tarihi (01.01.2020), <https://tradingeconomics.com/united-arab-emirates/indicators>,
- Truman, E. M. & Stone, S. E. (2016). “Uneven Progres on Sovereign Wealth Fund Tranparency and Accountability”, Policy Brief, Number PB16-18, Peterson Institute for International Economic.
- Truman, E. M. & Bagnall A. E. (2013). “Progres on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard”, Policy Brief, Number PB13-19, Peterson Institute for International Economics.
- Truman, E. M. (2010). Sovereign Wealth Funds Threat or Salvation? Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Truman, E. M. (2008). “A Blue Print For Soveirgn Wealth Fund Best Practices, Peterson Institute For Internatioal Economics”, 3, 1-21.

- Truman, E. M. (2007). A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds, Peterson Institute, Washington.
- TÜİK (2017) ve TCMB (2019). Erişim Tarihi (01.01.2020), <http://tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=27667>
- Turco, C.C.L. (2014). “Opportunity for Sustainable Development if Properly Managed? Sovereign Wealth Funds and Sustainability, in a Time of Volatility, Risk and Uncertainty”, Doctoral Thesis, Liberea Universita.
- Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı (2019), Kazakistan Genel Ekonomik Durumu, Erişim Tarihi (10.01.2020). <https://www.ticaret.gov.tr/>
- Türkiye Ulusal Yenilenebilir Enerji Eylem Planı” Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, [http://www.eie.gov.tr/duyurular_haberler/document/Turkiye_Ulusal_Yenilenebilir Enerji Eylem Planı](http://www.eie.gov.tr/duyurular_haberler/document/Turkiye_Ulusal_Yenilenebilir_Enerji_Eylem_Planı) , Erişim tarihi (06.01. 2020).
- Türkiye Varlık Fonu, (2020) “Hakkımızda” <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>
- Türkiye Varlık Fonu Yönetim Şirketi’nin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (2020). T.C. Resmî Gazete, 29813, 26.08.2016.
- Türkiye Varlık Fonu (2018a). “Hakkımızda”, Erişim Tarihi (02.08.2019) <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>
- Türkiye Varlık Fonu (2018b). “İlkelerimiz”, Erişim Tarihi (02.08.2019) <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/1/ilkelerimiz>
- Türkiye Varlık Fonu (2018c). “Sıkça Sorulan Sorular”Erişim Tarihi (02.08.2019) <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/72/sikca-sorulan-sorular>
- Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), (2019). "Çevrimiçi" <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduelli-transparencyindex/>, Erişim Tarihi (30.01.2019).
- Ulusoy, A. (2017). “Varlık Fonu Meselesi”, Erişim Tarihi (10.08.2019) <https://www.yenisafak.com/yazarlar/ahmetulusoy/varlik-fonu-meselesi-2036086>

- Uras, G. (2017). “Varlık Fonu” Erişim Tarihi (10.08.2019) <http://www.milliyet.com.tr/yazarlar/gungor-uras/varlik-fonu-2391629>
- Uslu, H. (2018). Ulusal Varlık Fonları Bağlamında Türkiye Varlık Fonu İncelemesi, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Uygur, E. (2012). “Türkiye’de Cari Açık Tartışması”, Türkiye Ekonomi Kurumu, 12.
- Uysal, S. (2018). Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Varlık Fonu, İstanbul: Nobel Yayınları
- Wilson, Ng (2010), “The Evolution Of Sovereign Wealth Funds: Singapore's Temasek Holdings”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 18(1), 6-14.
- WU, F. SEAH, A. (2008). “The Rise of China Investment Corporation”, *World Economics*, 9(2), 45-68.
- Xiaolei S. & Lia, J. ve Wang Y. vd. (2014). “China's Sovereign Wealth Fund Investments in Overseas Energy: The Energy Security Perspective”, *Energy Policy*, 65,6.
- Xu Yi-Chong & Gawdat Bahgat (ed.) (2010), *The Political Economy of Sovereign Wealth Funds*, International Political Economy Series, Basingstoke: Palgrave Macmillan,
- Yalçiner, K & Sürekli, A. M. (2015). “Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği”, *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 17(3), 1-29.
- Yıldırım, A. (2017a). “Kaynak Yaratmanın Adı Varlık Fonu (07.02.2017), Erişim Tarihi (05.08.2019) <https://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/abdurrahman-yildirim/1982751-kaynakyaratmanin-adi-varlik-fonu%20y%C4%B1ld%C4%B1r%C4%B1m>
- Yıldırım, A. (2017b). “Özelleştirmenin Yeni Adı Varlık Fonu”, Erişim Tarihi (05.08.2019) <https://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/abdurrahman-yildirim/1983195-ozellestirmeninyeni-adi-varlik-fonu/>

Yılmaz, B. & Murat, Y. (2013). “Ulusal Varlık Fonlarının Regülasyonuna Yönelik Çabalar: Santiago Prensipleri”, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar, 50(585), 67-80.

“What is Renewable Energy?”, Australian Renewable Energy Agency, , Erişim Tarihi (05.01.2020). <http://arena.gov.au/about-renewable-energy>

2017 yılı Bütçe Sunumu (2016). Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Erişim tarihi (03.01.2020). <https://goo.gl/ssbmDq>



ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı	Nurevşan KUÇLU
Doğum Yeri	Kars
Doğum Tarihi	12.07.1996

LİSANS EĞİTİM BİLGİLERİ

Üniversite	Kafkas Üniversitesi
Fakülte	İİBF
Bölüm	İktisat

İLETİŞİM

Adres	Ali Gaffar Okan Bulvarı Yenişehir Mah. Cumhuriyet Cad. Rüyam Sitesi B Blok kat:3 D:10 Kars/Merkez
E-mail	nur.evsann36@gmail.com