

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KAMU YÖNETİMİ ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

ULUSAL VARLIK FONLARI BAĞLAMINDA TÜRKİYE VARLIK FONU İNCELEMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hüsrev USLU

MAYIS – 2018

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KAMU YÖNETİMİ ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

ULUSAL VARLIK FONLARI BAĞLAMINDA TÜRKİYE VARLIK FONU İNCELEMESİ



YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hüsrev USLU


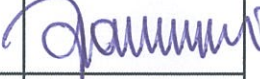

Tez Danışmanı: Prof.Dr. Atila DOĞAN

MAYIS - 2018

TRABZON

ONAY

Hüsrev USLU tarafından hazırlanan "Ulusal Varlık Fonları Bağlamında Türkiye Varlık Fonu İncelemesi" adlı bu Çalışma 25.06.2018 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği / ~~oyçokluğu~~ ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Kamu Yönetimi Anabilim Dalı Kamu Yönetimi Tezli Yüksek Lisans Programı'nda **yüksek lisans tezi** olarak kabul edilmiştir.

| Jüri Üyesi | | Karar | | İmza |
|-----------------------|--------|-------------------------------------|--------------------------|---|
| Unvanı- Adı ve Soyadı | Görevi | Kabul | Ret | |
| Prof. Dr. Atila DOĞAN | Başkan | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |  |
| Doç.Dr. Bünyamin Er | Üye | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |  |
| Doç.Dr. Nihat YILMAZ | Üye | <input checked="" type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |  |

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım.

Prof.Dr. Yusuf SÜRMEŒ
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca KTÜ - Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kılavuzu'na uygun olarak hazırlanan bu Çalışmada yararlanılan kaynakların tümüne eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ederim.

Hüsrev USLU

29.05.2018

ÖNSÖZ

Bu çalışmada UVF ekseninde TVF incelenmeye çalışılmış olup bu bağlamda ilk olarak UVF'lerin kavramsal altyapısı verildikten sonra kuruluşundan günümüze kadar geçirdikleri süreç açıklanmıştır. Ardından UVF'lerin hukuksal ve kurumsal çerçevesi irdelenmiş ve bu kapsamda UVF'lerin anayasası niteliğindeki Santiago Prensipleri ve UVF'leri ölçümleyen birtakım endeksler hakkında bilgi verilmiştir. Son olarak ise UVF'ler hakkında beyan edilmiş olumlu ve olumsuz nitelikteki görüşler nedenleriyle birlikte belirtilmiştir. İkinci bölümde, birinci bölümde açıklanan teorik altyapının üzerine pratikte durumun nasıl işlediğini açıklamak üzere öncü sayılabilecek UVF örnekleri irdelenmiş ve TVF'yi daha iyi algılayabilmek için bir temel oluşturmaya çalışılmıştır.

Son bölümde ise TVF kuruluşundan işleyişine, kaynaklarından amaçlarına, türünden denetimine kadar detaylı olarak incelenmiş ve akabinde TVF hakkında açıklanan olumlu ve olumsuz görüşler gerekçeleriyle birlikte verilerek çalışma sonuçlandırılmıştır.

Bu çalışmayla ilk etapta Türkiye için yeni ve farklı bir kavram olan UVF hakkında teorik bir altyapı oluşturularak UVF'ler, daha bilinir kılınmaya çalışılmıştır. Oluşturulan bu teorik zemin üzerinde, önemli UVF ülke örnekleri incelenerek TVF'nin daha iyi anlaşılabilmesi ve yorumlanabilmesi için sağlam bir temel oluşturmak amaçlanmıştır. Son bölümde ise ülke olarak ekonomik hayatımıza yeni dahil olan TVF irdelenmiş ve gündemdeki tartışmalar ekseninde olumlu ve olumsuz görüşler gerekçeleriyle sunulmuştur. Sonuç olarak TVF'nin diğer ülke örneklerinden amaçları, kaynakları, hedefleri vb. birçok hususta farklılıkları bulunmaktadır. Nihai olarak TVF'nin kendine özgü ve özgün bir yapısı olduğu ifade edilebilir. Bu çalışmada da TVF'yi daha doğru algılayabilmek ve analiz edebilmek için bir temel oluşturmak amaçlandığı söylenebilir.

Öncelikle çalışma süresince rehberliğiyle bana yol gösteren tez danışmanım Prof. Dr. Atilla Doğan'a, tezin her aşamasında verdiği destekle ve yapıcı fikirleriyle çalışmamın sonuçlanmasında önemli pay sahibi olan kadim dostum Dr. Serkan Demirkılıç'a, bu süreçte her zaman yanımda olan ve maddi/ manevi bütün koşulların uygunluğu için büyük çaba sarf eden sevgili eşim Zeynep Uslu'ya ve tezin düzenlenmesi sürecinde kıymetli yardımlarını esirgemeyen Araştırma Görevlisi Beyza Karadeniz'e teşekkürü bir borç bilirim.

Mayıs, 2018

Hüsrev USLU

İÇİNDEKİLER

| | |
|--------------------------|------|
| ÖNSÖZ..... | IV |
| İÇİNDEKİLER | V |
| ÖZET..... | VII |
| ABSTRACT | VIII |
| TABLolar LİSTESİ..... | IX |
| GRAFİKLER LİSTESİ..... | X |
| KISALTMALAR LİSTESİ..... | XI |
| GİRİŞ | 1-3 |

BİRİNCİ BÖLÜM

| | |
|---|-------------|
| 1. KÜRESEL EKONOMİK SİSTEM İÇERİSİNDE GÜÇLENEN BİR OYUNCU OLARAK | |
| ULUSAL VARLIK FONU | 4-37 |
| 1.1. Ulusal Varlık Fonu Nedir? | 5 |
| 1.2. Ulusal Varlık Fonları'nın Karakteristik Özellikleri | 6 |
| 1.3. Ulusal Varlık Fonlarının Oluşturulma Amaçları..... | 8 |
| 1.4. Ulusal Varlık Fonu Türleri..... | 10 |
| 1.4.1. Amaçlarına Göre..... | 11 |
| 1.4.1.1. İstikrar Fonları | 11 |
| 1.4.1.2. Tasarruf Fonları | 12 |
| 1.4.1.3. Rezerv Yatırım Fonları | 13 |
| 1.4.1.4. Kalkınma Fonları | 13 |
| 1.4.1.5. Emeklilik İhtiyat Fonları..... | 14 |
| 1.4.2. Kaynağına Göre Ulusal Varlık Fonları | 15 |
| 1.4.2.1. Emtia Kaynaklı Ulusal Varlık Fonları | 16 |
| 1.4.2.2. Emtia Dışı Kaynaklı Ulusal Varlık Fonları | 16 |
| 1.5. Ulusal Varlık Fonlarının Gelişim Süreci..... | 17 |
| 1.6. Ulusal Varlık Fonlarına Kurumsal Bir Bakış: İlkesel Çerçeve ve UVF'ler İçin Kullanılan | |
| Başlıca Endeksler | 21 |
| 1.6.1. Santiago Prensipleri | 22 |
| 1.6.2. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi | 27 |
| 1.6.3. Ulusal Varlık Fonu Skorbordu – Truman Endeksi | 30 |
| 1.7. Ulusal Varlık Fonları Hakkında Genel Görüşler..... | 32 |

| | |
|---|----|
| 1.7.1. Ulusal Varlık Fonları Hakkında Olumlu Görüşler..... | 33 |
| 1.7.2. Ulusal Varlık Fonları Hakkında Olumsuz Görüşler..... | 34 |

İKİNCİ BÖLÜM

| | |
|---|--------------|
| 2. ULUSAL VARLIK FONU ÜLKE ÖRNEKLERİ | 38-47 |
| 2.1. Norveç - The Government Pension Fund Global (GPF)..... | 38 |
| 2.2. Birleşik Arap Emirlikleri - Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)..... | 40 |
| 2.3. Çin Halk Cumhuriyeti - China Investment Corporation (CIC)..... | 42 |
| 2.4. Singapur – Temasek Holding..... | 44 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

| | |
|--|--------------|
| 3. TÜRKİYE VARLIK FONU | 48-71 |
| 3.1. Kuruluşu ve Yönetim Yapısı..... | 48 |
| 3.2. Amaçları..... | 50 |
| 3.3. TVF'nin Kaynakları ve İşleyişi..... | 52 |
| 3.3.1. Kaynakları..... | 53 |
| 3.3.2. TVF'nin Portföyü..... | 54 |
| 3.3.3. TVF'nin İşleyişi..... | 56 |
| 3.4. Türkiye Varlık Fonu'nun Türü..... | 57 |
| 3.5. TVF'nin Denetimi..... | 59 |
| 3.6. TVF Hakkında Genel Görüşler | 61 |
| 3.6.1. TVF Hakkında Olumlu Görüşler | 61 |
| 3.6.2. TVF Hakkında Olumsuz Görüşler | 66 |
| SONUÇ VE ÖNERİLER..... | 73 |
| YARARLANILAN KAYNAKLAR..... | 79 |
| ÖZGEÇMİŞ..... | 87 |

ÖZET

Ulusal varlık fonları, kuruldukları ülkelerin ekonomik sistemlerinde çok önemli roller üstlenmişlerdir. Bu roller, zaman içinde ekonomik kalkınmadan finansal istikrara kadar geniş bir yelpazeye yayılmıştır. Küreselleşmenin etkisiyle ulusal varlık fonları, dünya ekonomik sistemi içerisinde de güçlü birer oyuncu haline gelmişlerdir. Öte yandan, yönettikleri büyük kaynaklar dikkate alındığında UVF'ler birçok ülke için hala "kapalı kutu" konumundadır. İstisnalar dışarıda tutulacak olursa UVF'lerin birçoğunda şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından eksiklikler bulunmaktadır. UVF'ler, faaliyetleri hakkında kamuoyuyla yeterince bilgi paylaşmadıkları için kendilerine ihtiyatlı yaklaşılmaktadır. UVF'lerin ellerindeki ekonomik güç, egemen bir devlet için risk teşkil edebilecek düzeydedir. Aynı zamanda böyle büyük bir ekonomik kaynaktan faydalanmak isteyen devletler, ekonomik güvenlik ve sıcak para arasında zaman zaman ikileme düşmektedirler.

Ulusal varlık fonu kavramı, Türkiye'nin gündemine 2016 yılında Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluşuyla birlikte girmiştir. TVF'nin, kendine özgü yapısıyla diğer ülke örneklerinden birtakım farklı yönleri bulunmaktadır. TVF, kuruluş şekli, amaçları, kaynakları ve işleyişi bakımından klasik manada bir UVF görünümünde değildir. Bu nedenden dolayı TVF üzerinde, henüz faaliyeti bulunmamasına karşın var olan yasal mevzuattan ve siyasi otoritenin demeçlerinden hareketle çok yoğun tartışmalar yaşanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı genelde UVF kavramını, özelde TVF'yi detaylı bir şekilde incelemektir. Böylelikle bu çalışma, TVF'yi Türkiye için daha bilinir ve anlaşılır kılmak adına oluşturulacak literatüre katkı sağlayabilecektir. Bir diğer ifadeyle bu çalışmayla Türkiye için henüz çok yeni bir kavram olan UVF irdelenerek TVF'nin daha iyi anlaşılabilmesi ve algılanabilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda yöntem olarak genelden özele giden bir yol tercih edilmiştir. İlk bölümde UVF'nin teorik altyapısı verildikten sonra UVF'ler hakkındaki olumlu ve olumsuz görüşler gerekçeleriyle birlikte açıklanmıştır. Sonraki bölümde büyüklükleri, faaliyetleri, kaynakları ve hedefleri gibi faktörler açısından önem arz eden UVF ülke örnekleri irdelenmiştir. Böylece UVF'lere dair teorik ve pratik yön verilerek TVF için bir temel oluşturulmuştur. Son bölümde ise TVF detaylı olarak incelendikten sonra olumlu ve olumsuz görüşler gerekçeleriyle birlikte verilerek bir sentez yapılmaya çalışılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Ulusal Varlık Fonu, Türkiye Varlık Fonu, Santiago Prensipleri, Kalkınma Fonu

ABSTRACT

Sovereign wealth funds (SWF) have played important roles in the economics system of countries in which they were founded. These roles have evolved in time from economic development to financial stabilization. Especially with surge of globalization, sovereign wealth funds have also become a strong player in the world economic system. On the other hand, considering the huge amount of resources SWF manage, they are still considered a closed box in many countries. Apart from the exceptions, majority of SWF have lack of transparency and accountability. SWFs do not share enough information about their operations with the public, and because of this public approach them in cautious. The economic power they hold can be risky for a sovereign country. At the same time, countries that want to get benefit out of such economic resources are in a dilemma between economic security and hot money.

The term of “sovereign wealth fund” has become the part of the Turkish agenda starting with the foundation of Turkish Wealth Fund in 2016. Turkish Wealth Fund is distinct in that it differs from the other cases in several manners with its unique structure. Taking its foundation, objectives, resources and operations into account, TWF is not a classical SWF. Therefore, despite TWF’s inactivity, there has been a lot of discussions and criticisms about its legal legislation and the statements were made by the political authorities.

The purpose of this study is to analyse the concept of sovereign wealth fund in general and specifically focus onto TWF. Doing so will contribute to the literature that tries to explain the TWF to make it known and understandable for Turkey. In other words, in this study, the SWF that is fairly new concept for Turkey, is tried to be examined in details for it to be better understood. To do so, this study explains the term of SWF from the general to the specific. In the first chapter, the theoretical foundations of SWF were explained and the positive and negative arguments were discussed along with their justifications. In the next chapter, the country case examples that can be sample for SWFs, were discussed in terms of their sizes, operations, resources and objectives. Doing so aimed to provide a base for the TWF by providing theoretical and practical background. In the last chapter, once TWF was analysed in details, the positive and negative arguments about it were presented.

Keywords: Sovereign Wealth Funds, Turkish Wealth Fund, Santiago Principles, Development Funds

TABLolar LİSTESİ

| Tablo Nr. | Tablo Adı | Sayfa Nr. |
|-----------|---|-----------|
| 1 | Ulusal Varlık Fonu Tanımları..... | 6 |
| 2 | Yönettikleri Varlık Büyüklükleri açısından ilk 20 Ulusal Varlık Fonu (Nisan 2018).... | 21 |
| 3 | Santiago Uyum Endeksi (Mart 2010) | 27 |
| 4 | Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi (2017/2. Çeyrek Verileri)..... | 29 |
| 5 | Yıllar İtibariyle Ulusal Varlık Fonu Skorbordu..... | 31 |

GRAFİKLER LİSTESİ

| Grafik Nr. | Grafik Adı | Sayfa Nr. |
|------------|--|-----------|
| 1 | 2015 itibariyle UVF'lerin Bölgesel Dağılımı..... | 18 |
| 2 | Kuruluş Yıllarına Göre UVF'lerin dağılımı | 19 |



KISALTMALAR LİSTESİ

| | |
|------|---|
| ADIA | : Abu Dhabi Investment Authority |
| BSMV | : Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi |
| BAE | : Birleşik Arap Emirlikleri |
| CIC | : China Investment Corporation |
| GCC | : Gulf Cooperation Council |
| GIC | : Government of Singapore Investment Corporation |
| GPIG | : Government Pension Fund Global |
| IFSW | : International Forum of Sovereign Wealth Funds |
| IWG | : International Working Group of Sovereign Wealth Funds |
| KHK | : Kanun Hükmünde Kararname |
| KKDF | : Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu |
| LMTI | : Linaburg-Maduell Transparency Index |
| PIF | : Public Investment Fund |
| RDIF | : Russian Direct Investment Fund |
| SAMA | : Saudi Arabian Monetary Authority |
| TBMM | : Türkiye Büyük Millet Meclisi |
| TVF | : Türkiye Varlık Fonu |
| UKF | : Ulusal Kalkınma Fonu |
| UVF | : Ulusal Varlık Fonu |

GİRİŞ

Ortaya çıkışları 1950'li yıllara kadar uzanan ulusal varlık fonları, günümüzde ulaştıkları devasa ekonomik boyutlarla önemli birer ekonomik aktör haline gelmişlerdir. Böylesine büyük bir ekonomik gücü yönetmelerine karşın UVF'lerin kamuoyu nezdinde bilinirliği çok düşük seviyelerdedir. Bu durumun ortaya çıkmasında asıl etken ise UVF'lerin şeffaflık, hesap verebilirlik ve paydaşlarla iletişim konusunda birtakım eksikliklerinin bulunmasıdır. Bu sebeplerden dolayı egemen devletler, kendilerini ekonomik ölçekte tehdit edebilecek ve kontrol edemedikleri bu kadar büyük bir ekonomik güce ihtiyatla yaklaşmaktadırlar. Aynı zamanda bu kadar büyük bir kaynak havuzunun sağlamış olduğu sıcak para avantajından da faydalanmak isteyen devletler bu hususta zaman zaman bir dilemma yaşamaktadırlar. Bir başka ifadeyle UVF'ler, ulus devletler için iki ucu keskin bir bıçak niteliğinde olup bu nedenle devletlerin UVF'lere karşı takındıkları tavır henüz tam manasıyla ortak bir kalıba oturamamıştır. Küresel ekonomik sistem içerisinde, özellikle 2007-2009 Küresel Finans Krizi süresince oynadığı yapıcı rolle sisteme dahil olma adına çok önemli bir aşama kaydeden UVF'ler, bilgi paylaşımı konusundaki katılıklarını ve opaklıklarını aştıklarında, diğer ekonomik oyuncular tarafından 'ne yapacağı kestirilemeyen ekonomik dev' olarak görülmekten kurtulacaklardır.

Ulusal çerçeveden bakılacak olursa 2016 yılında Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluşuyla birlikte ulusal varlık fonu kavramı ülkenin ekonomi gündemine bir anda girmiştir. Dünyada uzun zamandır üzerinde tartışılan ve küresel ekonomik sistem içerisinde değişen/gelişen bir kavram olarak önemini koruyan UVF'ler, Türkiye için yeni ve özgün bir tartışma alanı olarak ortaya çıkmıştır. TVF kurulmadan önce UVF'ler hakkında akademik çalışmalar ve ekonomik tartışmalar sınırlı düzeydeyken sonrasında akademik çevrelerde ve ekonomik platformlarda UVF'ler üzerine daha detaylı incelemeler yapılmaya başlanmıştır. Bu çalışmanın amacı, UVF'lerin teorik temellerinin incelenerek, Türkiye için yabancı olan UVF kavramını daha anlaşılır ve bilinir kılmaktır. Böylece sağlam bir zemine oturmuş olan UVF kavramı ekseninde TVF'yi daha sağlıklı bir şekilde yorumlamak ve analiz etmek hedeflenmektedir.

TVF üzerine belirtilen olumlu ve olumsuz görüşler, fon henüz ulusal ve uluslararası piyasalarda faaliyetlerine başlamadığı için sadece kuruluş kanunu, şirket ana sözleşmesi, Bakanlar Kurulu kararı gibi yasal mevzuat ve dünyadaki diğer UVF örnekleri üzerinden yola çıkarak açıklanmaktadır. Dolayısıyla var olan mevzuata dayanarak yapılan gelecek öngörüler, TVF'nin pratikteki uygulamaları hesaba katılmadan yapıldığından çözümlerinin bir bacağı eksik bırakmaktadır. Benzer şekilde UVF'lerin faaliyetlerinin, kuruldukları ülke ekonomilerine ve

küresel ekonomik sisteme olumlu/ olumsuz birtakım yansımaları olmaktadır. Bu yansımaların, Türkiye örneğinde de aynı sonuçları doğurabileceğinden yola çıkan analizler de tutarlı olmakla birlikte pratik yönü eksik kaldığından bütünüyle sağlıklı bir sonuca ulaştırmaktan uzaktır. Nitekim bu çalışmanın zayıf yönü, TVF'nin henüz faaliyeti bulunmaması sebebiyle ülke ekonomisi üzerindeki etkilerinin görülememesidir.

Çalışmanın asıl hedefi, henüz aşına olmadığı bir ekonomik yapıyı temsil eden UVF'leri teorik düzeyde detaylı bir şekilde inceledikten sonra öncü ve önemli nitelikteki bazı UVF örneklerini irdeleyerek UVF'nin pratikte nasıl işlediğine dair birtakım sonuçlara ulaşmaktır. Böylece TVF'yi analiz etmeye başlamadan önce teorik ve pratik açıdan sağlam bir zemin oluşturmak hedeflenmiştir. Son olarak TVF, detaylı bir şekilde incelenmiş ve son aşamada olumlu ve olumsuz görüşler gerekçeleriyle birlikte verilerek objektif bir sonuca ulaşılmaya çalışılmıştır. Özetle bu çalışmada genelden özele giden bir yöntem izlenmeye çalışılmıştır. İlk olarak ana çerçeveyi oluşturan UVF kavramı ve kavramın anlaşılmasına katkı sağlayan temel unsurlar üzerinde durulmuş olup ardından dünyada varlık büyüklüğü, türü vb. kriterler açısından önem arz eden UVF'ler incelenmiştir. Son olarak ise bu bilgiler ışığında TVF, derinlemesine irdelenmeye çalışılmıştır.

Bu kapsamda ilk bölümde UVF kavramının tanımı üzerinde durulmuş ve kavramın daha iyi algılanabilmesi için tamamlayıcı olması açısından UVF'leri karakterize eden özellikler ve UVF'lerin oluşturulma amaçları açıklanmıştır. Ardından UVF'leri kategorize edebilmek adına UVF türleri amaçlarına göre ve kaynağına göre olmak üzere 2 ana kategori altında sınıflandırılmıştır. UVF'lerin ilk ortaya çıkışından günümüze kadar olan tarihsel sürecin verilmesinin akabinde UVF'lerin anayasası olarak kabul edilen Santiago Prensipleri maddesel bazda incelenmiştir. Santiago Prensipleri, sınırları çizilmemiş bir alanda hüküm süren UVF'ler için bir kılavuz niteliğinde olup UVF'lerin uyması gereken kuralları belirten önemli bir, belki de şu an için tek kaynaktır. Santiago Prensipleri'nin incelenmesinin ardından UVF'leri belirli kriterlere göre sıralamaya tabi tutan bazı endeksler hakkında bilgi verilmiştir. Linaburg-Maduell şeffaflık endeksi (LMTI) UVF'leri şeffaflık düzeylerine göre temel nitelikte bazı kriterler ışığında sıralamaya tabi tutarken Truman Endeksi ise UVF'nin yapısı, yönetişimi, hesap verebilirliği ve şeffaflığı ile UVF'nin idaredeki davranışları olmak üzere 4 ana başlık ve 33 kriter üzerinden UVF'leri puanlamaktadır. Bölümün sonunda ise akademik çevrelerde UVF'ler hakkında beyan edilmiş olumlu ve olumsuz görüşler gerekçeleri de açıklanarak verilmiştir.

İkinci bölümde ise büyüklükleri, türleri, kaynakları gibi ayırıcı özellikleri açısından UVF piyasasının genelini yansıttığı düşünülen örnek ülke UVF'leri genel hatlarıyla irdelenmiştir. Böylelikle ilk bölümde anlatılan teorik altyapının pratik düzeyde nasıl işlediği gösterilmeye çalışılmıştır. Örnek ülkelerin ilki olan Norveç varlık fonu (GPF), petrol geliriyle finanse edilmekte olup şeffaflık düzeyiyle ve hesap verebilirliğiyle tüm UVF'lere örnek olarak

gösterilmektedir. GPFG ayrıca varlık büyüklüğü açısından tüm UVF'ler arasında ilk sırada yer almaktadır. İkinci örnek UVF, Orta Doğu'da bulunan ve petrol gelirleriyle kurulmuş olan ADIA'dır (Abu Dhabi Investment Authority). ADIA fon büyüklüğü açısından dünyada 3. sırada olup şeffaflık açısından Orta Doğu'daki diğer fonlara benzer şekilde düşük seviyelerdedir. Üçüncü örnek UVF, fon birikimi ticari fazladan kaynaklanan Çin'e aittir. China Investment Corporation (CIC), Çin'in özellikle küreselleşmenin ve dışa açılmanın ardından büyük sıçrama yapan ticari fazlasını değerlendirmek amaçlı kurulmuş olup Çin'in sahip olduğu en büyük, dünya sıralamasında ise GPFG'nin ardından ikinci büyük UVF'dir. Dördüncü ve son örnek UVF ise Çin'e benzer şekilde dış ticaret fazlası sonucu oluşan fon birikimini değerlendirmek amaçlı kurulan Singapur'a ait Temasek Holding'dir. Temasek, özel hukuk hükümlerine tabi bir şirket gibi faaliyet göstermekte olup aynı zamanda Singapur devleti için stratejik önemi haiz sektörlerde, devlet yatırımlarını yönetme ve geliştirme görevini üstlenmiş bir ulusal kalkınma fonu olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.

Son bölümde ise Türkiye Varlık Fonu, detaylı bir incelemeye tabi tutulmuştur. İlk etapta TVF'nin kuruluşu ve yönetim yapısının ardından TVF'nin amaçları, kuruluş kanunu ve TBMM'ye sunulan kanun gerekçesi ışığında açıklanmıştır. Daha sonra TVF'nin kaynakları, kendisine aktarılan portföy detaylandırıldıktan sonra fonun işleyişine, faaliyetlerine dair bilgi verilmiştir. TVF'nin UVF sistematiği içerisinde hangi fon kategorisine dahil edilebileceği gerekçeleriyle açıklandıktan sonra TVF'ye yönelik eleştirilerin odak noktasında olan TVF'nin denetimi hususuna değinilmiştir. Son aşamada ise gündemdeki tartışmalar çerçevesinde TVF hakkında beyan edilmiş olumlu ve olumsuz görüşler gerekçeleriyle birlikte verilmiştir.

Sonuç olarak bu çalışmayla TVF'nin, UVF sistematiği içerisinde nereye konumlandırılması gerektiği sorusuna cevap aranmaktadır. Bünyesinde barındırdığı farklı özellikleriyle ve özgün yapısıyla klasik manada bir UVF görüntüsü çizmeyen TVF'nin, diğer UVF'lerle benzer olduğu kadar farklı yönleri de bulunmaktadır. Nitekim TVF incelemesinin sonuç bölümünü oluşturan olumlu/olumsuz görüşler kısmında eleştiriler ağırlıklı olarak dünya örnekleri üzerinden yola çıkarak yapılmakta olup eleştirilerde çoğunlukla genel UVF tipolojisinden farklı yönler üzerine vurgu yapılmaktadır. TVF'nin kuruluşundan kaynaklarına, faaliyet konularından türüne, amaçlarından denetimine kadar birçok alanda dünya örneklerinden farklı ve kendine has özellikleri bulunmaktadır. Bu koşullar altında, çalışmada TVF'nin benzersiz (sui generis) bir yapı olup olmadığı ve UVF kavramıyla benzer yönleri olan ama temel bazı noktalarda önemli farklılıkları da bulunan TVF'nin, genel UVF tipolojisi içerisindeki yeri irdelenmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KÜRESEL EKONOMİK SİSTEM İÇERİSİNDE GÜÇLENEN BİR OYUNCU OLARAK ULUSAL VARLIK FONU

Ortaya çıkış süreci 1950’li yıllara kadar uzanan Ulusal Varlık Fonları (UVF), 1970’li yılların ortalarında meydana gelen petrol krizi sonucu Orta Doğu ülkelerinde yaşanan fon birikimi (Atangana, 2013: 10;), 1980’li yılların ardından dünya genelinde ticaretin serbestleşmesi sonucu Asya’nın doğusuna kayan sermaye (Kayıran, 2016; 56) ve en genel çerçeveden bakılacak olursa 2000’li yıllarda ivmelenen küreselleşmenin etkisiyle, yıllar içerisinde güç kazanmıştır. Böylesine büyük bir ekonomik gücü elinde tutan UVF’lerin hala birçok ülke açısından “kapalı kutu” konumunda olmaları, egemen devletlerin bu fonlara temkinli yaklaşımlarına sebebiyet vermektedir. Nitekim UVF’ler, henüz sınırları net bir şekilde belli olan, hukuki altyapısı tamamlanmış, kamuoyuyla iletişimi açık ve şeffaf olan bir ekonomik oyuncu grubunu temsil etmemektedir (Beck ve Fidora, 2008: 13). Bilakis istisnalar hariç tutulacak olursa UVF’ler homojen olmayan, kamuoyuyla bilgi paylaşımı yetersiz ve ekonomik gücünü siyasi amaçlarla kullanma ve stratejik sektörlere yatırım yapma ihtimali ile egemen devletler için risk teşkil edebilecek bir kaynak havuzunu ifade etmektedir (Chhaochharia ve Laeven, 2009: 29). Bu bağlamda, özellikle Türkiye açısından bakıldığında, UVF’lerin daha da yeni ve yabancı bir kavram olduğunu ve ülke gündemine 2016 yılında Türkiye Varlık Fonu’nun (TVF) kuruluşuyla birlikte girdiğini söyleyebiliriz.

Çalışmanın bu bölümünde, UVF kavramının teorik altyapısı verilerek UVF’leri daha bilinir ve anlaşılır kılmak hedeflenmektedir. Bu kapsamda ilk olarak farklı bakış açıları göz önünde bulundurularak geniş çerçeveli bir UVF tanımı yapılmaya çalışılmış olup sonrasında kavramsal açıdan UVF’lerin ayırıcı özellikleri ve oluşturulma amaçları irdelenmiştir. Ardından UVF türleri, amaçlarına ve kaynaklarına göre bir sınıflandırma yapılarak açıklanmış olup akabinde kuruluşundan günümüze UVF’lerin tarihsel süreci üzerinde durulmuştur. Bir sonraki kısımda, UVF’lerin hukuki temellerini oluşturmaya ve sınırlarını çizmeye çalışan ve bir nevi UVF’lerin anayasası olarak kabul edilen Santiago Prensipleri açıklanmış ve UVF’ler için kullanılan temel endeksler hakkında bilgi verilmiştir. Son olarak UVF’ler hakkında akademik literatürde yer alan olumlu ve olumsuz görüşler irdelenerek UVF’ler hakkında genel manada bir sentez yapılmaya çalışılmıştır.

1.1. Ulusal Varlık Fonu Nedir?

İngilizce’de “Sovereign Wealth Funds”, Fransızca’da “Les Fonds Souverains” olarak isimlendirilen ulusal varlık fonlarının evrensel olarak kabul edilmiş, kesin bir tanımı bulunmamaktadır. “Sovereign Wealth Funds” kavramını ilk defa kullanan Rozanov’a (2005: 1) göre genel olarak ulusal varlık fonları, yıllar boyu süregelen olumlu makroekonomik, ticari ve mali pozisyonlar sayesinde birikmiş ulusal bütçe fazlasının uzun vadeli bütçe planlaması ve harcama kısıtlamasıyla birlikte gitmesinin bir yan ürünüdür.

Ulusal varlık fonu kavramı, her ne kadar kökeni 1950’li yıllara kadar uzansa da güncel ekonomik literatürde hala yeni ve gelişmekte olan bir fenomen olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle 2007-2009 Küresel Finans Krizinde oynadığı rolün ardından finansal mimarideki yeri tartışılmaya ve sorgulanmaya başlayan UVF’ler için farklı yazarlar, farklı açılardan bakarak tanımlamalar yapma yolunu seçmiştir. Gieve (2008: 1), ulusal varlık fonlarını; merkez bankalarının döviz rezervlerine kıyasla, daha yüksek risk toleransı ve daha yüksek getiri beklentisiyle yabancı varlıklarını yöneten bir kamu yatırım aracı olarak tanımlarken Truman (2008: 1) ise UVF’leri; devlet sahipliğinde veya kontrolünde olan, uluslararası varlıkları da içeren bir finansal varlık havuzu olarak tanımlamıştır.

Balding (2008: 10), UVF’leri, devlet veya devlete bağlı bir oluşum tarafından kontrol edilen, risksiz getiri oranının üzerinde getiri hedefleyen varlıklara yatırım yapan bir sermaye havuzu olarak ifade ederken Atkinson (2015: 176), kavrama daha çok eşitlik bağlamında yaklaşarak UVF’leri, kuşaklar arası zenginliği aktaran, böylece eşitliğe katkıda bulunan ve devletin net değerini arttıran bir araç olarak nitelemektedir.

Türkiye’de özellikle Türkiye Varlık Fonu’nun 2016 yılında kurulmasının ardından, UVF’ler akademik çevrelerde daha yoğun bir şekilde tartışılmaya başlamıştır. Ulusal varlık fonları, TVF kurulmadan önce üzerinde uzlaşmaya varılmış bir isimlendirmeye sahip değilken çeşitli kaynaklarda “Egemen Varlık Fonları”, “Ulusal Varlık Fonları”, “Devlet Yatırım Fonları”, “Ulusal Refah Fonları”, “Hazine Varlık Fonları”, “Ulusal Kalkınma Fonları” gibi farklı isimlendirmelere rastlanılmaktaydı. Türkiye’de UVF kavramı üzerine tartışmalar henüz çok yeni olmakla birlikte akademik dünyaya paralel olarak sınırlı sayıda yurt içi çalışmada da kesinleşmiş bir UVF tanımı bulunmamaktadır. Eğilmez’e (2016) göre dar çerçeveden bakılacak olursa UVF’ler, çeşitli finansal varlıklara yatırım yaparak gelirini artırmayı hedefleyen, devletin sahipliği ve yönetimi altında çalışan fonlar olarak açıklanmaktadır. Ayrıca Hacıhasanoğlu ve Soytaş (2010: 5), UVF’leri, tümüyle devlet kontrolünde kurulan, yükümlülükleri sınırlı olan veya bulunmayan, yüksek risk toleransına sahip, uzun dönemli yatırımcılar olarak tanımlarken Kayıran ise (2016: 58) UVF’leri devlet sahipliğinde olan fakat Merkez Bankası veya Maliye Bakanlığı tarafından yönetilmeyen,

bağımsız bir kurumsal kimliğe sahip olan ve uzun dönemde ticari getiri amacıyla yatırım yapan kurumlar olarak tarif etmektedir.

Her ne kadar üzerinde mutabakata varılmış bir “Ulusal Varlık Fonu” tanımı bulunmasa da Tablo 1’de, küresel ekonomik sistemde söz sahibi olan ve/veya ulusal varlık fonları üzerinde uzmanlaşmış çeşitli kurumların UVF tanımları verilmiştir.

Tablo 1: Ulusal Varlık Fonu Tanımları

| Tanımlı 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 fonları ya da düzenlemeler olarak tanımlanmaktadır. Devlet tarafından makroekonomik amaçlar için oluşturulan UVF’ler, finansal hedeflerine ulaşmak için 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, özelleştirme gelirleri, mali fazlalıklar ve/ya da mal ihracatından kaynaklanan kazançlarla finanse edilir. |
| OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) | UVF’ler, ulusal hedeflere ulaşmak için devletin doğrudan ya da dolaylı olarak sahip olduğu ve yönettiği bir varlık havuzudur. |
| Sovereign Wealth Fund Institute | Bir UVF, genel olarak ödemeler dengesi fazlalığı, resmi döviz işlemleri, özelleştirme gelirleri, transfer ödemeleri, mali fazlalıklar ya da kaynak ihracatından kaynaklanan devlete ait yatırım fonu veya kuruluştur. Ulusal varlık tanımı; para otoriteleri tarafından geleneksel para politikası hedefleri ve ödemeler dengesi için tutulan döviz rezervlerini, geleneksel manada devlet sahipliğindeki şirketleri, devlet memurlarına ait emeklilik fonlarını (çalışan ve işveren katkılarıyla finanse edilen), bireysel fayda amacıyla yönetilen varlıkları içermez. |
| U.S. Department of the Treasury | UVF’ler, döviz varlıkları tarafından finanse edilen, resmi rezervlerden ayrı olarak yönetilen yatırım araçlarıdır. |

Kaynak: Koch-Weser ve Haacke, 2013: 45

1.2. Ulusal Varlık Fonları’nın Karakteristik Özellikleri

Uluslararası finansal piyasalarda boyutları ve etkileri yıllar itibariyle artış gösteren ulusal varlık fonlarının genel kabul görmüş bir tanımı bulunmamaktadır. Bu sebeple fonların temel özelliklerinin ortaya konulması, kavramın anlaşılması açısından daha pratik bir yaklaşım olarak görülmektedir. Bu bağlamda UVF’lerin dört temel özelliğinden bahsetmek mümkündür (Beck ve Fidora, 2008:6):

1. UVF’lerin sahibi devlettir.
2. UVF’lerin yükümlülüğü yoktur ya da oldukça sınırlıdır. Bu sayede klasik fonlara kıyasla daha yüksek risk toleransına sahiptirler.
3. UVF’ler, resmi döviz rezervlerinden farklı olarak yönetilirler.
4. UVF’lerin tamamı veya önemli bir kısmı yabancı ülke varlıklarında değerlendirilmektedir.

Singh'e (2008:5) göre ise genel olarak UVF'lerin 6 ana karakteristik özelliği bulunmaktadır:

1. UVF'ler devlet mülkiyetindeki fonlardır
2. Resmi döviz rezervlerinden ayrı olarak yönetilirler
3. Yüksek oranda kurdan etkilenme riskiyle karşı karşıyadırlar
4. Emeklilik fonlarının aksine UVF'lerin açık yükümlülükleri bulunmamaktadır
5. Yüksek risk toleransına sahiptirler
6. Uzun vadeli yatırım ufukları bulunmaktadır.

Akademik literatürde yaygın olarak benimsenmiş bir UVF tanımı bulunmamasına karşın çeşitli yazarlar bu fonların ortak özelliklerinden yola çıkarak UVF'leri tanımlama yolunu seçmişlerdir. Bu paralelde Delacour, UVF'leri tanımlarken bütün UVF'lerde ortak olan 7 karakteristik özellik sıralamıştır (2009: 21-22):

- 1- UVF'ler devlet sahipliğinde veya kontrolündedir. Bu özellik "egemenlik" kavramıyla ilintili olup UVF'lerin özel sermaye fonlarından ve spekülasyon amaçlı fonlardan ayırt edilmesinde bir ölçüt olarak görülebilir.
- 2- UVF'ler devletin hammadde veya mamul madde ihracatından ve bütçe fazlalarından kaynaklanan döviz rezervlerini yönetirler.
- 3- Bu fonlar, para otoritelerince resmi rezervlerden farklı şekilde yönetilirler ve bu özellik sayesinde Merkez Bankalarından ayrılırlar.
- 4- UVF'ler, özellikle tasarrufların nesiller arası aktarımı ve Gayri Safi Yurt İçi Hasılanın çeşitlendirilmesi gibi belirli makroekonomik hedeflere ulaşmayı amaçlar.
- 5- UVF'ler uzun vadeli yatırım stratejileri izlemekte olup bu durum da risk iştahını teşvik eder.
- 6- UVF'ler özellikle dış varlıklara yatırım yapmakta olup sadece yurt içi varlıklara yatırım yapan fonlar UVF kapsamı dışında tutulur.
- 7- Emeklilik fonlarından farklı olarak UVF'lerin açık yükümlülükleri yoktur ya da çok azdır. Borç kullanımları da benzer şekilde ya yoktur ya da çok sınırlıdır.

Bir diğer görüşe göre Ulusal Varlık Fonlarının belirleyici özellikleri şu şekilde belirtilmiştir (SIL, 2016: 9):

1. Doğrudan egemen bir devlet sahipliğindedir.
2. Devletin diğer mali ve siyasi kurumlarından bağımsız olarak yönetilirler.
3. Açık ve belirgin emeklilik yükümlülükleri bulunmamaktadır.
4. Ticari getiri amacıyla farklı finansal varlık çeşitlerine yatırım yaparlar.
5. Kamuya açık olan yatırımlarının önemli bir bölümünü uluslararası piyasalarda yaparlar.

Bazı bakış açıları ise UVF'leri tanımlarken mülkiyet, yükümlülük ve faydalanıcı üçgeninden yola çıkmayı tercih etmiştir. Bunlara göre UVF'ler devlet mülkiyetinde ve dereceleri değişkenlik göstermekle birlikte devlet kontrolündedir. Ayrıca UVF'lerin ya doğrudan dışsal (devlet harici) yükümlülükleri bulunmamaktadır ya da çok sınırlı düzeyde yükümlülükleri bulunmaktadır. Son olarak ise UVF'ler devletin, dolayısıyla ülkenin vatandaşlarının çıkarlarına ve hedeflerine göre yönetilirler (Monk, 2008: 3; Clark vd., 2013: 16).

Görüldüğü üzere UVF'leri, bu fonların özelliklerinden yola çıkarak tanımlama yoluna gitmek genel bir kavramsal çerçeve çizilmesi açısından faydalı görülmele birlikte yine de UVF'lerin karakteristik özellikleri konusunda farklı yazarların farklı bakış açıları, kesin bir tanımlama yapılmasını güçleştirmektedir.

1.3. Ulusal Varlık Fonlarının Oluşturulma Amaçları

Bir ülke eğer bütçe fazlası veriyorsa bu fazlayı 4 şekilde kullanabilir (Eğilmez, 2016):

1. Kamu harcamalarını artırma yoluna gidebilir.
2. Mevcut mali yükü azaltabilir.
3. Devlet borçlarını vadesinden önce ödemeye tabi tutabilir.
4. Bir varlık fonu kurarak bütçe fazlasını buraya aktarır ve bu fon aracılığıyla ulusal ya da yabancı bazı finansal varlıkları satın alıp gelirlerini artırmaya çalışarak gelecek nesillere zenginliği aktarma yoluna gidebilir.

Genel olarak bir ülkenin elinde bulunan tasarruf fazlasını, ekonominin uzun dönemli istikrarı ve gelecek nesillerin refahını artırmak amaçlı yatırımlara kanalize etmek için kurulan UVF'lerin oluşturulma amaçları, birçok faktöre bağlı olarak farklılıklar arz edebilmektedir.

Ayrıca UVF'lerin amaçları bağlı olduğu ülkeye özgü koşullarla doğrudan ilintili olup bu amaçlar zaman içerisinde değişim ve gelişim göstermektedir. Kaynak zengini ülkelerde kurulmuş birçok fon, çoklu amaçlara sahiptir: Örneğin istikrar/ tasarruf fonu (Azerbaycan, Botsvana, Trinidad-Tobago ve Norveç), tasarruf/ emeklilik fonu (Avustralya) veya istikrar/ tasarruf/ kalkınma fonu (Kazakistan) gibi (Al-Hassan vd., 2013: 6).

UVF'lerin oluşturulması sürecinde ülkeden ülkeye farklı sebepler etkili olmaktadır. Bunlardan bazıları aşağıdaki şekilde sıralanabilir (<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>):

1. Genel ekonomiyi ve bütçeyi gelirdeki özellikle de ihracattaki yüksek dalgalanmaların etkilerinden korumak ve makroekonomik istikrarı sağlamak.

2. Ülke ekonomisini, yenilenemeyen emtia ihracatı dışındaki alanlarda da güçlü ve rekabetçi olabilmesi için çeşitlendirmek.
3. Resmi döviz rezervlerine kıyasla daha yüksek getiri elde edebilmek.
4. Para otoritesinin elindeki fazla/ istenmeyen likiditenin emilerek para politikasında etkinliğin ve etkililiğin oluşmasına yardımcı olmak.
5. Ülkenin sahip olduğu zenginliğin bir kısmının gelecek nesillere aktarılması için tasarrufları artırmak.
6. Sosyal ve ekonomik kalkınmayı finanse etmek.
7. Kaynak ülke için uzun dönemli, sürdürülebilir bir sermaye yapısının oluşmasına yardımcı olmak.
8. Kaynak ülke için uluslararası politikada, stratejik bir araç olmak.

Farklı bir açıdan bakıldığında ise ülkelerin varlık fonu kurmasında 5 ana amaç öne çıkmaktadır (Özkul, 2017):

1. Ödemeler dengesi fazlasından, bütçe fazlasından veya doğal kaynak ihracatından elde edilen gelirle yaratılan tasarrufları, verimli ve uzun vadeli olarak en iyi şekilde değerlendirmek.
2. Eldeki fazla kaynaklar ile fonu besleyerek, kriz dönemlerinde veya emtia fiyatlarındaki düşüş/dalgalanma dönemlerinde, ekonomiyi destekleyecek/dengeleyecek güçlü bir rezerve sahip olmak.
3. Bugünün tasarruf fazlasını hemen harcamalara yönlendirmek yerine, en iyi şekilde değerlendirerek gelecek nesillerin zenginliğine de katkıda bulunmak.
4. Maden, petrol ve doğalgaz ihracatından elde edilen yüksek gelirin, ekonominin genelinde rehabet ve dengesizlikler yaratmasını engellemek.
5. Ulusal Varlık Fonunun yurt dışında yaptığı yatırımlar aracılığıyla ülkenin uluslararası alandaki etkinliğini artırmak.

UVF'ler kendi kaynak ülkelerindeki, yenilenemez kaynaklardan elde edilen gelirlerin tasarrufunu ve bu gelirlerin nesiller arası transferini kolaylaştırmanın yanı sıra emtia ihraç fiyatlarındaki değişimlerin yol açtığı ani sıçrama ve şokları azaltmaya da yardımcı olmaktadır. Bu sayede UVF'ler, ülkeler arasındaki emtia fazlalıklarından elde edilen gelirlerin daha verimli bir şekilde dağıtılmasını kolaylaştırabilir ve küresel ve domestik finansal stres zamanlarında piyasadaki likiditenin artmasına yardımcı olabilir (Allen ve Caruana, 2008: 4).

Küresel ekonomik sistem içerisinde yıllar itibariyle etkinliğini artıran UVF'ler, günümüzde birçok ülke tarafından farklı amaçlarla, farklı hedeflere, farklı stratejilerle ulaşabilmek için kurulmaktadır. Dolayısıyla mali piyasalarda hala yeni bir fenomen olan UVF'ler için homojen bir yapıdan bahsetmek mümkün değildir. Benzer şekilde UVF'lerin amaçları da ulusal ekonomiyi

istikrara kavuşturılmaktan ekonomik kalkınmayı teşvik etmeye, gelecekteki harcamaların finansmanından uzun vadeli ulusal tasarrufların biriktirilmesine kadar geniş bir yelpazede çeşitlilik göstermektedir. Sonuç olarak bu fonların amaçları genellikle çoklu nitelikte olup UVF'leri tek bir amaca göre sınıflandırmanın zor olduğu söylenebilir (Raymond, 2010: 2).

1.4. Ulusal Varlık Fonu Türleri

Ulusal varlık fonlarının genel görünümüne baktığımızda ekonomik, siyasi ve kültürel durumu birbirinden çok farklı olan ülkelerin birbirlerinden farklı amaç ve beklentilerle bu fonları oluşturduğu görülmektedir. Zaten heterojen bir sınıf olan UVF'ler, halen bir evrim sürecinde olup birçok örnek vakada UVF'ler için ana amaç/ ortak nokta gelir istikrarı olarak ortaya çıkmaktadır (Bortolotti vd., 2009: 5). Küreselleşen ekonomik sistem içinde etkisi, büyüklükleri ve yapıları sürekli bir gelişim halinde olan UVF'ler, henüz sisteme entegre olma sancılarını atlattıkları olup çağın gereklerine göre gelişmeye ve değişmeye devam etmektedir.

Aslında ulusal varlık fonları, temel manada bir ülkenin fazlalık döviz rezervlerini ve gelirlerini yönetmek için kurulurlar (The Corner House, 2008: 9). Bu ortak çatı altında inşa edilen UVF'lerin finansmanı da ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. UVF'ler, 3 farklı strateji ile finanse edilmektedir: İlk olarak, doğal kaynak ihracatı yapan ülkeler, genellikle devlet tarafından sahip olunan veya vergilendirilen emtialarının gelirleri yoluyla UVF'lerini finanse eder. Norveç ve Birleşik Arap Emirlikleri'nin UVF'leri bu sınıf içerisine girer. İkinci yol ise ticaret fazlası (doğal kaynak harici) sonucu oluşan döviz rezervi fazlalarından yapılan varlık transferidir. Singapur, Çin ve Güney Kore varlık fonlarını bu şekilde finanse etme yolunu seçmişlerdir. Üçüncü olarak ise tüm UVF'lerin kısmi de olsa finanse edilme yöntemlerinden bir tanesi olan uluslararası piyasalardan sağlanan devlet borçlarıdır. Devlet, bu borçların tamamının harcanmaması durumunda bakiye kısmı ya rezervlere ya da UVF'lere aktarma yolunu tercih edebilir (Balin, 2008: 4). Yaratılan bu kaynaklarla belirlediği hedeflere ulaşmak ve amaçlarını gerçekleştirmek için UVF kurma yolunu seçen egemen devletlerin sayısı yıllar itibarıyla artış göstermektedir.

Birçoğu doğal kaynak ihraç eden ülkelere ait olan UVF'ler, büyük ve gün geçtikçe büyüyen bir tasarruf havuzunu oluşturmaktadır. Nesiller arası servet aktarımı da dahil olmak üzere uzun vadeli hedeflere sahip olan UVF'ler, geleneksel olarak dış varlıklara, özellikle de sterilizasyon ve yerli yatırım fırsatlarının bulunmaması gibi bir takım nedenlerle büyük pazarlarda işlem gören menkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar (Gelb vd., 2014: 2). İktisadi, siyasi, kültürel, coğrafi vb. birçok farklı değişken tarafından etkilenen UVF'ler için kesin ve köşeleri belirlenmiş bir sınıflandırma yapabilmek oldukça güç olup literatürde genel kabul görmüş sınıflandırmalar ise UVF'lerin amaçlarına ve kaynağına göre yapılmıştır.

1.4.1. Amaçlarına Göre

Ulusal varlık fonları, amaçlarına göre çeşitli sınıflandırmalara tabi tutulmakla birlikte IMF kaynaklı bazı araştırmalarda başlıca 5 gruba ayrılmaktadır (Allen ve Caruana, 2008: 5), (Das vd., 2009: 9):

1. İstikrar Fonları,
2. Tasarruf Fonları,
3. Rezerv Yatırım Fonları,
4. Kalkınma Fonları,
5. Emeklilik Rezerv Fonları.

Yine IMF kaynaklı başka bir çalışmada ise “kalkınma fonları” UVF sınıflandırmasından çıkarılarak dörtlü ayırım benimsenmiştir (Kunzel vd., 2011: 4-5).

1.4.1.1. İstikrar Fonları

İstikrar fonlarının temel amacı, başta petrol gibi doğal kaynaklar olmak üzere, temel ürünlerin fiyatlarındaki veya bunlardan elde edilen gelirlerdeki dalgalanmalardan kaynaklanabilecek sorunların önüne geçmektir (Akbulak, 2008: 4). Aslında istikrar, ekonominin sürdürülebilirliği ve nesiller arası refah transferi, bütün UVF’lerin genel amaçları olarak düşünülse de istikrar fonları diğer fon türlerinden farklı olarak ekonomiyi uzun vadede dışsal şoklardan kaynaklanan dalgalanmalardan korumayı ve istikrarı sürdürmeyi hedeflemektedir.

Bu açıdan bakıldığında istikrar fonları, özellikle petrol fiyatlarının dış ticaret dengesini etkilediği ekonomilerde kurulmaktadır ve bu fonların ana hedefinin, bütçe rakamlarının doğal kaynak fiyatlarındaki dalgalanmalardan izole edilerek ekonominin genel dengelerinin korunmasını sağlamak olduğu söylenebilir (Allen ve Caruana, 2008: 5).

Uzun vadeli yatırım ufkuna sahip olan UVF’ler, gerektiği hallerde piyasanın likidite ihtiyacını karşılayarak piyasadaki oynaklığı azaltmakta ve finansal piyasalarda istikrarı sağlayıcı bir rol üstlenmektedir (Gomes, 2008: 1). Yaşanan kriz dönemlerinin getirdiği tecrübelerden yola çıkarak UVF kurmayı tercih eden ülkeler, ana amaç olarak istikrarı hedeflemektedir. Ülke ekonomisinin temeli olan doğal kaynağın fiyatında yaşanan aşağı/ yukarı yönlü hareketliliğin (1970’lerdeki petrol krizi örneğindeki gibi) ülke ekonomisinde dalgalanmalar yaratmasını engellemek ve istikrarı gelecek yıllara yaymak, istikrar fonları için temel amaçlar olarak sayılabilir.

UVF’ler, servetlerini korumak ve gelecek kuşaklara taşımak isteyen devletler tarafından kurulurlar. Devletler için yatırımlarını çeşitlendirmek ve uzun vadede getirilerini en üst düzeye

çıkarmak için önemli seçeneklerden bir tanesi haline gelen UVF'ler, bu sayede devletin elindeki kaynakların, ekonominin sürdürülebilirliğini ve istikrarını sağlamada etkin bir araca dönüşmesini sağlamaktadır (The Corner House, 2008: 11).

İstikrar fonlarından, ekonomik kriz dönemlerinde dalgalanmaların tersi yönde hareket etmesi beklendiği için genellikle bu fonlar, devlet tahvilleri gibi nispeten düşük getirili, kısa/orta vadeli ve sabit getirili araçlara yatırım yaparlar. Bu açıdan bakıldığında istikrar fonları likit varlıklar tutan resmi rezervlerle paralellik gösterir (Kayıran, 2016: 63). İran, Şili ve Rusya'ya ait UVF'ler bu tür kapsamında değerlendirilebilir.

1.4.1.2. Tasarruf Fonları

Devletin net değeri, gelecek kuşaklara aktardığımız değerlerin bir ölçüsüdür ve bir ulusal varlık fonunun kuruluşu, kuşaklar arası eşitliği sağlamak için bir araçtır (Atkinson, 2015: 176). Zaten özünde tüm varlık fonlarının ortak amacı, mevcut serveti gelecek kuşaklara aktarmaktır (Atangana, 2013: 27). Devlet, bu hedefe yönelik olarak çeşitli şekillerde tasarruf etme yolunu seçebilir ve bu tasarruf yöntemleri zamana, ülkenin siyasi, mali, coğrafi vb. durumuna, dünyadaki genel ekonomik konjonktüre vb. göre değişkenlik gösterebilir. Ulusal varlık fonu aracılığıyla tasarruf etme düşüncesi de görece yeni olup bu bağlamda fon türlerinin çerçevelerinin henüz tam anlamıyla keskinleşmediği söylenebilir.

Tasarruf fonlarının kuruluş amacı, sahip olunan yenilenemeyen kaynakların gelecek kuşaklara aktarılması olarak belirlenmiştir. Bu fonlar aracılığıyla, bir dönemlik elde edilen gelirler uzun dönemli çeşitlendirilmiş yatırımlara çevrilebilmekte ve Hollanda Hastalığı'nın¹ etkileri hafifletilebilmektedir (Allen ve Caruana, 2008: 5). Başka bir deyişle, tasarruf fonlarının ana amacı, sahip olunan doğal kaynaklar gibi yenilenemeyen varlıkların, gelecek kuşaklar için çeşitlendirilmiş varlıklardan oluşan bir portföye dönüştürülmesi yoluyla bugünün refahının gelecek kuşaklara aktarılabilmesidir (Akbulak, 2008: 4).

Tasarruf fonları, uzun dönemde refahı korumak ve gelecek nesiller için devam ettirebilmek adına resmi rezervlere kıyasla daha yüksek getiri elde edebilecekleri yurtdışındaki uzun vadeli, yüksek riskli, hisse senedi vb. tarzı finansal araçlara yatırım yaparlar (Kayıran, 2016: 63). Abu Dabi, Libya ve Rusya'ya ait fonlar, tasarruf fonu çerçevesi içerisinde kabul edilebilir.

¹ Literatürde "Dutch Disease" diye geçen bu kavram bir ülkede ekonomik getirisi yüksek olan zengin doğal kaynaklarının bulunmasının imalat sanayi üzerindeki (üretimi azaltıcı ve rekabet gücünü zayıflatıcı) olumsuz etkilerini açıklamak üzere kullanılmaktadır. 1960'lı yılların başlarında Hollanda'da zengin doğalgaz yataklarının bulunmasının ardından görülmesi sebebiyle Hollanda Hastalığı adını almıştır (Bal, 2011 :97,102).

1.4.1.3. Rezerv Yatırım Fonları

Ulusal varlık fonları, ülkelerin makroekonomik yönetiminde önemli bir role sahiptir ve bu nedenle diğer hükümet kurumlarıyla yakın koordinasyon içinde olmalıdırlar. Aynı zamanda UVF'lerin varlıkları ve kazandıkları getiriler, birçok alanda (kamu maliyesi, parasal koşullar, dış hesaplar, bilanço dengeleri gibi) kayda değer bir etkiye sahip olabilir (Al-Hassan vd., 2013: 7). Bu bağlamda rezerv yatırım fonlarının amacı, ülkenin rezerv varlıklarının çeşitli yatırım araçlarında değerlendirilerek karlılığının artırılması, bütçe fazlası verilen dönemlerde yapılan yatırımların getirileri ile bütçe açığı verilen dönemlerin kompanse edilebilmesidir (Akbulak, 2008: 4).

Başka bir ifadeyle rezerv yatırım fonları, devletlerin resmi rezervlerinin bir kısmının, klasik manada risksiz ve düşük getirili alanlarda değerlendirilmesinin aksine yüksek getiri hedefiyle daha agresif bir yatırım aracı olarak kullanılmasıdır. Dönemsel olarak fazla artış gösteren resmi döviz rezervlerinin gelecek kuşakların da bu refahtan faydalanabilmesi adına yüksek getiri sağlayacak şekilde yönetilebilmesi için kimi devletler bu tür UVF'ler kurma yoluna gidebilmektedir. Varlıkları, sıklıkla resmi devlet rezervlerinin içerisinde sayılan rezerv yatırım fonları devlet rezervlerinin gelirlerini artırmak amacıyla kurulurlar (Allen ve Caruana, 2008: 5). Bu şekilde riski ve haliyle getirisi az, görece atıl durumda olabilen resmi rezervler daha verimli bir şekilde kullanılabilir.

Rezerv yatırım fonları/ şirketleri temel olarak döviz rezervi fazlalarını yönetmek için kurulmuş fonlardır. Geleneksel rezervlerden farklı olarak yüksek getiri elde edebilmek için hisse senedi ve diğer finansal araçlara yatırım yaparlar. Portföyleri çok çeşitlendirilmiş ve genellikle uzun vadeli olan rezerv yatırım fonları, ihtiyaç duyulduğunda ülkenin dış hesaplarını ve döviz kuru politikalarını desteklemek amacıyla da kullanılabilirler (Kayıran, 2016: 63-64). Bu fonlara örnek olarak Çin, Güney Kore ve Singapur'a ait UVF'ler sayılabilir.

1.4.1.4. Kalkınma Fonları

Kalkınma fonları, ülkenin altyapı yatırımlarının, sosyo-ekonomik projelerinin finansmanını sağlamak ve sanayi politikalarını desteklemek için kurulan fonlar olup genellikle uzun dönemli ve riskli yatırım alanlarına yönelirler. Bu fonlara örnek olarak Birleşik Arap Emirlikleri, İran, Singapur ve Malezya gösterilebilir (Kayıran, 2016: 63-64). Hem finansal hem de reel sektör açısından bakıldığında yerli unsurlar için itici bir katalizör ve zaman zaman da vizyoner bir lider görevi üstlenen kalkınma fonları ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerde kurulmaktadır. Ayrıca bu fonlar, ulusal varlık fonlarının özellikleri arasında bahsi geçen “yurtdışına yatırım yapma eğilimi” ve “ticari getiri elde etmek amacıyla yatırım yapma” gibi ölçütler açısından değerlendirildiğinde diğer ulusal varlık fonu türlerinden ayrıksı durmaktadır. Bu sebeplerden ötürü bazı kaynaklarda kalkınma fonları, ulusal varlık fonu tipolojisi içerisinde yer almamaktadır.

Kalkınma fonları, genellikle altyapı öncelikli olmak üzere sosyo-ekonomik projelere kaynak tahsis etmeyi amaçlamaktadır (Al-Hassan vd., 2013: 6). Başka bir deyişle kalkınma fonlarının amacı, ülkenin büyümesine ve gelişmesine katkı verecek sosyoekonomik projelerin ve sanayileşme politikalarının finansmanının sağlanmasıdır (Akbulak, 2008: 4; Allen ve Caruana, 2008: 5). Bu paralelde kalkınma fonları, kurulduğu ülkenin karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu sektörlerle yatırım yapmak, büyük yatırım projelerine finansman sağlamak ve ülkenin sanayi ve teknoloji alanındaki önceliklerini belirlemek ve destek vermek gibi önemli amaçlara sahiptir.

Ulusal varlık fonlarının bazıları ise kendi milli ekonomilerinin dönüşümüne liderlik yapmaktadırlar. Örneğin, B.A.E. hükümeti tarafından kurulan Mubadala Kalkınma Şirketi, yabancı stratejik yatırımlar ve ortaklıklar aracılığıyla dünya standartlarında bir havacılık endüstrisi geliştirerek hem havacılık sanayisinde Avrupa'da lider konumuna gelmiştir hem de önemli bir tedarikçi olarak havacılık sektörüne destek vermektedir (Aguilera vd., 2016: 7). Bu stratejiye uygun olarak Clark ve Monk (2015: 4) ise, Çin, Singapur ve Malezya gibi daha fazla devlet müdahalesi ve kontrolünün gerekli olduğuna inanan bazı ülkelerin uzun dönemde büyümeyi desteklemek için kalkınma fonu kurduğunu iddia etmektedir.

Özellikle 2007-2009 finansal krizinin ardından kalkınma fonlarının sayısında bir artış olduğu gözlenmiştir. Clark ve Monk (2015: 4), bu artışın iki açıklaması olabileceğini ifade etmektedir: Bunlardan birincisi, devletlerin doğal kaynaklara bağımlılıklarını azaltmak ve/ veya görece az gelişmiş sanayilerini desteklemek amacıyla kalkınma fonları kurmalarıdır. İkinci açıklama ise devletlerin, son finansal kriz sonrasında birçok batılı banka ve finansal kurumların global piyasalardan çekilmek zorunda kalması sonucu piyasalarda oluşan boşluğu doldurmak amacıyla kalkınma fonları kurmalarıdır. Sonuç olarak kalkınma fonları, her ne sebeple kurulmuş olurlarsa olsunlar kaynak ülkeleri için yönlendirici, dönüştürücü ve lider karaktere sahip öncü kurumlar olarak dikkat çekmektedirler.

1.4.1.5. Emeklilik İhtiyat Fonları

Emeklilik ihtiyat fonları, klasik manada emeklilik fonu olmayıp nüfusun yaşlanmasıyla bağlantılı olarak gelecekte ortaya çıkması muhtemel emeklilik yükümlülüklerinin finansmanını sağlayabilmek için kurulmuş fonlardır. Bu fonların da tasarruf fonlarına benzer olarak ülkenin uzun dönemde tüketim-tasarruf dengesini sağlamak üzere kurulduğu söylenebilir. Bu fonlar, uzun vadeli ve yüksek riskli yatırımlar yapmakta olup emeklilikle ilgili yükümlülükleri ise ancak gelecekteki olası harcamalarla sınırlı olmaktadır. Avustralya, Yeni Zelanda ve İrlanda UVF'leri bu fonlara örnek olarak verilebilir (Kayıran, 2016: 64).

Başka bir deyişle emeklilik ihtiyat fonlarının amacı, beklenmedik dönemlerde ve önemli boyutlarda oluşabilecek emekliliklerden kaynaklanan ödeme yüklerine karşı devlet bütçesinde

ihtiyati rezerv kaynak oluşturmaktır yani bütçe için ek kaynak yaratmaktır (Akbulak, 2008: 4; Allen ve Caruana, 2008: 5). Emeklilik ihtiyat fonları, isminden de anlaşılacağı üzere ana amaç olarak diğer UVF türlerinin bilinen geleneksel amaçlarının dışında beklenmedik durumlar karşısında ihtiyatlı olabilmek amacıyla kurulmuştur. Bu haliyle emeklilik ihtiyat fonları daha çok ekonomiyi stabilize etmeye katkı sağlarlar.

1.4.2. Kaynağına Göre Ulusal Varlık Fonları

Ulusal varlık fonları için kullanılan en anlaşılır ve operasyonel tipoloji, bu fonların oluşturuldukları kaynakların kökenine dayanmaktadır. Bu ayrıma göre UVF'ler iki ana kategoride sınıflandırılmaktadır: İlk olarak doğal kaynak ihracatından kaynaklanan emtia kaynaklı fonlar, ikinci olarak ise bu fonların dışında kalan ve ödemeler dengesi fazlası, özelleştirme gelirleri, bütçe fazlası gibi artık değerlerden kaynaklanan tüm diğer fonlar sayılabilir (Raymond, 2010: 2-3; Gomes, 2008: 1). Daha fonksiyonel olması ve sınıflandırma çerçevesinin daha net belirlenebilmesi sebebiyle akademik literatürde birçok görüş bu ayrımı benimsemiştir.

Bu bağlamda UVF'ler sermaye kaynağına göre emtia ve emtia dışı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Keller, 2008: 337; Atangana, 2013: 16). Bu bakış açısına göre ulusal varlık fonlarının ağırlıklı kısmı doğal kaynaklar açısından zengin Körfez ülkeleri, Rusya, eski Sovyet Cumhuriyetleri, Norveç gibi ülkelerin sahip oldukları fonlardan oluşmaktadır. Bunlara ek olarak, Afrika ve Güney Amerika'da elmas, bakır gibi diğer doğal zenginliklerden kaynaklan UVF'ler de bulunmaktadır. Emtia dışı fonlar kapsamında ise Çin, Singapur, Güney Kore gibi ticari fazla veren ülkelerde kurulan ve net ihracat fazlası, özelleştirme gelirleri, ödemeler dengesi fazlası, bütçe fazlası vb. sebeplerden kaynaklanan artık değerleri atıl bırakmamak ve refahı gelecek nesillere yaymak gibi amaçları olan fonlar sayılabilir.

Aynı eksende Beck ve Fidora da (2008: 6), UVF'ye sahip olan ülkeleri iki kategori altında ele almaktadır. UVF'si olan ülkelere ilk grupta olanlar kaynak zengini ülkeler olup bu ülkelere ait fonlar doğal kaynak fiyatlarındaki dalgalanmalardan etkilenmemek için hem istikrar fonu hem de gelecek nesillere aktarım sağlayacak bir tasarruf fonu olarak işlev görmektedirler. Norveç, B.A.E. ve Rusya gibi ülkelere ait fonlar bu kategoride yer almaktadır. İkinci grupta ise Singapur, Güney Kore, Çin gibi Güneydoğu Asya ülkelerinin başını çektiği ihracat zengini ülkelerin UVF'leri yer almaktadır.

2018 Nisan itibarıyla petrol ve doğal gaz kaynaklı UVF'lerin büyüklüğü 4.320,07 milyar USD, UVF'lerin toplamı içerisindeki payı %55,18 iken diğer UVF'lerin toplam büyüklüğü ise 3.509,48 milyar USD ve UVF'ler içerisindeki payı %44,82 olarak gerçekleşmiştir (<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>).

1.4.2.1. Emtia Kaynaklı Ulusal Varlık Fonları

Emtia gelirlerinden kaynaklanan ulusal varlık fonları, başta petrol ve doğalgaz olmak üzere ihracat gelirlerinin bir bölümünün bir havuzda toplanmasıyla oluşturulmaktadır. Hidrokarbon gelirlerinin haricinde, başta madenler olmak üzere doğal kaynaklardan elde edilen gelirlerle oluşturulmuş UVF'ler de bulunmaktadır (Aykın, 2011: 6). Körfez ülkelerinde genellikle petrol kaynaklı fonlar kurulurken Rusya ve Kazakistan'da ise petrol ve doğal gaz kaynaklı UVF'ler bulunmaktadır. Ayrıca Şili'de bakır, Kribati'de ise fosfat madeni kaynaklı UVF'ler faaliyet göstermektedir.

Doğal kaynak ihracatına dayanan UVF'lerin amacı, doğal kaynakların fiyatlarında yaşanan dalgalanmaların genel ekonomi üzerindeki etkilerini azaltmak ve gelecek kuşaklara bugün tüketilen doğal kaynaklardan pay aktarabilmektir. Ayrıca doğal kaynak fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketlerin kamu harcamalarında artışa neden olmaması ve dolayısıyla enflasyonist baskı yaratmaması da bu fonların hedefleri ve faydaları arasında sayılabilir (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 7). Bu bağlamda petrol ürünleri kaynaklı fonlar, fiyatlardaki beklenmedik düşüş zamanlarında düşüşün etkilerini kısa vadede amorti etmeye, fiyatlardaki ani yükselme zamanlarında ise ekonomideki aşırı ısınma riskinden korunmaya yardımcı olurlar. Ayrıca bu fonlar kuşaklar arası eşitliği sağlanmasına ve bazen de petrol gelirlerinin daha şeffaf bir şekilde kullanılmasına yardımcı olurlar (Chevalier, 2009: 23).

Emtia kaynaklı fonlar, UVF kavramının ekonomik arenaya ilk çıktığı zamanlardan günümüze kadar kurulan UVF'ler içerisinde varlık büyüklüğü açısından her zaman baskın konumda bulunmuştur. Bu durumun en önemli sebebi ise ekonominin dinamikleri içerisinde ek kaynak oluşturmanın gücü sayılabilir. Nitekim küreselleşmeyle birlikte uluslararası ticaret geliştikçe ve ekonomik hacim büyüdükçe emtia dışı fonların oranı yıllar itibariyle artış göstermektedir.

1.4.2.2. Emtia Dışı Kaynaklı Ulusal Varlık Fonları

Ulusal varlık fonları, sahipleri olan devletler adına yatırım portföylerini yöneten ekonomik ve finansal araçlar olarak tanımlanabilir. Çin ve Singapur gibi cari fazla veren ülkeler, petrol ihracatıyla ilgisi olmayan ticari faaliyetlerinden önemli miktarda döviz geliri elde etmekte olup bu döviz fazlasının bir kısmını ise UVF'lerde değerlendirmektedirler (Dewenter vd., 2009: 1). Özellikle küreselleşmenin hız kazanmasına paralel olarak dünya ticaret hacminde yaşanan artış, son dönemlerde doğal kaynak dışı ticaret sonucu oluşan birikimden kaynaklanan UVF'ler açısından oldukça olumlu bir etki yaratmıştır.

Doğal kaynaklar dışındaki malların ihracatına dayanan bu fonların amacı ise ticari mallarda ihracat-ithalat dengesi fazlasının ortaya çıkardığı gelirin, bu dengelerde oluşabilecek risklere karşı

tedbir amacıyla değerlendirilmesidir (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 7). Başka bir ifadeyle ihracat fazlası yaşanan dönemlerde oluşan birikimin ithalatın arttığı dönemlerde ülke ekonomisine destek sağlaması ve ihracat fazlası kaynaklı birikiminin getirdiği refahın nesiller arası adil dağılımı bu UVF'lerin asli amaçlarındandır. Aslında bu noktada kaynağına göre sınıflandırmaya tabi tutulan UVF'ler tedbirli olma bağlamında birbirlerine benzerlik gösterirler. Sonuç olarak tüm fonlar için ortak olan amaçlardan bir tanesi de fiyatlardaki ve piyasadaki dalgalanma dönemlerinde istikrarı sürdürülebilir kılmaktır.

1.5. Ulusal Varlık Fonlarının Gelişim Süreci

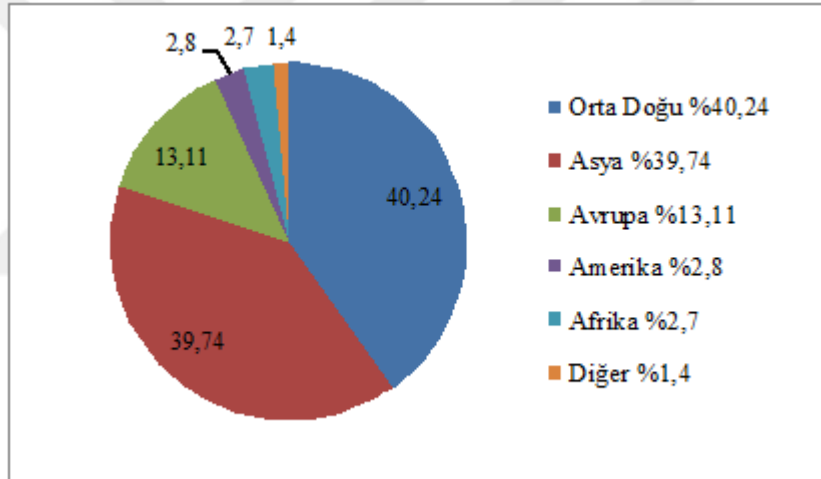
Son yıllarda küresel finans piyasalarında gün geçtikçe gücünü arttıran ve önemli bir ekonomik oyuncuya dönüşen ulusal varlık fonlarının ortaya çıkışı hususunda muhtelif tartışmalar mevcuttur. Kimi yazarlar ilk ulusal varlık fonu olarak 1816 yılında Fransa'da bankalar ve postaneler tarafından toplanan vergileri ve deniz aşırı vergiden muaf fonları yönetmek için kurulan Caisse de Dépôts et Consignations'u (CDC) kabul etmektedir (Xu ve Baghat, 2010: 1). Bir diğer görüş ise ulusal varlık fonlarının ilk ortaya çıkışını, ABD'nin Teksas eyaletinde 1854'te kurulan okul fonu Permanent School Fund ve devamı niteliğinde 1876'da kurulan üniversite fonu Permanent University Fund'a kadar dayandırmaktadır (Kayıran, 2016: 59; Aykın, 2011: 4).

Ulusal varlık fonlarının doğuşu hususunda birtakım farklı görüşler bulunmasına karşın genel olarak akademik literatürde, UVF'lerin, Kuveyt'in sınırlı petrol kaynağına bağımlılığını azaltmak ve petrol geliri fazlasını yatırıma kanalize etmek amacıyla 1953'te Londra'da kurduğu Kuveyt Yatırım Fonu ile birlikte ortaya çıktığı kabul edilmektedir (Beck ve Fidora, 2008: 6; Gieve, 2008: 2; Coissard vd., 2011: 1). Ülkenin petrol ihracatından kaynaklanan gelir fazlasını yönetmek için kurulmuş olan bu fon, 1983 yılında resmi olarak Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority, KIA) adını almıştır (Alhashel, 2015: 2).

Ardından İngiliz Koloni Yönetimi, 1956 yılında Pasifik Okyanusu'ndaki Gillbert Adaları'nda fosfat yataklarından elde edilen geliri yönetmek amacıyla Kribati Gelir Dengeleme Rezerv Fonu'nu kurmuştur. 1970'li yıllara gelinceye kadar yeni bir ulusal varlık fonu kurulmazken 1974 yılında Singapur'da Temasek Holding, 1976 yılında ise artış gösteren petrol fiyatlarının etkisiyle günümüzde üçüncü büyük UVF olan B.A.E.'ne ait Abu Dabi Yatırım Fonu kurulmuştur. Gelişmiş ekonomilerde kurulan ilk ulusal varlık fonu ise 1976 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde kurulan "Alaska Permanent Fund" olmuştur (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 9). Ulusal varlık fonlarının bünyesinde biriken yabancı varlıkların son zamanlarda artış göstermesinin altında iki önemli neden bulunmaktadır: İlki 1970'li yıllarda emtia, özellikle petrol fiyatlarındaki yükselişe paralel olarak petrol üreticisi ülkelerin gelirlerindeki beklenmedik ve önemli artış, ikinci olarak ise küresel ticaretin gelişmesiyle birlikte ticari fazla veren ülkelerin gelirlerinde yaşanan yükseliştir (Aizenman ve Glick, 2007: 11-12).

1970'lerin ortalarında yaşanan petrol krizinin etkisiyle ortaya çıkan atıl fonları değerlendirmek adına, özellikle Orta Doğu'da bulunan birçok petrol ihraç eden ülke kendi ulusal varlık fonlarını kurma yoluna gitmiştir (Jones ve Ocampo, 2008: 8; The Corner House, 2008: 4). Petrol fiyatlarındaki ani yükselişle birlikte petrol ihracatçısı ülkelerin ellerinde çok yüksek miktarda fon birikmiş ve bu ülkeler ellerindeki bu atıl fonların ekonomilerini aşırı ısıtmasını engellemek ve elde edilen bu zenginliği gelecek kuşaklara aktarabilmek amacıyla birtakım çözüm yolları arayışına girmişlerdir. İşte UVF'lerin ortaya çıkışının ardından gelişme dönemi olarak adlandırabileceğimiz bu süreçle birlikte UVF'ler, küresel ekonomik sistem içerisinde önemli bir aktör olarak ortaya çıkmaya başlamıştır (Chevalier, 2009: 22-23). Grafik 1'de görüldüğü üzere halen Orta Doğu'da petrol krizinin etkisiyle kurulmuş ve petrol gelirleriyle beslenen bu UVF'ler, tüm UVF'ler içerisindeki ağırlıklı konumunu korumaktadır.

Grafik 1: 2015 itibariyle UVF'lerin Bölgesel Dağılımı

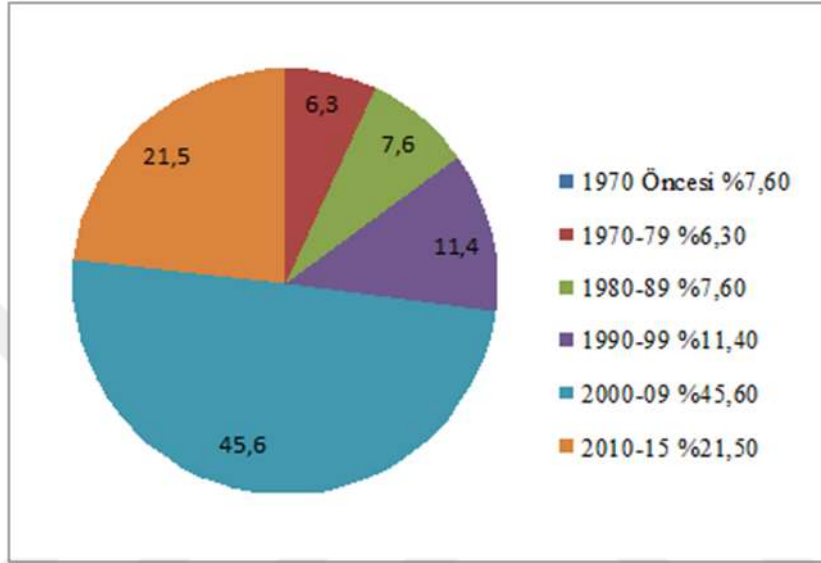


Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

1980'li yıllardan başlayarak küresel ticaretin ivmelenmesinin ardından fon birikimi sadece petrol geliriyle ilintili olmaktan çıkmış ve dış ticaret fazlası veren gelişmekte olan ülkelerde de önemli derecede fon birikimi yaşanmaya başlamıştır (Coissard vd., 2011: 1). İhracat gelirlerinin artış göstermesiyle ve ekonomilerinin güçlenmesiyle birlikte dünya piyasasında söz sahibi olmaya başlayan "Asya Kaplanları", 1997-98 Asya kriziyle birlikte gelirlerinin her zaman ve her koşul altında sürdürülebilir olmadığını görmüş ve benzeri bir finansal krizle tekrar karşılaşmamak için bir takım tedbirler almaya başlamışlardır. Kriz döneminde diğer ülkelere ve IMF'ye olan bağımlılığı önemli bir zayıflık göstergesi olarak gören bu ülkeler, aynı duruma tekrar düşmemek adına gelirlerini alternatif yöntemlerle çeşitlendirme yolunu seçmişlerdir ki ulusal varlık fonları da bu yöntemlerden bir tanesidir (Aykın, 2011: 8). Bu durumun paralelinde 1990'lı yıllardan sonra ulusal varlık fonları, sermaye büyüklüğü açısından ve coğrafi olarak Orta Doğu'dan Asya'nın doğusuna doğru genişlemeye başlamıştır. Özetle, dünya çapında gelişen ve büyüyen ticaret hacminin

etkisiyle Çin, Güney Kore, Singapur gibi ülkelerde yaşanan ihracat fazlaları ve akabinde oluşan fon birikiminin bir kısmı, Asya krizinin ardından 2000’li yılların başlarında UVF’ler aracılığıyla yeniden piyasaya entegre olmuştur (Kayıran, 2016: 62). Grafik 2’de UVF’lerin kuruluş yıllarına göre dağılımı gösterilmekte olup 2000’li yıllardan sonra UVF sayısında önemli bir artış olduğu görülmektedir.

Grafik 2: Kuruluş Yıllarına Göre UVF’lerin Dağılımı



Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

Ulusal varlık fonlarının 2000 ve 2008 yılları arasındaki yükselişi, her şeyden önce Asya ülkeleri ve petrol üreticisi ülkeler tarafından gerçekleştirilen ticaret fazlalıklarının birikimi sonucu meydana gelmiştir (Raymond, 2010: 1). Bu bağlamda ulusal varlık fonlarının karşılaştığı ve global piyasalarda kendilerini test ettiği ilk ciddi sınav olarak 2007-2009 Küresel Finansal Kriz sayılabilir. Ulusal varlık fonlarının 2007-2009 Küresel Finansal Krizi süresince, sermaye piyasalarına ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlaması kendilerine karşı duyulan düşmanlıkta ve güvensizlikte azalış sağlamıştır (Gilligan vd., 2014: 3). Kriz boyunca Batılı finans kuruluşlarının yeniden sermayelendirilmesine ve bu kapsamda bankaların ihtiyaç duyduğu can suyunun sağlanmasına büyük oranda katkı veren ulusal varlık fonlarına karşı olan olumsuz bakış, krizin ertesinde sorgulanmaya başlamakla kalmamış, UVF’lere olan önyargı da kırılmaya başlamıştır. Ulusal varlık fonlarının 2007-2009 küresel finans krizi süresince Citi Group, Bear Stearns, Morgan Stanley, Merrill Lynch ve Fortis gibi Batılı büyük finans şirketlerine çok uygun koşullarla yardım etmesi, krizin ertesinde UVF’lerin piyasalarda daha iyi anlaşılmasına ve kendilerine teşekkür edilmesine vesile olmuştur (Betbeze, 2009: 168).

Dünya piyasalarının geçirdiği son finansal türbülans sırasında ülkelerin bankacılık sistemlerine finansal kurumların sermaye yapısını güçlendirerek katkı veren ve piyasaların istikrara

kavuşmasına yardımcı olan UVF'ler, o ana kadar kendilerinden hiç de beklenmeyen bir şekilde piyasalarda olumlu bir rol üstlenmişlerdir (Jones ve Ocampo, 2008: 32; Gomes, 2008: 8). 2007-2009 Küresel finans krizi sırasında Batı bankacılık sektörünün sermaye ihtiyacının karşılanması, ulusal varlık fonlarını piyasada daha bilinir global oyuncular haline getirmiştir ve UVF'ler artık sadece bankacılık değil ulaşım, gayrimenkul, kamu hizmetleri gibi farklı sektörlerde de yatırımcı olarak ortaya çıkmaya başlamışlardır. Nitekim dünyanın en büyük UVF'si konumunda olan Norveç Varlık Fonu, Avrupa genelindeki halka açık tüm hisselerin %3'üne sahiptir (Aguilera vd., 2013: 6).

Ulusal varlık fonları, kriz zamanlarında özel sektör oyuncuları gibi sadece kısa dönemli kar maksimizasyonu hedefinden ziyade devlet bakış açısının getirdiği uzun vadeli yatırım stratejisiyle hareket etmiş ve bu bakış açısıyla kriz dönemlerinde bankaların yeniden sermayelendirilmesinde önemli bir rol oynamışlardır (Dockes, 2009: 28). Bu kapsamda UVF'lerin 2007 yazından 2008 yılının sonuna kadar Batılı finans kurumlarına katkısı, yaklaşık 83 milyar USD'ye ulaşmıştır (Blancheton vd., 2009: 9).

Sonuç olarak başlangıçta petrol ve maden gibi doğal kaynaklara sahip ülkelerin, bu malların ihracatından elde ettikleri gelirleri ve döviz fazlasını değerlendirmek amacıyla kurmuş oldukları UVF'lerin sayısı ve büyüklükleri zaman içerisinde artarak önemli bir büyüklüğe ulaşmıştır (Kayıran, 2016: 59). Ayrıca UVF'ler, küresel finans krizinden itibaren uluslararası finansal piyasalarla daha entegre hale gelmiştir (Gilligan vd., 2014: 15). Tablo 2'de tarihsel sürece ışık tutması açısından ve dönemsellik verileri tamamlayıcı olması amacıyla, Nisan 2018 itibarıyla varlık büyüklüğü açısından ilk 20 sırada yer alan UVF'lerin ülkeleri, varlık büyüklükleri, kuruluş yılları ve kaynakları verilmiştir.

Tablo 2: Yönettikleri Varlık Büyüklükleri Açısından İlk 20 Ulusal Varlık Fonu (Nisan 2018)

| | Ülke | Ulusal Varlık Fonu | Varlık Büyüklüğü (Milyon USD) | Kuruluş Yılı | Kaynak |
|----|-----------------|---|-------------------------------|--------------|-------------------|
| 1 | Norveç | Government Pension Fund Global | 1.035,24 | 1990 | Petrol |
| 2 | Çin | China Investment Corporation | 900 | 2007 | Emtia dışı |
| 3 | B.A.E. | Abu Dhabi Investment Authority | 828 | 1976 | Petrol |
| 4 | Kuveyt | Kuwait Investment Authority | 524 | 1953 | Petrol |
| 5 | Suudi Arabistan | SAMA Foreign Holdings | 494 | 1952 | Petrol |
| 6 | Çin-Hong Kong | Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio | 456,6 | 1993 | Emtia dışı |
| 7 | Çin | SAFE Investment Company | 441 | 1997 | Emtia dışı |
| 8 | Singapur | Government of Singapore Investment Corporation | 390 | 1981 | Emtia dışı |
| 9 | Singapur | Temasek Holdings | 320,8 | 1974 | Emtia dışı |
| 10 | Katar | Qatar Investment Authority | 320 | 2005 | Petrol/ Doğal Gaz |
| 11 | Çin | National Social Security Fund | 295 | 2000 | Emtia dışı |
| 12 | Suudi Arabistan | Public Investment Fund | 250 | 2008 | Petrol |
| 13 | B.A.E. | Investment Corporation of Dubai | 209,5 | 2006 | Emtia dışı |
| 14 | B.A.E. | Mubadala Investment Company | 125 | 2002 | Petrol |
| 15 | B.A.E. | Abu Dhabi Investment Council | 123 | 2007 | Petrol |
| 16 | Güney Kore | Kore Investment Corporation | 122,3 | 2005 | Emtia dışı |
| 17 | Avustralya | Australian Future Fund | 105,4 | 2006 | Emtia dışı |
| 18 | İran | National Development Fund of Iran | 91 | 2011 | Petrol/ Doğal Gaz |
| 19 | Rusya | National Welfare Fund | 66,3 | 2008 | Petrol |
| 20 | Libya | Libyan Investment Authority | 66 | 2006 | Petrol |

Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

1.6. Ulusal Varlık Fonlarına Kurumsal Bir Bakış: İlkesel Çerçeve ve UVF'ler İçin Kullanılan Başlıca Endeksler

Uzun süredir ekonomik sistem içerisinde yer almasına karşın halen birçok ülke için yeni bir fenomen olan ulusal varlık fonları, özellikle 2000'li yıllardan sonra daha çok göz önünde olmaya başlamıştır. Elleri biriken yüksek miktardaki sermaye ile küresel ekonomik mimari içerisinde söz sahibi olan UVF'lerin, ülkelerin finansal piyasalarında özgürce hareket etmesi politik-ekonomik kaygıları beraberinde getirmiştir. Bu durumun bir sonucu olarak UVF'ler, küresel sermaye piyasaları içerisindeki yerini sağlamlaştırırken ve günden güne güç kazanırken uluslararası arenada bir takım düzenlemeler yapılması ihtiyacı ortaya çıkmıştır.

Teorik olarak bakıldığında UVF'lerin yatırım hedeflerinin, hükümetlerinin makro mali hedefleriyle ve politika öncelikleriyle uyumlu olması gerektiği söylenebilir (Al-Hassan vd., 2013: 9). Lakin normal piyasa koşullarında, devletlerin stratejik öncelikleri, uluslararası konjonktürün getirdiği baskılar ve ekonomik-güvenlik politikaları gibi sebeplerden dolayı devletler, sahip oldukları UVF'leri, zaman zaman farklı (açık/ gizli) hedeflere ulaşmak için kullanabilmektedir. Devlet kontrolündeki yabancı yatırımlar hem siyasi açıdan hem de ekonomik açıdan hassas bir noktadır. Bu nedenle UVF'lerin şeffaflık eksikliği, fonların yatırımlarının amaçları hakkında muhtelif kaygılara yol açmakta ve dolayısıyla da egemen devletlerin korumacı baskılarını şiddetlendirebilmektedir (Beck ve Fidora, 2008: 14). İşte bu koşullar altında UVF'lerin aktif ve etkin birer oyuncu olarak ön plana çıktığı alanlarda bazı düzenlemeler yapılması ve önlemler alınması gerekliliği tartışılmaya başlamıştır. Bu kapsamda UVF'leri belirli bir çerçeve içerisine alabilmek amacıyla, fonlar için rehber niteliğinde olabilecek temel bazı ilkeleri içeren Santiago Prensipleri belirlenmiştir.

Ulusal varlık fonları tarafından yapılan yatırımlar, ülkeler arasındaki sermaye akışı türlerinden bir tanesi olup doğası gereği bu fonların her zaman küresel ticaretteki dengesizliklerle yakından ilgisi bulunmaktadır (Gieve, 2008: 1). Bir nevi kaynak transferi olarak da yorumlanabilecek olan UVF'lerin faaliyetleri, fonların bünyesindeki şeffaflık noksanlığı, tanımlanmalarında yaşanan güçlükler ve amaçlarındaki belirgin olmayan noktalar gibi sorunlarla birleşince ulusal varlık fonlarını anlaşılır hale getirmek, sınıflandırabilmek ve sıralayabilmek için birtakım endekslere gereksinim duyulmuştur. Linaburg-Maduelle Şeffaflık Endeksi ve Truman Endeksi bu bağlamda en çok kullanılan endeksler olarak göze çarpmaktadır.

Tezin bu bölümünde ilk olarak UVF'lerin sınırlarını çizmeye çalışan Santiago Prensipleri irdelenecek ve ardından UVF'leri belirli kriterler ışığında daha açık ve görünür hale getirerek kategorize etmeye çalışan önemli endeksler incelenecektir.

1.6.1. Santiago Prensipleri

Ulusal varlık fonları, küresel sermaye sistemi içerisinde artan payları ve mali piyasaları etkileyebilme güçleri sayesinde önemli birer ekonomik oyuncuya dönüşmüşlerdir. Bu duruma ek olarak UVF'lerin ulaştıkları varlık büyüklükleri, şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından var olan eksiklikler, finansal sistemin işleyişini bozabilme gücünü haiz olmaları ve risk-getiri hedefleri haricinde politik hedeflerin de bu fonların yönetimini etkileyebilme ihtimalinden dolayı UVF'lerdeki yabancı varlıkların yönetimi, ulusal ve uluslararası ekonomik ve mali siyasetin tartışılan önemli bir gündem maddesi haline gelmiştir (Bayar ve Yıldırım, 2013: 78).

Tam anlamıyla bir düzenleme faaliyeti olmamakla birlikte 2008 yılında, IMF'nin koordinasyonu ve yol göstericiliğiyle bir araya gelen Ulusal Varlık Fonu Uluslararası Çalışma

Grubu (IWG), “Genel Kabul Görmüş İlkeler ve Uygulamalar” başlığı altında UVF’lerle ilgili bir çerçeve niteliğinde olan temel ilkeleri belirlemiştir (Kayıran, 2016: 63). 2008 yılı Eylül ayında Şili’nin başkenti Santiago’da toplanan Uluslararası Çalışma Grubu (IWG), UVF’ler için rehber niteliğinde olması hedeflenen ve Santiago Prensipleri olarak bilinen 24 ayrı ilke yayınlamıştır. Gönüllülük esasına dayalı olarak benimsenen ve temel amaç olarak UVF’lerin yatırım kararlarının alınmasında aksi açıkça beyan edilmedikçe finansal ve ekonomik motiflerin etkili olmasını - politik motiflerin değil- sağlamayı amaçlayan Santiago Prensipleri, ulusal varlık fonları için kılavuz niteliğinde bir kurallar bütünü ana çatısını oluşturmuştur (Behrendt, 2010: 2).

Santiago Prensipleri özü itibariyle; ev sahibi ülkenin yasalarına saygı, özel sektörle adil koşullar içerisinde rekabet, finansal istikrarsızlık durumlarında kamu otoriteleri ile etkili iletişim kurma, kaliteli risk yönetim sistemleri oluşturma, kurumsal yönetim ve iç kontrol sistemlerine sahip olma, şeffaflık, yatırım kararlarının tamamen ekonomik temellere dayanması, politik veya dış politika etkilerinden uzak olması gibi unsurları içermektedir (Aykın, 2011: 20). Söz konusu ilkelerin uluslararası hukukta ve ticarete bağlayıcı bir niteliği bulunmamasına karşın gelişmiş ülkelerin piyasalarına – özellikle A.B.D. ve Avrupa - giriş için bir önkoşul olarak görüldüğünden birçok ulusal varlık fonu bu standartlara uymak için gerekli önlemleri alma eğilimindedir.

Ulusal varlık fonları için bir nevi anayasa niteliğinde ilkeler bütünü olarak kabul edilebilecek olan Santiago Prensipleri, "International Forum of Sovereign Wealth Funds"² adlı bir kuruluş tarafından takip edilmekte olup ulusal varlık fonuna sahip devletler gönüllük esasına göre bu kuruluşa üye olmakta ve bu ilkelere uymayı taahhüt etmektedirler. UVF’ler bu ilkeleri temel alarak ya kendi kendilerini değerlendirmekte ya da IFSW vb. dış kuruluşlardan uyumluluk raporları alma yolunu tercih etmektedirler. 2016 yılı itibarıyla dünya fon pazarının yaklaşık yüzde 85’ini temsil eden 30 UVF, söz konusu ilkelere taraf olmuştur (Ersan, 2017).

Santiago Prensipleri, asıl olarak UVF’nin sahibi olan ülke hükümetleri, ev sahibi ülke, piyasadaki diğer oyuncular ve genel manada halk gibi farklı paydaşların çıkarları arasında geniş kapsamlı bir uzlaşmayı hedeflemektedir (Aglietta, 2009: 5). Bu şekilde, ekonomik aktörler için kuralların daha belirgin olduğu ve ekonomik altyapının sağlam temeller üzerine inşa edildiği bir piyasa, sağlıklı işleyen bir ekonominin kilit kavramlarından olan şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından da önemli kazanımlar sağlamaktadır. Bu bağlamda Santiago Prensipleri’nin yayınlanmasının, küresel fon piyasasında yaşanan büyük aksaklıklardan bir tanesi olan hesap verebilirlik eksikliğini azaltmaya olumlu yönde katkı sağladığı da söylenebilir (O’Brien, 2009: 12). Nitekim bu prensipler yayınlanmadan önce, UVF’ler sadece ev sahibi devletlerin piyasa kurallarına göre hareket etmek durumundayken ki bu kurallar da ülkeden ülkeye çok fazla değişkenlik arz

² Daha fazla bilgi için bakınız: <http://www.ifswf.org/>

edebiliyordu, Santiago Prensipleri'nden sonra ise tüm UVF'ler için uyulması zorunlu olmasa dahi zorlayıcı denilebilecek bir ilkeler bütünü ortaya çıkmıştır (Nas, 2017: 6).

Mevcut durumda Santiago Prensipleri; yasal çerçeve, amaçlar ve makroekonomik politikalarla uyum (Prensip 1-5), kurumsal çerçeve ve yönetim yapısı (Prensip 6-17) ile yatırım ve risk yönetimi çerçevesi (Prensip 18-24) olmak üzere üç ana alan ve 24 temel ilkedен oluşmaktadır (Bayar ve Yıldırım, 2013: 75).

Santiago Prensipleri'nin ana ve alt prensipleri aşağıda verilmiştir³:

Prensip 1: UVF'lerin yasal çerçevesi sağlam olmalı ve fonların etkin işleyişini ve belirtilen hedeflerine ulaşabilmesini desteklemelidir.

Alt prensip 1: UVF'ler için yasal çerçeve, UVF'lerin kendisinin ve işlemlerinin yasallığını sağlamalıdır.

Alt prensip 2: UVF'lerin yasal dayanak ve yapısına ilişkin temel özelliklerinin yanı sıra diğer devlet organlarıyla olan yasal ilişkileri de kamuoyuna açıklanmalıdır.

Prensip 2: UVF'lerin politika amacı açıkça tanımlanmalı ve kamuoyuna açıklanmalıdır.

Prensip 3: UVF'lerin faaliyetlerinin yerel ekonomiler üzerinde doğrudan, önemli makroekonomik etkileri olduğu durumlarda bu faaliyetler, genel makroekonomik politikalarla tutarlılığın sağlanması amacıyla yerel maliye ve para politikası otoriteleriyle yakından koordine edilmelidir.

Prensip 4: Fonlama, geri çekilme ve harcama işlemlerine ilişkin olarak UVF'lerin genel yaklaşımları için anlaşılır ve kamuoyuna açıklanmış politikalar, kurallar, prosedürler ve düzenlemeler bulunmalıdır.

Alt prensip 1: UVF'lerin finansman kaynakları kamuoyuna açıklanmalıdır.

Alt prensip 2: UVF'lerin geri çekilme ve hükümet adına harcama yapmaya yönelik genel yaklaşımları kamuoyuna açıklanmalıdır.

Prensip 5: UVF'lere ait istatistikî veriler düzenli bir şekilde sahip ülkelere ve diğer ilgili taraflara uygun makroekonomik veriler dahil edilerek rapor edilmelidir.

Prensip 6: UVF'lerin yönetim yapısı sağlam olmalıdır ve fon yönetiminin hedeflerine ulaşması için hesap verebilirliğini ve operasyonel bağımsızlığını kolaylaştıracak yetki ve sorumlulukların açık ve etkin bir dağılımı yapılmalıdır.

Prensip 7: Fon sahibi, UVF'lerin hedeflerini belirlemeli, yönetim kurulu/ kurullarının üyelerini açık bir şekilde tanımlanmış prosedürler uyarınca atamalıdır. Ayrıca UVF'lerin faaliyetleri üzerinde gözetim faaliyeti gerçekleştirmelidir.

³ Santiago Prensipleri, İngilizceden (IWG, 2008) Türkçeye, yazar tarafından çevrilmiştir.

Prensip 8: Yönetim kurulu/ kurulları UVF'lerin çıkarlarına en iyi/ uygun şekilde hareket etmelidir ve fonun faaliyetlerini yerine getirmek için açıkça belirlenmiş yetkilere, yeterli otoriteye ve liyakata sahip olmalıdır.

Prensip 9: UVF'nin operasyonel yönetimi, fonun stratejilerini bağımsız bir şekilde ve açıkça belirlenmiş sorumluluklara uygun olarak gerçekleştirmelidir.

Prensip 10: UVF operasyonlarının hesap verebilirlik çerçevesi, ilgili mevzuat, tüzük, diğer kurucu belgeler ve yönetim sözleşmesinde açıkça tanımlanmalıdır.

Prensip 11: UVF'lerin operasyonları ve performansına ilişkin olarak hazırlanan yıllık raporlar ve ek mali tablolar, zamanında ve kabul görmüş uluslararası veya ulusal muhasebe standartlarına uygun bir şekilde hazırlanmalıdır.

Prensip 12: UVF'lerin faaliyetleri ve finansal tabloları, kabul görmüş uluslararası veya ulusal muhasebe standartlarına uyarınca yıllık olarak denetlenmelidir.

Prensip 13: Profesyonel ve etik standartlar açıkça tanımlanmalı ve UVF'nin yönetim kurulu/ kurullarına, idari kadro ve personele bildirilmelidir.

Prensip 14: UVF'lerin operasyonel yönetim amacıyla üçüncü taraflarla olan ilişkileri ekonomik ve finansal temellere dayanmalı ve bu ilişkilerde açık kural ve prosedürler izlenmelidir.

Prensip 15: UVF'lerin operasyonları ve faaliyetleri, ev sahibi ülkelerdeki düzenlemelere/ mevzuata ve bilgi verme yükümlülüklerine uygun olarak yürütülmelidir.

Prensip 16: Yönetişim çerçevesi ve amaçları ile UVF yönetiminin operasyonel olarak sahibinden bağımsız olma şekli kamuoyuna açıklanmalıdır.

Prensip 17: UVF'lerle ilgili finansal bilgiler, ekonomik ve mali yönelimi göstermek amacıyla kamuoyuna açıklanmalıdır, bu şekilde uluslararası finansal piyasaların istikrarına ve ev sahibi ülkelerdeki güveni artırmaya katkıda bulunulmuş olur.

Prensip 18: UVF'lerin yatırım politikası açık olmalıdır. Ayrıca bu yatırım politikaları, fonun sahibi veya yönetim kurulu/ kurulları tarafından belirlenmiş hedeflerle, risk toleranslarıyla ve yatırım stratejileriyle uyumlu olmalıdır. Yatırım politikaları sağlam portföy yönetim prensiplerine dayanmalıdır.

Alt prensip 1: Yatırım politikası, UVF'lere finansal risklere ve olası kaldıraç kullanımına karşı rehberlik etmelidir.

Alt prensip 2: Yatırım politikası, iç ve/ veya dış yatırım yöneticilerinin kullanılma derecesine, faaliyetlerinin kapsamına ve yetkilerine, seçilme süreçlerine ve performanslarının nasıl izlendiğine göre ele alınmalıdır.

Alt prensip 3: UVF'lerin yatırım politikası, kamuoyuna açıklanmalıdır.

Prensip 19: UVF'lerin yatırım kararları, yatırım politikasıyla tutarlı bir şekilde riske göre ayarlanmış finansal getirileri maksimize etmeyi amaçlamalı ve ekonomik ve finansal temellere dayanmalıdır.

Alt prensip 1: Eğer yatırım kararları, ekonomik ve mali mülahazalar dışında gerekçelere maruz kalırsa, bunlar yatırım kararlarında açıkça belirtilmeli ve kamuoyuna açıklanmalıdır.

Alt prensip 2: UVF'lere ait varlıkların yönetimi, genel kabul görmüş sağlam varlık yönetimi ilkeleriyle tutarlı olmalıdır.

Prensip 20: UVF'ler, özel teşebbüs ile rekabet ederken hükümetin ayrıcalıklı bilgi ve uygun olmayan etkilerini aramamalı ve bunlardan fayda sağlamamalıdır.

Prensip 21: UVF'ler hissedarların mülkiyet haklarını sermaye yatırımlarının değerinin temel bir unsuru olarak görürler. Bir UVF mülkiyet haklarını kullanmayı tercih ederse bunu yatırım politikası ile tutarlı bir şekilde yapmalı ve yatırımlarının finansal değerlerini korumalıdır. UVF borsada kote olan işletmelerdeki menkul değerlere ilişkin seçme hakkına dair ve sahiplik haklarının kullanımına rehberlik eden anahtar faktörleri de içeren genel yaklaşımını kamuoyuna açıklamalıdır.

Prensip 22: UVF, faaliyet risklerini tanımlayan, değerlendiren ve yöneten bir çerçeveye sahip olmalıdır.

Alt prensip 1: Risk yönetim çerçevesi, kabul edilebilir parametreler ve seviyeler içerisinde ilgili risklerin yeterli şekilde izlenmesi ve yönetimi için güvenli bilgi üreten ve zamanında rapor eden sistemlere, kontrol ve teşvik mekanizmalarına, iş devam planlarına, uyulacak kuralları gösterir tüzüklere ve bağımsız denetim fonksiyonuna sahip olmalıdır.

Alt prensip 2: UVF'nin risk yönetim çerçevesine genel yaklaşımı kamuoyuna açıklanmalıdır.

Prensip 23: UVF'nin varlık ve yatırım performansı (mutlak olarak ve var olması durumunda göreceli kriterlere göre) açıkça belirlenmiş prensiplere ve standartlara göre ölçülmeli ve fon sahibine rapor edilmelidir.

Prensip 24: Prensiplerin uygulanmasının düzenli bir şekilde gözden geçirilme süreci, UVF tarafından veya onun adına yapılmalıdır.

Santiago Prensipleri, UVF'ler için ilkesel çerçeveyi çizmesi açısından büyük önem arz etmekle birlikte pratik açıdan bakıldığında devletlerin ve UVF'lerin, fazlasıyla teorik ve yoruma açık bölümleri de olan bu ilkelere uyumluluğunun değerlendirilmesi oldukça güçtür. Bu bağlamda Behrendt (2010), Santiago Prensipleri'ne uyumluluğu ölçmeye çalıştığı çalışmada Ocak 2010-Mart 2010 arasında UVF'ler, IWG ve IMF'den sağladığı verileri kullanarak "Santiago Uyum Endeksi" oluşturmuş ve söz konusu prensiplere ilişkin uzlaşmayı imzalayan 26 taraf ülke UVF'sinin Santiago Prensipleri'ne uyum seviyesini ölçmüştür (Behrendt, 2010, s.6). Tablo 3'te görüldüğü üzere, taraf ülkelerin Santiago Prensipleri'ne uyumunu gösteren endekse göre Yeni Zelanda Emeklilik fonu %96 ile en yüksek uyum derecesine sahipken İran ve Ekvator Ginesi için uyum oranı hesaplanamamıştır.

Tablo 3: Santiago Uyum Endeksi (Mart 2010)

| Ülke – Ulusal Varlık Fonu | Santiago Uyum Oranı (%) |
|---|-------------------------|
| Yeni Zelanda – Emeklilik Fonu | 95 |
| Avustralya – Avustralya Gelecek Fonu | 82 |
| Norveç – Devlet Emeklilik Fonu | 78 |
| İrlanda – Ulusal Emeklilik Rezerv Fonu | 75 |
| Çin – Çin Yatırım Şirketi | 70 |
| Kanada – Alberta Miras Fonu | 65 |
| Trinidad ve Tobago – Miras ve İstikrar Fonu | 62 |
| Singapur – Singapur Yatırım Şirketi | 60 |
| Kore – Kore Yatırım Şirketi | 58 |
| Azerbaycan – Devlet Petrol Fonu | 56 |
| Timor – Leste – Petrol Fonu | 52 |
| Şili – Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu | 50 |
| Şili – Emeklilik Fonu | 50 |
| A.B.D. – Alaska Fonu | 50 |
| Singapur – Temasek Holding | 48 |
| B.A.E. – Abu Dabi Yatırım Otoritesi | 48 |
| Rusya – Ulusal Varlık Fonu | 46 |
| Rusya – Rezerv Fonu | 43 |
| Kuveyt – Kuveyt Yatırım Otoritesi | 41 |
| Katar – Katar Yatırım Otoritesi | 35 |
| Meksika – Petrol Geliri İstikrar Fonu | 21 |
| Botsvana – Pula Fonu | 15 |
| Bahreyn – Gelecek Nesiller Rezerv Fonu | 14 |
| Libya – Libya Yatırım Otoritesi | 13 |
| Ekvator Ginesi – Gelecek Nesiller Fonu | - |
| İran – İstikrar Fonu | - |

Kaynak: Bayar ve Yıldırım, 2013: 77-78

Sonuç olarak Santiago Prensipleri, UVF'lerin teorik olarak uyması gereken kuralları ve prosedürleri gösteren bir ana çatı konumundadır. Ayrıca bu ilkelerin genel ve kapsayıcı yapısı, birbirinden farklı özelliklere sahip ülkelerde de geçerli olmasını sağlayan önemli etkenlerin başında gelmektedir (Nas, 2017: 6). UVF'ler için genel çerçeveyi çizen bu ilkeler, tam anlamıyla sektördeki eksiklikleri gidermese de sonrası için yapılacak çalışmalara temel olabilecek nitelikte bir ilk adım olması açısından büyük önem taşımaktadır.

1.6.2. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi

Küresel ekonomik sistemde artan etkinlikleri ve sermaye piyasalarında ulaştıkları hacim açısından dikkat çekici seviyelere ulaşan UVF'leri, sınırları ve kuralları belirli bir alan içerisine sokmak ve çeşitli kriterler doğrultusunda sıralamalara tabi tutmak gibi ihtiyaçların sonucunda birtakım düzenlemeler ortaya çıkmıştır. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi de bu çalışmalar içerisinde ilklerden olması sebebiyle önem arz etmekte olup temel olarak UVF'lerin en genel hatlarıyla şeffaflık seviyelerini ölçmek amacıyla yapılmış bir çalışmadır.

Küresel sermaye sistemi içerisinde şeffaflık, risk yönetimi, kamuoyunu bilgilendirme ve hesap verme sorumluluğu konularında yüksek standartların sağlanması, UVF'lerin ve sahibi olan devletlerin çıkarıdır. Bu durum, sadece UVF'lerin dış pazarlara erişimini kamuoyunun kabul etmesini kolaylaştırmakla kalmayıp aynı zamanda bu fonların finansal yönetimlerini destekleyerek nihayetinde kaynak ülkenin kendi kalkınmasına fayda sağlayacaktır (OECD Investment Newsletters, 2007: 5). Bu bağlamda UVF'lerin işleyişleri ve faaliyet alanları hususunda kamuoyuna bilgilendirme yapılması, yönetim stratejilerinin, şeffaflık seviyelerinin belirlenmesi ve küresel piyasalara açıklanması amacıyla periyodik olarak raporlama yapan SWF Institute⁴, UVF'ler hakkında çalışma, inceleme ve endeksler yayımlayan bir kurum olarak "Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI)" adını verdikleri bir sıralama ölçütü kullanmaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 11).

2008 yılında Carl Linaburg ve Michael Maduell tarafından geliştirilen ve bu tarihten itibaren dünya genelinde kullanılmaya başlanan Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'ne göre, bir fonun şeffaflık düzeyini gösteren 10 temel kriter belirlenmiştir. Bu kriterlere göre UVF'ler, kendi aralarında bir sıralamaya tabi tutulmaktadır. Bu sıralamada, her kriter +1 puan olmak kaydıyla, bir ulusal varlık fonu en az 1, en fazla 10 puan alabilmekte olup bir UVF için yeterli şeffaflık puanı ise 8 olarak kabul edilmektedir. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'nin temelini oluşturan 10 temel prensip aşağıda sıralanmıştır (<https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>):

1. UVF'ler, kuruluş nedenlerini de içeren tarihi süreci, fonun kaynağını ve devletin fon yapısındaki rolünü açıklarlar.
2. UVF'ler, güncel, bağımsız yıllık raporlar yayımlarlar.
3. UVF'ler, şirketlerdeki sahip oldukları paylarını ve şirketlerin coğrafi yerlerini açıklarlar.
4. UVF'ler, toplam varlıklarının piyasa değerini, kazançlarını ve yönetim giderlerini açıklarlar.
5. UVF'ler, etik standartlara ve yatırım politikalarına uygun olarak kılavuzlarını açıklarlar ve uygularlar.
6. UVF'ler, açık stratejilerini ve hedeflerini açıklarlar.
7. Uygulanabilir durumdaysa UVF'ler, iştiraklerini ve iletişim bilgilerini açıklarlar.
8. Uygulanabilir durumdaysa UVF'ler, harici yöneticilerini açıklarlar.
9. UVF'ler, kendi internet sitelerini yönetirler.
10. UVF'ler, ana ofis adreslerini, telefon veya faks gibi iletişim bilgilerini açıklarlar.

Bu kriterler ışığında UVF'lerin LMT Endeksi puanları 2017 yılı 2. Çeyrek itibariyle Tablo 4'te gösterilmiştir:

⁴ Daha fazla bilgi için bakınız: <https://www.swfinstitute.org/>

Tablo 4: 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 |
| Kazakistan | NOF | 2 |
| B.A.E. | ADIC | 2 |
| Cezayir | RRF | 1 |
| Brunei | Investment Agency | 1 |
| Kiribati | Revenue Equalization Reserve Fund | 1 |
| Moritanya | NFHR | 1 |

Kaynak: (<https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>)

Tablo 4'ten de anlaşılacağı üzere UVF'lerin şeffaflığı hususunda genel bir homojenliğin varlığından bahsetmek mümkün değildir. Kimi ülkelere ait UVF'ler tam puan alırken kimi ülkelerin UVF'leri ise oldukça düşük bir şeffaflık seviyesine işaret eden 5 puanın altında kalmıştır.

Sonuç olarak, piyasa oyuncularının ekonomik ve finansal faaliyetlerini sürdürürken şeffaflık açısından herhangi bir şüpheye yer bırakmayacak şekilde hareket etmeleri, hem daha sağlıklı işleyen bir piyasa hem de kamuoyunda kendilerine duyulan güven ve onay duygusunun yerleşmesi bakımından önemli bir etken olarak göze çarpar. Nitekim artık farklı birçok bakış açısı, UVF'lerin yatırım holdingleri ve stratejileri hakkında daha şeffaf olması gerektiği hususunda görüş birliğine varmıştır (Chhaochharia ve Laeven, 2009: 29).

1.6.3. Ulusal Varlık Fonu Skorbordu – Truman Endeksi

Ulusal varlık fonlarının 2000'li yıllarda, finansal piyasalarda etkin bir rol oynamaya başlamasını müteakiben ekonomik olarak yeni yeni tanınmaya başlayan bu aktörleri, belirli standartlara bağlama ve sağlam bir hukuki zemine oturtma çabaları da ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda UVF'leri ölçülebilir hale getirmek ve daha homojen bir yapıya indirmek için birtakım çalışmalar, analizler yapılmış olup bu sayede UVF'lerin ekonomik sisteme entegre olabilmesini kolaylaştırmak amaçlanmıştır. Bu çalışmalar içerisinde ilklerden olması ve detaylı bir çalışma olması sebebiyle Edwin M. Truman tarafından hazırlanmış olan “Ulusal Varlık Fonu Skorbordu”, UVF'ler için önemli bir endeks vazifesi görmektedir.

İlk olarak 2007 yılında düzenlenen UVF Skorbordu, temel olarak 4 ana bölüm ve bu bölümler içine yerleştirilmiş 33 göstere üzerine inşa edilmiştir. Bu 4 kategori şu şekilde gruplandırılmıştır (Truman, 2007: 6; 2010: 74):

1. Fonun Yapısı; hedefleri, mali davranışı ve ülkenin uluslararası rezervlerinden ayrı olup olmadığı
2. Fonun Yönetimi; hükümetin ve fon yöneticilerinin rolleri de dahil olmak üzere fonun kurumsal sorumluluk ve etik yatırım davranışı için takip ettiği ana esaslar
3. Fonun Hesap Verebilirliği ve Şeffaflığı; fonun yatırım stratejisinde, yatırım faaliyetlerinde, raporlama ve denetimler ve son olarak
4. Fonun İdaredeki Davranışları; fonun portföyü ve kaldıraç ve türevlerin kullanımı

“Ulusal Varlık Fonu Skorbordu” ilk olarak 2007 yılında Truman tarafından düzenlenmiş olup daha sonra 2009 yılı için yine Truman tarafından, 2012 yılı için Bagnall ve Truman tarafından ve en son olarak 2015 yılı için ise Stone ve Truman tarafından düzenlenmiştir. Aşağıdaki Tablo 5'te Şubat 2018 itibariyle büyüklük bakımından küresel piyasalarda önem arz eden belli başlı 20

UVF'nin 2007, 2009, 2012 ve 2015 yılları için ulusal varlık fonu skorborduna göre değerlendirilmiş hali görülmektedir.

Tablo 5: Yıllar İtibariyle Ulusal Varlık Fonu Skorbordu

| 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 (Exchange Fund) | 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; <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

Suudi Arabistan'a ait Public Investment Fund (PIF) hakkında yeterince bilgiye ulaşılamadığı için puanlama yapılmamıştır. Kazakistan'a ait UVF (Kazakistan Ulusal Fonu) için ise 2007 yılında puanlama yapılmasına karşın daha sonraları fonun pasif bir yapıya bürünmesi ve puanlama yapabilmek için yeterli bilgi olmaması sebebiyle puanlama yapılamadığı Truman tarafından belirtilmiştir (Truman ve Stone, 2016: 6-7).

Sonuç olarak Truman Endeksi olarak da adlandırılan Ulusal Varlık Fonu Skorbordu (SWF Scoreboard), UVF'leri belirli bir standarda oturtmak ve daha öngörülebilir hale getirmek için yapılan çalışmalardan bir tanesi olup gerek görece detaylı bir inceleme olması gerekse de bu

konudaki çalışmalara öncelik etmesi açısından akademik literatürde kayda değer kaynakların arasında sayılmaktadır.

1.7. Ulusal Varlık Fonları Hakkında Genel Görüşler

Ulusal varlık fonları, küresel finansal sistem içerisinde birçok ülke için hala “kapalı kutu” konumundadır. Küresel ekonomik yapının içerisinde ulaştığı devasa boyutlara karşın mevcut durumda var olan şeffaflık eksiklikleri, öngörülemezlikleri ve işlemlerindeki motivasyon ve hedeflerinin tam anlamıyla anlaşılabilmesi, UVF'lere karşı temkinli yaklaşılmasına sebep olmaktadır. Bir yandan da dünya genelinde, özellikle kriz dönemlerinde yaşanan likidite sıkışıklıklarında bu fonların sağlayabileceği desteğin çekici gelmesi ve kaynak zenginliğinin getirdiği avantajlardan faydalanma arzusu, devletlerin UVF'lere karşı pozitif bir bakış açısıyla yaklaşmasını sağlamaktadır.

Birçok gelişmiş ülke için UVF'ler, faydayı ve riski aynı anda içeren iki tarafı keskin bir kılıç gibidir. Birçok sanayileşmiş ülke, UVF'lerin sağladığı ek likiditeden yararlanırken aynı zamanda şeffaflık eksikliğiyle ve bu fonların doğaları gereği siyasi olarak yönlendirilebilmesi sonucu ortaya çıkabilen sorunlarla mücadele etmek zorunda kalmaktadır (Weiss, 2008: 18). Benzer şekilde, bazı devletler için UVF'ler, potansiyel düşman devletlerin elinde tehlikeli bir silah yani bir istikrarsızlık kaynağı, ekonomik güvenlik için bir tehdit olarak algılanabilirken bazıları için ise iyi bir yatırımcı ve istikrar kaynağı olarak da görülebilirler (Coissard vd., 2011: 1). Delacour da (2009: 13) bu konudaki fikirlerini aşağıdaki şekilde ifade etmiştir:

“UVF'leri kuruyoruz çünkü onlar bütçe açıklarımızı, bankalarımızı, şirketlerimizi, büyük projelerimizi ve fakir ülkeleri finanse edebiliyorlar; onlardan yine benzer sebeplerle korkuyoruz çünkü onlar finansal sistemi istikrarsızlaştırabilirler, stratejik sanayilerimizi satın alabilirler ve onları kontrol eden devletlere hizmet edebilirler.”

Sonuç olarak UVF'ler, ekonomik sistem içerisindeki diğer oyuncularla aynı şekilde ve aynı koşullar altında değerlendirilmesi gereken küresel bir ekonomik oyuncudur. Burada vurgulanması gereken bir diğer önemli nokta ise UVF'lerin heterojen bir grup olduğudur; bazı UVF'ler siyasi müdahaleden yalıtılması gereken kendi iç yönetim yapılarını geliştirmede başarısız olurken bazıları ise bunu başarabilmiştir (Bortolotti vd., 2015: 38). Yani UVF'lerin hepsini bir bütün olarak kabul edip aynı şekilde değerlendirmek ve iyi veya kötü olarak nitelemek yanlış sonuçlara ulaşılmasına sebep olabilir. Bu sebepten ötürü, UVF'lerin olumlu ve olumsuz yönlerini irdelemek ve bütüncül bir yaklaşımla, topyekün iyi veya kötü şeklinde bir yargıda bulunmamak daha sağlıklı sonuçlar alınabilmesini sağlayabilir.

1.7.1. Ulusal Varlık Fonları Hakkında Olumlu Görüşler

Ulusal varlık fonları hakkındaki pozitif düşüncelerin ana çatısı, genel olarak finansal ve ekonomik temeller üzerinde şekillenmiştir. UVF'lerin ekonomik dalgalanmalar sırasında piyasayı likidite açısından desteklemeleri, uzun vadeli yatırım ufukları, istikrar sağlayıcı rolleri ve nesiller arası kaynak dağılımını sağlamaları gibi özellikleri, bu fonların küresel ekonomik sistem tarafından kabul edilmelerine ve egemen hükümetlerin, ülkelerinde faaliyet gösteren UVF'lere olumlu bakmalarına vesile olmuştur (Karagöl ve Koç, 2016: 8).

Ulusal varlık fonlarının kuruluş felsefeleri gereği finansal kaynak açısından zengin ve sağlam bir ekonomik zemin üzerine inşa edilmiş olmaları, özellikle likidite sıkışıklığının yaşandığı kriz dönemlerinde başvurulacak birer ek likidite kaynağı olarak görülmelerine sebep olmuştur. UVF'lerin başarıyla geçtikleri bir sınav olarak sayılabilecek olan 2007-2009 Küresel Finans Krizi, bu fonların küresel sisteme daha güçlü bir şekilde entegre olmalarını sağlamış ve UVF'ler, kriz esnasında oynadıkları hayati rolle piyasalarda olumlu bir imaj çizmeyi başarmıştır (Betbeze, 2009: 168). Günümüze kadar herhangi bir finansal çöküşe sebep olduğu kanıtlanamayan UVF'ler, son küresel finans krizinde görüldüğü üzere, gerektiği durumlarda piyasalara likidite sağlayarak sistemin dengede kalmasına katkıda bulunmuşlardır (Yalçınmer ve Sürekli, 2015: 4). Küresel finans krizi süresince Batı dünyasının büyük finans kurumlarına (Citi Group, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Fortis vb.) yaptıkları büyük yatırımlarla ve sağladığı destekle krizin etkilerini hafifletmeye yardımcı olan ve uzun yatırım ufuklarıyla istikrarın yerleşmesinde pay sahibi olan UVF'ler, artık piyasalar için önemli birer likidite ve istikrar kaynağı olarak görülmeye başlamıştır (Alhashel, 2015: 2; Atangana, 2013: 3).

Ulusal varlık fonları, özel fonlar (hedge) veya devlet bağlantılı emeklilik fonları gibi fonlardan farklı bir yapıda olduklarından kısa vadeli yükümlülükleri bulunmamaktadır. Bu sebepten dolayı UVF'lerin uzun vadeli yatırım ufuklarının var olduğu düşünülmektedir (Fini, 2015: 30). Normal işleyen piyasa koşullarında herhangi bir finansal kurumun sahip olduğu büyük bir pozisyonun piyasa istikrarına potansiyel bir tehdit olabileceği düşünülebilir. Ancak hedge fonlardan farklı olarak UVF'ler, yatırım portföylerini hızla değiştirme eğiliminde değildirler (The corner house, 2008: 17). Bir diğer deyişle UVF'ler, uzun vadeli yatırımcı olarak kabul edilirler çünkü piyasalarda işlem yaparken genellikle al ve tut (buy-hold) stratejisini benimserler (Atangana, 2013: 32; Schwab, 2008: 3). Ticari yükümlülükleri bulunmayan UVF'ler, uzun yatırım ufukları paralelinde, piyasa stresinin arttığı dönemlerde görece daha az baskıya maruz kalmaktadırlar. Özel yatırımcıların, yatırımlarının hacmini azalmak ve likiditeyi artırmak zorunda kaldığı piyasanın stresli zamanlarında UVF'ler, tam tersi yönde bir rol oynayarak piyasayı istikrara kavuşturmak amacıyla yatırımlarına devam ederler. Örneğin, küresel hisse senedi piyasasının sert bir şekilde düştüğü 2000-2002 yılları arasında Norveç Ulusal Varlık Fonu, küresel pazarlarda hisse senetlerinin büyük bir alıcısı konumundaydı (Quarterly Bulletin Bank of England, 2008: 81).

Ulusal varlık fonları, kendilerine uzun süre şüpheyle ve temkinli yaklaşılmasından dolayı, yatırım yaptıkları şirketlerde genellikle dikkat çekme yolunu seçmemiş ve pasif bir yönetim tarzı benimseyerek şirket idaresine çok fazla müdahil olmamışlardır. UVF'ler yatırım yaptıkları şirketlere avantajlı mali koşullar sunarak ve genellikle azınlık payları edinip pasif bir pozisyon olarak güç duruma düşmüş şirketler için bir nevi sermaye kaynağı vazifesi görmüşlerdir (Badian ve Harrington, 2009: 2). Özetle UVF'ler yatırım yaptıkları şirketlerde genel olarak çoğunluk paya sahip olmayı tercih etmedikleri gibi pasif yatırımcı olmayı bir yöntem olarak benimserler ve ayrıca şirketlerin yönetim kurullarındaki oy haklarını da kullanmazlar (Blancheton ve Jegourel, 2009: 7). Görüldüğü üzere UVF'ler, finansal piyasalarda bir tehdit olarak algılanmalarına sebep olabilecek faaliyetlerden uzak durmayı seçerek pasif bir melek yatırımcı⁵ portresi çizmeye çalışmaktadırlar.

Genel olarak döviz rezervlerinden ayrı olarak yönetilen ulusal varlık fonları, uluslararası alanda yatırım yapmaya eğilimlidirler fakat ihtiyaç olduğunda altyapı yatırımları, sanayiye istikrara kavuşturma gibi hedeflerle kendi kaynak ülkelerinde de faaliyette bulunabilirler (Al-Saidi, 2012: 20). UVF'lerin sahip olduğu varlıklar ve bu varlıklardan elde ettikleri gelirler, devletlerin maliye politikaları ve ödemeler dengesi üzerinde olumlu etkilere sahiptir. Bu kapsamda UVF'ler, yatırım stratejilerinin ülke ekonomisinin hedefleri ile uyumlu hale getirilmesiyle birlikte devlet bütçesinin daha etkin kullanımına katkı sağlama potansiyeline de sahiptirler. UVF'ler kendi kaynak ülkelerinde, kamu maliyesini iyileştirmeye, makroekonomik istikrara ulaşmaya yardımcı olan ve yüksek kalite büyümeyi destekleyen önemli, merkezi kurumlardır. UVF'ler aynı zamanda küresel pazarlarda da belirgin faydalar sağlamaktadır (IWG, 2008: 10). Kaynak ülkelerinde, atıl fonların değerlendirilerek refahın nesiller arası adil dağılımına katkı sağlayan UVF'ler, uluslararası alanda ise küresel istikrarın oluşmasına ve devamına, gerek kriz durumlarında likidite desteği sağlayarak gerekse de küresel marketlerin uzun vadeli yatırımcıları olarak yardımcı olmaktadır.

Sonuç olarak boyutları itibarıyla küresel piyasalarda önemli bir paya ulaşan UVF'ler, küresel mali stresin arttığı dönemlerde, uzun yatırım evrenleri ile etkin bir kaynak dağılımı sağlayarak ve ekonomik sistemde dengeleyici bir unsur olarak pozitif etki yaratabilmektedirler (Vural, 2011: 18). Bu bağlamda UVF'ler, şeffaflığın ve hesap verebilirliğin günden güne arttığı ve daha çok tartışıldığı bu ekonomik konjonktür içerisinde, küresel piyasalarda çizdiği olumlu imajı koruyabilmek ve sürdürebilmek adına her gün yeni sınavlara girmek zorunda kalmaktadırlar.

1.7.2. Ulusal Varlık Fonları Hakkında Olumsuz Görüşler

Ulusal varlık fonları hakkında oluşmuş olumlu izlenimlere karşın, UVF'lerin yatırım yaptığı ülkelerde, fonların amaçlarının sadece kar maksimizasyonu yani ekonomik olmadığı, perde

⁵ Melek yatırımcı, kuruluş aşamasındaki veya zor durumdaki firmalara, sağladıkları finansman ile onlara hayat veren kişi veya kuruluşlardır (Uluyol, 2008: 50).

arkasında yatırım yapılan ülkeyi zor duruma sokabilecek teknoloji transferi, kritik sektörlerin ele geçirilmesi gibi birtakım gizli siyasi amaçların da olabileceği gibi kaygılar bütünüyle ortadan kalkmamıştır (Akbulak, 2008:7). Halen uluslararası alanda birçok ülke, UVF'lere temkinle ve önyargıyla yaklaşmaktadır ve ayrıca stratejik sektörlerde kontrolün ulusal unsurlardan başka devletlerin kontrolüne geçmesi sorunu gündemdeki yerini korumaktadır (Hacıhasanoğlu ve Soytas, 2010: 3; Schwab, 2008: 3; The corner house, 2008: 1).

UVF'ler ekonomik olarak güç kazandıkça bir UVF veya devlet kontrolündeki bir şirket yabancı bir ülkeye yatırım yaptığında, yatırım yapılan ülkeler, UVF'lerin yatırım kararlarının ekonomik getiriden ziyade siyasi hedefler güdülerek de alınabileceği riskini algıladılar ve bu fonların kendi stratejik varlıklarını hedefleyebilme kaygısını taşımaya başladılar (OECD Investment Newsletters, 2007: 4). Zaten UVF'lere yönelik en ılımlı eleştirilerin başında UVF'lerin karar alırken sadece ekonomik nedenlerle değil siyasi nedenlerle de kararlar alabilme ihtimalidir (Gilson ve Milhaupt, 2009: 3; Balding, 2009: 3). Bu duruma ek olarak benzersiz (sui generis) kurumlar olan UVF'ler, çok büyük sermaye havuzlarını yönetirken amaç fonksiyonlarının oldukça karmaşık bir yapıda olması ve sadece finansal getiriye odaklanmaması bu kaygıları körüklemektedir (Bernstein vd., 2009: 6-7).

UVF'ler, yatırım yaptıkları ülkelerin ulusal güvenlikleri ve rekabet güçleri için bir tehdit oluşturmakla birlikte (Behrendt, 2010: 1; Gilson ve Milhaupt, 2009: 3) aynı zamanda finans ve siyaset arasındaki çizgiyi bulanıklaştırarak sadece finansal akışları yönlendirmekle kalmaz, küresel piyasaların doğasını da değiştirebilir (Clark vd., 2013: 5). Sonuç olarak her ne kadar UVF'ler yatırımları konusunda çok ketum davransalar da UVF'lerin "açıkça" düşmanları olduğu bilinen ülkelere bir yatırım yaptıklarına dair hiçbir kayıt yoktur. Yani yatırım yapmama politikası konusunda bilgi vermekten imtina etmeyen UVF'ler, konu diğer yatırım faaliyetleri olduğunda daha "opak" davranabilmektedirler. Örnek olarak Suudi Arabistan, İran'a yatırım yapmamayı bir politika olarak benimserken Çin ise Tayvan'a yatırım yapmayacağını özel olarak belirtmiştir (Balin, 2008: 6). UVF'lerin siyasi kararlar alabilme ihtimali sadece dış politikaya yönelik olmayıp aynı zamanda iç politikaya yönelik olarak da ekonomik kaynaklı olmayan siyasi kararlar alınabilir. Örneğin bir partizan UVF, diğer seçmenleri göz ardı ederek kendi seçmenleri için olumlu olduğunu düşündüğü projelerin lehine önyargılı bir şekilde karar alabilir (Saint-Paul, 2009:9). Yine benzer şekilde, yapılan araştırmalar, kendi kaynak ülkesine yüksek seviyede yatırım yapan UVF'lerin, özellikle siyasi liderlerin aktif katılımı olanların, kötü performans ile ilişkili olduğunu göstermiştir (Bernstein vd., 2009: 29).

Küreselleşmenin etkinliğini artırmasıyla birlikte ulusal güvenlik kavramı, gitgide ekonomik güvenlik kavramına daha güçlü bir şekilde eklenmiştir. Bu bağlamda UVF'lerin hâlihazırda küresel ekonomik sistem için "kapalı kutu" olmaları ve çok büyük bir ekonomik gücü ellerinde tutmaları sebebiyle birçok ülke tarafından ekonomik güvenlik açısından bir tehdit olarak

algılanmaktadır. Çünkü UVF'ler bir çatışma durumunda rakibini zayıflatmak için stratejik olarak kullanılabilir bir potansiyele sahiptirler (Saint-Paul, 2009: 8) ve yatırımları vasıtasıyla yatırım yapılan ülkenin milli güvenliği için bir risk oluşturabilirler (Badian ve Harrington; 2009: 7). Bu kapsamda ülkeler, UVF'ler aracılığıyla başka devletlerin kendi savunma teknolojilerine erişebilme ve bunları kontrol edebilme ihtimalinden korkmaktadırlar (Delacour, 2009: 111).

Görüldüğü üzere egemen devletlerin, UVF'lerin yatırım kararları konusunda kaygı duymalarının ve UVF'lere temkinli yaklaşımlarının asıl sebebi UVF'lerin siyasi kararlar alabilme ihtimalleridir. Bu duruma ek olarak UVF'lerin birçoğunun yapısında var olan “opaklık” yani şeffaflık eksikliği, yatırım yapılan devletlerin bu husustaki kaygılarını güçlendirmektedir. Bir diğer ifadeyle UVF'lerin sınırlı şeffaflıkları ve yatırım motivasyonlarındaki belirsizlikler yatırım yapılan ülkelerde birtakım endişeler yaratmakta ve bu durum da ülkeleri UVF'lere karşı daha fazla korumacılık mekanizmaları yaratmaya itmektedir (Al-Saidi, 2012: 20). UVF'lerin, Norveç ve Kanada gibi istisnai örnekler hariç tutulursa, yeterince bilgi paylaşımında bulunmuyor olmaları yani opaklıkları, bu korkuları körüklemekte ve ülkeler, UVF'lere karşı daha tutucu politikalar izleme yolunu tercih etmektedirler. Özetle UVF'ler, bir bütün olarak; kullandıkları araçlardan stratejilerine, hedeflerinden yatırımlarının detaylarına kadar şeffaf olmamakla suçlanmaktadır (Junghans, 2008: 8). UVF'ler hakkında var olan bu bilgi eksikliği, genel olarak UVF'lerin içyapısındaki şeffaflık eksikliğinden kaynaklanmakta ve yatırım yapılan ülkeler bu duruma tepkiyle yaklaşmaktadırlar.

Tartışmaya ekonomik açıdan bakıldığında ise her ne kadar UVF'leri, kuralları net olarak çizilmiş bir alana sokabilmek amaçlı çalışmalar (Santiago Prensipleri) var olsa da hala bu çalışmalar yeterli seviyeye ulaşamamıştır. Birçok ülke kendi yasalarıyla UVF'lere karşı tedbirler almaya ve kendisini korumaya çalışmaktadır. Ekonomik güç açısından çok önemli boyutlara ulaşmış olan UVF'ler, gerek ülkeler gerekse de şirketler açısından önemli bir tehdit olarak ortaya çıkmıştır. UVF'lerin, yatırım yaptıkları şirketlerin kontrolünü ele geçirmeleri veya şirketler üzerinde etkili olarak haksız kazanç elde etmeleri ihtimali de ekonomik açıdan egemen devletleri endişelendiren bir konudur (Heyward, 2008: 5).

Ekonomi felsefesi penceresinden bakıldığında ise devletin ekonominin içine UVF'ler aracılığıyla dolaylı da olsa etkin bir şekilde girmesinin, devlet kapitalizminin yeniden ortaya çıkmasını teşvik ettiği yönünde birtakım eleştiriler bulunmaktadır (Behrendt, 2010: 1). Devletin ekonomik sistem içerisinde aktif bir oyuncu olarak bulunması, Washington Uzlaşmasıyla⁶

⁶ Washington Uzlaşması'nı kavramsallaştıran Williamson, bu uzlaşmayı 1979 yılı itibarıyla Latin Amerika ülkeleri için önerilen ekonomi politikalarının asgari ortak paydası olarak ifade etmektedir. Washington Uzlaşması'nın temel prensipleri şöyledir: 1) Ticaretin serbestleştirilmesi, 2) Mali disiplin, 3) Özelleştirme, 4) Kamu harcamaları önceliklerinin temel sağlık hizmetleri, temel eğitim ve altyapı gibi hem gelir dağılımını iyileştirecek hem de yüksek ekonomik getiri sağlayacak alanlara kaydırılması, 5) Vergi tabanını genişletmek, 6) Faiz oranının liberalleştirilmesi,

öngörülen serbest piyasa kurallarının ruhuna ters düşse de birçok devlet, piyasada, muhtelif araçlarla serbest piyasa kurallarına uygun olarak faaliyet göstermektedir. Küresel bir girişimci ve yatırımcı olarak devletin, devlet mülkiyetli şirketlerle birlikte en çok kullandığı araç ulusal varlık fonlarıdır (Şimşek, 2015: 133). Dolayısıyla UVF'leri de devlet kapitalizminin yeniden ortaya çıkmasına yönelik tartışmaların dışında tutabilmek çok da mümkün görünmemektedir.

Sonuç olarak, henüz finansal piyasalarda açık ve öngörülebilir bir şekilde kendisini göstermeyen ve en büyük eleştiri noktası olarak şeffaf olmamaları belirtilen UVF'ler hakkında, olumlu görüşler kadar olumsuz görüşler de mevcuttur. Bu olumsuz görüşlerin ortaya çıkmasının ana sebeplerinden başlıcaları; UVF'lerin sahne arkasından perde önüne çıkmak istememeleri ve birçok UVF'nin bilgi paylaşımı konusunda kamuoyuna açık davranmayı tercih etmemeleridir. Aslında her bir UVF'nin kendine özgü farklı amaçları ve hedefleri olduğu için, bir sınıf olarak UVF'lerin yatırım stratejileri hakkında genelleme yapmak zordur (Weiss, 2008: 10). Bu nedenle UVF'leri incelerken de tümevarımı bir yöntem olarak benimsemek yerine her UVF'yi, her vakayı özgün bir olay olarak ele alıp incelemek daha doğru sonuçlara ulaşmamıza yardımcı olabilir.

7) Rekabetçi döviz kuru, 8) Doğrudan yabancı yatırımların serbestleştirilmesi, 9)Deregülasyon, giriş ve çıkış engellerinin ortadan kaldırılması, 10) Mülkiyet haklarının güvence altına alınması (Williamson, 2000: 252-253).

İKİNCİ BÖLÜM

2. ULUSAL VARLIK FONU ÜLKE ÖRNEKLERİ

Küresel ekonomik sistem içerisinde önemleri günden güne artan UVF'ler, gerek yatırım yaptıkları alanlarla, gerek farklı amaçlara yönelmiş hedefleriyle, gerekse de yatırım büyüklükleriyle finansal piyasalarda etkin oyuncular konumuna gelmişlerdir. Ekonomik açıdan devasa büyüklüklere ulaşmış böyle bir yatırım havuzunun hala tam anlamıyla açığa kavuşturulamamış noktalarının bulunması ve şeffaflık, hesap verebilirlik açısından eksikliklerinin olması zaman zaman piyasalar tarafından tedirginlikle karşılanabilmektedir. Doğaları gereği UVF'leri, keskin bir homojen sınıflandırmaya tabi tutmak mümkün görünmemekle birlikte özellikle 2000'li yıllardan sonra yapılan akademik çalışmalarla en azından UVF kavramının ana hatları belirlenebilmiştir.

Tezin bu bölümünde türleri, büyüklükleri, kaynakları, hedefleri ve küresel piyasalardaki yeri açısından öncü olarak kabul edilebilecek ve UVF piyasasının genelini yansıtabilecek bazı örnek UVF'ler incelenecektir. Böylece dünyadaki önemli örnekler incelenerek Türkiye Varlık Fonu için zemin oluşturulmaya çalışılacaktır.

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

Norveç tarafından 1990 yılında "The Petroleum Fund of Norway" adıyla kurulmuş olan Norveç Ulusal Varlık Fonu (GPFG), 2006 yılında bugünkü ismini almıştır. UVF'ler arasında, fon büyüklüğü açısından dünyanın en büyüğü konumunda olan GPFG'nin asli kaynağını ülkenin petrol ihracatı gelirleri oluşturmaktadır (Akbulak, 2008: 244). GPFG, gelirlerin nesiller arasında adil dağılımı ve uzun vadeli etkin yönetimi, istikrar sağlama ve sürdürme gibi amaçlarla faaliyetlerini yürütmektedir. Petrol gelirlerinin düzenli olarak aktarıldığı fon, ekonominin canlandırılması ve petrol fiyatlarında yaşanması muhtemel dalgalanmaların olumsuz etkilerinin ortadan kaldırılması amacıyla piyasalarda işlemler yapmaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 13; Delacour, 2009: 194). 31 Aralık 2017 itibarıyla GPFG'nin yatırımları % 66,6 oranında hisse senedi yatırımında, % 30,8'i sabit getirili finansal araçlarda, % 2,6'sı ise gayrimenkul yatırımında bulunmaktadır (<https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/>). Nisan 2018 itibarıyla varlık olarak dünyadaki varlık fonları arasında ilk sırada yer alan GPFG'nin aktif varlık büyüklüğü 1.035,24 milyar USD'ye ulaşmış olup 2017 yılında toplam 131 milyar USD (% 13,7) getiri sağlamıştır (<https://www.swfinstitute.org/swf-news/big-year-norways-swf-generates-13-66-for-2017/>; <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/2098905-norvec-varlik-fonu-2017-de-137-getiri-sagladi>).

En gelişmiş ulusal varlık fonlarından bir tanesi olan GPF, tek bir ana kaynaktan beslenen (petrol gelirleri) aktiflerini, çeşitlendirilmiş bir varlık grubuna transfer ederek gelirlerini dalgalanmalardan korumak ve sabit bir hale getirmeyi hedeflemektedir. Bunun için de genel olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmaktadır (Santiso, 2016: 327). İsminde bulunan “emeklilik” (pension) kelimesine karşın emeklilik ile ilgili yükümlülükleri bulunmayan GPF, Norveç ekonomisinin aşırı ısınmasını önlemek ve petrol fiyatlarındaki dalgalanmaların etkilerinden korunmak için yurt dışına yatırım yapmayı tercih etmektedir (<https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>). Nitekim GPF, yurt dışına yapılan bu yatırımlar sayesinde küresel piyasalarda istikrarın oluşmasına katkıda bulunurken hem Hollanda Hastalığı’nın zararlı etkilerinden korunabilmekte hem de gelirin nesiller arasında adil dağılımına katkıda bulunabilmektedir. Petrol fiyatlarındaki aşağı/yukarı oynaklıktan kaynaklanan sorunlardan etkilenmek istemeyen Norveç’in, kendisine benzer şekilde petrol geliri açısından zengin olan diğer ülke örneklerinde olduğu gibi Hollanda Hastalığı’nın getirdiği olumsuzluklardan etkilenmemesinin sebebi, sağlıklı işleyen ve ekonomideki aşırı ısınmayı engelleyen GPF olduğu söylenebilir (Chevalier, 2009: 23-24).

Yönetimsel açıdan bakıldığında bazı UVF’lerin, kaynak devletlerinin merkez bankalarından farklı bir hukuki kişiliğe sahip olmadığı görülmektedir. Böyle durumlarda merkez bankası, aynı zamanda fonun yönetiminden de sorumlu olmaktadır. Norveç’teki Norges Bank ve Suudi Arabistan’daki SAMA bu duruma örnek olarak verilebilir (Delacour, 2009: 63). Norveç örneğinde GPF’nin kuruluş sözleşmesinde, fonun resmi sahibi olarak Maliye Bakanlığı belirtilmiş olup fonun yönetim yapısı incelendiğinde ise siyasi otorite ve operasyonel yönetim arasında sorumlulukların paylaşımının açık bir şekilde belirlenmiş olduğu görülmektedir (IWG, 2008: 41). Norges Bank Yatırım Yönetimi, GPF’yi Norveç Maliye Bakanlığı adına yönetir ve Bakanlık, Norges Bank Yatırım Yönetimi’nden alınacak tavsiyelerle ve Parlamentodaki tartışmaların ekseninde fonun yatırım stratejisini belirler (<https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>). Norges Bank, portföy riskinin tamamını kontrol ederken performans izleme tamamen şeffaf kurallar çerçevesinde yönetilir. Yönetim heyetleri, çok sınırlı tutulmakta olup bu şekilde yönetim maliyetleri de düşük seviyelerde seyrederek (Aglietta, 2009: 362).

Dünya çapında geniş bir alana, çeşitlendirilmiş finansal araçlarla yatırım yapan GPF, “doğru” (etik açıdan) alanlara yatırım yaparak “makul” bir finansal getiri hedeflemektedir. Bir dizi etik yönergeye sahip olan fon, asıl olarak iki ana unsur üzerine bina edilmiştir; ülkenin petrol gelirinin getirdiği refahın makul bir kısmının gelecek nesillere aktarılması ve etik olmayan davranış veya amaçlara fayda sağlayan alanlarda, kabul edilemez riskler oluşturabilecek yatırımlar yapmamak (IWG, 2008: 41). GPF, eğer bir şirket sistematik olarak insan hakları ve çevresel sorunlara dair etik normları ihlal ederse, bu şirketi yatırımlarının dışında tutmayı tercih etmektedir (The Corner House, 2008: 23). Aynı kapsamda GPF, özellikle insanlık dışı silahlar (kimyasal silahlar, nükleer veya biyolojik silahlar, antipersonel mayınlar) üreten/ satan veya ciddi insan

hakları ihlallerinden, geniş çaplı yolsuzluklardan veya büyük çevresel bozulmalardan suçlu bulunan grupları boykot etmektedir (Delacour, 2009: 195).

GPFG yönetiminde etkili olan en önemli unsurların başında şeffaflık gelmektedir. LMT Endeksi'ne göre 10 puan alan GPFG, periyodik olarak yayımladığı raporlar, sürekli güncellenen web sitesi ile şeffaf bir yönetim sergilemekte ve kaliteli bir bilgi akışı sağlamaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 14). Fon yönetimi yüksek derecede şeffaflık ve bilgi paylaşımı ile karakterize edilirken Maliye Bakanlığı ise fon ile ilgili önemli konularda meclise ve kamuoyuna raporlama yapmaktadır. Norges Bank, fonun yönetimine dair üçer aylık dönemler halinde raporlar yayımlarken bunun yanı sıra yatırım performansını içeren yıllık rapor ve yapılan yatırımların bir listesini de (coğrafi ve sektörel) basın toplantısı aracılığıyla kamuoyu ile paylaşır (IWG, 2008: 41; Delacour, 2009: 195).

Şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından dünyadaki tüm UVF'ler için örnek teşkil eden GPFG, piyasa şartları içerisinde değerlendirildiğinde ise finansal getiri, yatırım yaptığı ülkelerdeki yapıcı etkisi ve bir sektöre yatırım yaparken göz önünde bulundurduğu etik prensipler açısından olumlu bir izlenim oluşturmaktadır. Ayrıca Norveç ekonomisi, serbest piyasa ekonomisi ve devlet müdahalesini birleştiren yapısıyla yeni bir karma ekonomi modeli ortaya koymaktadır ve bu model refah kapitalizmine örnek bir model olarak gösterilmektedir (The Corner House, 2008: 24). GPFG, mevcut haliyle UVF'ler açısından çok önemli bir basamak olup ilerleyen yıllarda öncü ve örnek konumunu koruması halinde UVF'lere karşı piyasalarda hala etkisi hissedilen önyargının kırılmasına daha çok fayda sağlayabilecektir.

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

Son yıllarda petrol geliri kaynaklı UVF'ler, uluslararası finansal ve endüstriyel sahnede önemli oyuncular haline gelmişlerdir. Aynı zamanda bu fonlar kapitalizmin yönetim tarzının yeniden yapılandırılması sürecine önemli katkıda bulunmaktadırlar (Chevalier, 2009: 7). Devletin özel sektörün içerisinde aktif bir şekilde yer alabilmesinin alternatif bir yolu olarak görülen UVF'ler, devlet kapitalizminin tekrar gündeme gelmesine ve yorumlanmasına sebep olmuştur. Petrol kaynaklı UVF'ler de servet birikimi açısından UVF'lerin ortaya çıkması aşamasında öncül, ortaya çıktıktan sonra da öncü konumunu devam ettirmiştir.

Yenilenemeyen bir doğal kaynak olarak petrol, GCC ülkeleri (Gulf Cooperation Council – Körfez İşbirliği Konseyi) için refahın ve zenginliğin ana unsuru konumundadır. Bu ülkelerdeki hızlı nüfus artışı, tarımsal üretim için gerekli tarım alanlarının bulunmaması, petrol kaynaklarının tükenmesi ihtimali gibi sebepler gelecek senelerde refahın sürdürülememesi, kıtlık vb. sorunların ortaya çıkmasına sebep olabilecektir (Dockes, 2009: 5,11). Dolayısıyla UVF'ler, GCC ülkelerinin her biri açısından zenginliği korumak ve biriktirmek için önemli birer araçtır (Al-Saidi, 2012: 95).

Bu bağlamda Birleşik Arap Emirlikleri'nin (BAE) ilk UVF'si olarak 1976 yılında, Abu Dhabi Emirliği yönetimi tarafından kurulan Abu Dhabi Investment Authority'nin (ADIA) ana kaynağını ülkenin petrol ihracatından sağladığı gelirler oluşturmaktadır (Akbulak, 2008: 243; IWG, 2008: 48). Nisan 2018 itibariyle, varlık büyüklüğü olarak dünyadaki UVF'ler arasında 3. sırada yer alan ADIA'nın aktif büyüklüğü 828 milyar USD'ye ulaşmış olup bu varlık hacmiyle Orta Doğu'daki petrol geliri kaynaklı fonlar arasında en büyüğü konumundadır (<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>). ADIA'nın gerçekleştirmeyi hedeflediği en önemli 2 amacı; (i) petrole dayalı olan BAE ekonomisinin çeşitlendirilmesi ve (ii) yeni istihdam alanları oluşturacak yeni sektörlerin kurulması ve desteklenmesidir (Karagöl ve Koç, 2016: 15). Daha genel bir ifadeyle ana gelir kaynağı petrol ihracatı olan ADIA'nın misyonu, Abu Dhabi Emirliği'nin şu anki ve gelecekteki refahını garanti altına alabilmek için gerekli gördüğü alanlarda yatırım yapmaktır. Bu kapsamda ADIA, çeşitlendirilmiş bir portföyü yönetmekte olup yatırım yaptıkları coğrafi bölge, yatırım alanları ve kullandığı finansal araçlar açısından çok çeşitli bir yelpazede faaliyet göstermektedir. Yönetim tarzı açısından pasif yatırımcı olarak değerlendirilebilecek ADIA, yatırım yaptığı şirketlerin yönetiminde olmayı ve karar verici pozisyonunda bulunmayı tercih etmemektedir (Delacour, 2009: 187). Abu Dhabi hükümeti adına faaliyet gösteren ADIA, uzun dönemli finansal getiri üzerine odaklanmıştır. Farklı bir ifadeyle, ADIA'nın almış olduğu kararlar sadece "ekonomik" hedeflere yönelik olup uzun dönemli sürdürülebilir finansal getiri sağlamak fonun asli amacıdır (<http://www.adia.ae/En/Investment/Strategy.aspx>).

ADIA, tamamen Abu Dhabi Hükümeti'nin mülkiyeti ve denetimi altında olmakla birlikte kanunla kendisine verilen yükümlülüklerini, amaçlarını ve hedeflerini yerine getirebilmek için tam anlamıyla bağımsız bir hukuki kişiliğe sahip olarak yetkilerle donatılmıştır (IWG, 2008: 48). ADIA, bir yönetim kurulu ve genel müdür tarafından idare edilen bir tüzel kişiliğe sahiptir. Yönetim kurulu, sadece hükümet üyelerinden oluşmakta olup fonun kanunla belirlenen temel amaçları doğrultusunda yatırım politikasını ve stratejisini hazırlar ve ayrıca fonun yönetimini bir denetim kurulu yardımıyla kontrol eder (Delacour, 2009: 188). Kurul, ADIA'nın faaliyetlerinin sürdürülmesinde birincil sorumluluğa sahiptir. ADIA'nın genel stratejisinin oluşturulması ve gözden geçirilmesi için periyodik olarak toplanan kurul, yatırım kararlarının veya operasyonel kararların alınması sürecinde yer almaz (<http://www.adia.ae/En/Governance/Governance.aspx>). Genel müdür ise yatırım kararlarını almakla ve fonu 3. kişilere karşı temsil etmekle yükümlüdür. Fon, hükümetle ilişkilerinde operasyonel ve mali bağımsızlığa sahiptir (Delacour, 2009: 188).

Abu Dhabi Yatırım Konseyi altında faaliyet gösteren ADIA, bir dizi devlet mülkiyetindeki firmayı yönetirken ve yatırımların idaresinden sorumluyken içeriden ve dışarıdan birçok yönetici tarafından yönlendirilmektedir (The Corner House, 2008: 16). Çalışan profili bakımından oldukça zengin bir kültürel çeşitliliğe sahip olan ADIA, birçok ülkede, birçok farklı ulustan çok sayıda personele sahiptir.

Tarihi boyunca ADIA, hiçbir zaman tam olarak varlıklarının boyutunu, yatırım portföyünü ve getirilerini açıklamamıştır. 2006 yılına kadar ADIA tarafından sadece yabancı varlıklara yatırım yapılırken günümüzde ise hem dışarıya hem de ülke içerisine yatırım yapılmaktadır. ADIA, şu anda BAE'nin en büyük iki bankası olan Ulusal Abu Dabi Bankası ve Abu Dabi Ticaret Bankası'nın en büyük hissedarıdır (The Corner House, 2008: 16). Orta Doğu'daki UVF'lerin genel olarak şeffaflık açısından olumlu bir sicile sahip olduğu söylenemez. Gerek varlıkları, gerekse de yatırımları hususunda çok fazla bilgi paylaşmayan bu fonlar, Kanada, Norveç gibi ülkelerin UVF'leri ile kıyaslandığında şeffaflık kriterleri açısından oldukça gerilerde kalmaktadırlar. ADIA da bu konuda bölgesindeki diğer fonlara paralel bir tutum içerisindedir ve faaliyetleri konusunda neredeyse hiç bilgi yayınlamaz (Delacour, 2009: 186). Nitekim ADIA, şeffaflık göstergesi olarak kabul edilebilecek LMT Endeksi'ne göre 6 puan gibi ortalamanın altında bir puan almıştır (<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>).

Sonuç olarak ADIA, şeffaflık açısından var olan eksikliklerine karşın dünyadaki UVF'lerle kıyaslandığında yatırımları, varlık büyüklüğü ve tarihi deneyimi göz önüne alındığında UVF'ler arasındaki öncü pozisyonunu korumaktadır.

2.3. Çin Halk Cumhuriyeti - China Investment Corporation (CIC)

Çin ekonomisinin dışa açılması ve serbestleşmesiyle birlikte gelişen uluslararası ticaret bağlantıları, ülkenin döviz rezervlerinde önemli bir artış yaşanmasını sağlamıştır. Ekonomisinde yaşanan bu liberalleşmenin ve 2001 yılında Dünya Ticaret Örgütü'ne katılmasının ardından Çin, bu rezerv birikimini değerlendirmek adına 2007 yılında China Investment Corporation (CIC) adlı ulusal varlık fonunu kurdu (Şimşek, 2017: 54). Çin hükümeti tarafından, Çin devletinin şirketler hukukuna uygun olarak ve küreselleşme politikaları kapsamında dış yatırımları güçlendirmek amacıyla Pekin merkezli olarak kurulan CIC, 200 milyar USD'lik kayıtlı sermayeye sahip bir devlet şirketi olarak faaliyet göstermektedir (<http://www.china-inv.cn/wps/portal/>). CIC'nin 200 milyar USD'lik sermayesi, özel hazine bonoları ihraç etmek suretiyle finanse edilmiş olup CIC bu özel hazine bonolarının maliyetini karşılamak için Devlet Konseyi'ne temettü ödemektedir (<http://www.ifswf.org/member-profiles/china-investment-corporation>). Altyapı yatırımlarından enerji sektörüne, telekomünikasyon sektöründen ulaşım alanına kadar uzanan geniş bir yelpazede yatırımları bulunan CIC, ülkenin yatırım stratejileri ekseninde önemli gördüğü sektörlere destek vermektedir.

Nisan 2018 itibarıyla, 900 milyar USD'lik büyüklüğü ile petrol dışı kaynaklarla kurulan UVF'lerin en büyüğü pozisyonunda olan CIC, Çin'in döviz varlıklarını çeşitlendirmek ve kabul edilebilir risk toleransı içinde maksimum getiri elde etmek hedefleriyle faaliyetlerini sürdürmektedir (<http://www.china-inv.cn/wps/portal/>). 200 milyar USD'lik kuruluş sermayesinin ağırlıklı kısmı CIC'nin küresel yatırımlarına kanalize edilmiş olup bu yatırımlar, CIC'nin yan

kuruluşları olan CIC International Co. ve CIC Capital adlı alt şirketler tarafından yapılmaktadır. Ayrıca fonun ulusal yatırımları ise Central Huijin adlı şirket tarafından gerçekleştirilmektedir (Şimşek, 2017: 55). CIC International Co., yurtdışı varlıklarına yatırım yapmak ve bu yatırımları yönetmek yetkisi ile Eylül 2011'de kurulmuştur. Kurulduktan sonra CIC tarafından denizaşırı yatırımlar için yetkilendirilen CIC International, CIC'den var olan tüm portföyü devralmıştır. CIC International, devlet tahvili yatırımları, hedge fonlar, gayrimenkul yatırımları, özel sermaye yatırımları vb. alanlarda ve çeşitli araçlarla yatırımlarını yürütmektedir. CIC Capital, CIC'nin genel portföy yönetimini iyileştirmek ve uzun vadeli varlıklar üzerindeki yatırımlarını artırmak için doğrudan yatırım yapma konusunda uzmanlaşmak amacıyla Ocak 2015'te kurulmuştur. Central Huijin ise Çin'de, ulusal bankalar gibi devlete ait temel finans kurumlarına sermaye yatırımları yapmaktadır. Yatırım yapılan kurumların günlük operasyonlarına müdahale etmeden hissedar haklarını kullanan Central Huijin, devlete ait finansal varlıkların değerini korumak ve geliştirmek için faaliyetlerini devam ettirmektedir (<http://www.china-inv.cn/wps/portal/>). Ana çatı olarak bakıldığında CIC, alanlarında uzmanlaşmış 3 alt şirket üzerinden yatırımlarını çeşitlendirme yolunu seçmiş ve böylece merkeziyetçiliğin neden olabileceği bürokrasi, hesap verebilirlik, şeffaflık vb. sorunlardan kaçınmaya çalışmıştır.

31 Aralık 2016 itibarıyla CIC'nin yatırımları % 45,87 devlet tahvili yatırımında, % 15,01'i sabit getirili finansal araçlarda, % 37,24'ü alternatif varlıklarda ve % 1,88'i ise nakit ve diğer varlık yatırımlarında bulunmaktadır. Ayrıca 2016 yılında CIC, yatırımlarını % 66,11 oranında dışarıya yönlendirirken % 33,89 domestik yatırım gerçekleştirmiştir ve bu yatırımlarından % 6,22 net yıllık getiri elde etmiştir (<http://www.china-inv.cn/wps/portal/>).

CIC'nin nihai sorumluluğu ve hesap verebilirliği, Devlet Konseyi'nin (Çin'in en önemli idari makamı olup geniş manada Çin hükümeti olarak düşünülebilir) yetkisi altında olup Devlet Konseyi bir Yönetim Kurulu atayarak bu yetkisini delege etmektedir (The Corner House, 2008: 18). Yönetimsel açıdan hedefleri ve ana yönelimleri Devlet Konseyi tarafından belirlenen CIC, mevcut bir yönetim kurulu, yürütme komitesi ve denetim kurulu tarafından yönetilmektedir (Delacour, 2009: 210). CIC'nin kalkınma stratejileri, yatırıma dair ana esasları ve operasyonel işlemleri Yönetim Kurulu tarafından belirlenir. CIC içindeki sorumluluklar, işbölümü (bölümler ve alt birimler), hesap verebilirlik ve yönetim bakımından açıkça tanımlanmıştır (IWG, 2008: 36). Yönetim Kurulu, CIC'nin yatırım stratejisini ve yatırım politikasını belirlerken üst düzey yöneticileri atar ve görevden alır. Ayrıca fonun faaliyetlerini ve performansını denetler. CIC, aynı zamanda Maliye Bakanlığı'nın kontrolüne ve Ulusal Denetim Bürosu'nun düzenli dış denetimlerine de tabidir (Delacour, 2009: 211).

CIC'nin yatırım hedefleri; (i) CIC'nin sermayesi üzerinden uzun vadeli getirileri en üst düzeye çıkarmak için, çeşitlendirilmiş bir uluslararası finansal portföye yatırım yapmak ve (ii) tümüyle sahip olduğu iştiraki Central Huijin aracılığıyla devlete ait finansal varlıkların değerini

korumak ve artırmak için yerel finans kurumlarını ilgili yasalar uyarınca yeniden sermayelendirmektir (<http://www.ifswf.org/member-profiles/china-investment-corporation>; IWG, 2008: 36). Her ne kadar CIC'nin yatırım süreçleri kamuoyu tarafından tam olarak bilinmese de CIC kurulurken süreçleri görece daha şeffaf olan Singapur'un devlet yatırım şirketi (GIC) ve Temasek Holding örnek alınarak kurulmuştur. Fakat bu durumun aksine, CIC'nin hızlı bir şekilde büyümesinin ardından kuzey ülkelerinden (özellikle ABD) CIC'nin şeffaflık eksikliği hususunda gelen eleştirilerine karşı CIC, operasyonları hakkında bilgi veren kısa bir bilgi notu yayınlamıştır. Ancak bu belge yatırım stratejisi, karar alma süreçleri veya yapısı hakkında detaylı bilgi vermekten uzak görünmektedir (The Corner House, 2008: 18). Nitekim CIC'ye yapılan eleştirilerin ana çıkış noktalarından bir tanesi de şeffaflık eksikliği olup CIC buna karşın yine de LMT Endeksi'ne göre ortalama üstü sayılabilecek 8 puan almıştır (<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>). IFSWF'nin (International Forum of Sovereign Wealth Funds) kurucu üyesi olan CIC, Santiago Prensipleri'ni uygulamakta olup IFSWF'ye de aktif olarak katılmaktadır. Aynı zamanda CIC, Santiago Prensipleri'nin daha geniş çapta kabul edilmesini, UVF'ler arasında yatırım ve risk yönetimi alanlarında işbirliğini teşvik etmeyi ve küresel yatırım ortamının iyileştirilmesine katkıda bulunmayı hedeflemektedir (<http://www.china-inv.cn/wps/portal/>).

Sonuç olarak Çin'in ulusal varlık fonları, ülkenin ekonomik anlamda yükselişinin bir göstergesi ve neticesi olup ülkenin ulus ötesi-denizaşırı yatırımlarını geliştirmek adına kullanılan bir devlet stratejisi konumundadır (Şimşek, 2017: 56). Birden fazla varlık fonuna sahip olması nedeniyle Çin, toplam olarak düşünüldüğünde en büyük varlık fonuna sahip ülkeler arasında başı çekmektedir. Bu bağlamda Çin, döviz birikimini Yeni İpekyolu Girişimi ve Asya Altyapı Yatırım Bankası gibi projelere aktararak hem coğrafi manada hem de küresel anlamda finansal, ekonomik ve altyapı olarak gelişim süreçlerini desteklemektedir. Bu yolla da ekonomisini bir "yumuşak güç" aracı olarak kullanarak ekonomik üstünlüğü siyasi üstünlüğe dönüştürmeye çalışmaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 14). UVF'lerin ana eleştiri eksenlerinden biri olan ekonomik gücünü siyasi güce dönüştürme çabası, Çin UVF'leri için de önemli eleştiri hususlarının başında gelmektedir. Bu kapsamda CIC genel olarak yatırım yaptığı şirketler üzerinde etkili olabilecek, onları kontrol edebilecek pozisyonlar almayı tercih etmemektedir (Delacour, 2009: 208). Fakat bu kadar büyük ve yeterince şeffaf olmayan finansal bir devin küresel piyasalarda yaptığı işlemler önümüzdeki yıllarda da tartışılmaya devam edecektir.

2.4. Singapur – Temasek Holding

Singapur, Doğu Asya'da UVF kuran ilk devlet olma özelliğine sahiptir. Doğu Asya'daki, doğal kaynak harici ticaret fazlası veren diğer devletler ise genellikle 2007 Asya Finansal krizinden çıkardıkları derslerin ardından kendi UVF'lerini kurma yoluna gitmişlerdir. Temasek Holding ve Government Investment Corporation (GIC) mevcut durumda Singapur'un sahip olduğu 2 önemli UVF'dir (The Corner House, 2008: 4). İlk olarak Temasek Holding, 1974 yılında Singapur

hükümetinin gelirlerinin bir kısmını yönetmek amacıyla kurulmuş ve 1981 yılında ise GIC, ülkenin 2. UVF'si olarak Singapur devletinin resmi döviz rezervlerini yönetmek üzere faaliyete geçmiştir (Beck ve Fidora, 2008: 9; IWG, 2008: 45). Farklı amaçlarla kurulmuş olan UVF'lerden Temasek Holding, ağırlıklı olarak Asya'ya odaklanmış ve kendi varlıklarına sahip bir "kalkınma fonu" olarak faaliyet gösterirken GIC ise Singapur devletinin sahip olduğu resmi döviz rezervlerini yönetmekten sorumludur (Delacour, 2009: 197-198).

Temasek Holding, daha önce Singapur Hükümeti tarafından yapılan yatırımları ve değerlendirilen varlıkları ticari olarak yönetmek için Singapur şirketler kanununa uygun olarak kurulmuştur. Kuruluş aşamasındaki 354 milyon USD'lik başlangıç portföyü, daha önce Singapur Maliye Bakanlığı tarafından yönetilen şirketlerden oluşmakla birlikte bu devir sonucunda Singapur hükümeti, politika yapıcılığı ve düzenleyici işlemler yapma gibi asli görevlerine odaklanabilme fırsatı bulmuştur. Devredilen şirket portföyü içerisinde kuş parkı, otel, ayakkabı fabrikası, deterjan fabrikası, tersane, demir-çelik fabrikası gibi birçok farklı sektörden işletmeler bulunmaktadır (<https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/about-us.html>). Bu açıdan bakıldığında Temasek Holding'in kuruluş amacının ulusal yatırımları yöneten ve yönlendiren bir piyasa aracı olarak piyasada faaliyet göstermek olduğu söylenebilir. Bu bağlamda, her ne kadar genelde UVF özelde ise "Ulusal Kalkınma Fonu" (UKF), yeni bir fenomen olarak düşünülse de Temasek Holding, Singapur devleti için stratejik öneme sahip sektörlerde, devlet yatırımlarını yönetme ve geliştirme görevini üstlenmiş bir UKF olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Temasek Holding'in denizcilik, telekomünikasyon, havayolları gibi stratejik sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerde yatırımları bulunmaktadır. Zamanla Temasek'in portföyündeki bu şirketlere yenileri eklenmiş ve böylece Temasek, Singapur ekonomisinin ana nüvesini oluşturan sektörlerde söz sahibi konuma gelmiştir (Konukman ve Şimşek, 2017: 1930).

Temasek Holding'in misyonu, başarılı şirketlerin aktif bir yatırımcısı ve hissedarı olarak sürdürülebilir bir hisse senedi değeri yaratmak ve bu payı maksimize etmektir (IWG, 2008: 46). Başka bir deyişle, Temasek Holding'in amacının uzun dönemli hissedar olarak yatırım yaptığı şirketlerden sağladığı finansal getirileri maksimize etmek olduğu söylenebilir (Delacour, 2009: 199). Temasek'in bir yatırımcı olarak bankacılık, ulaşım, finansal hizmetler, telekomünikasyon, medya, sağlık, enerji, altyapı gibi birçok farklı sektörde yatırımları bulunmaktadır (IWG, 2008: 45). Temasek, bu yatırımları gerçekleştirirken bütçe fazlası veya ticaret fazlası gibi kaynaklar tarafından desteklenmemektedir (Delacour, 2009: 198). Temasek, yatırımlarını portföy şirketlerinden ve diğer yatırımlardan aldığı temettüler, diğer nakit dağıtımları, yatırımlarının satışından elde edilen gelirler, Temasek Tahvilleri, Euro-Ticari Kâğıt Programı gibi borç ve borç finansmanı kaynakları kullanarak finanse etmektedir (<https://www.temasek.com.sg/en/our-financials.html>). Temasek, başlangıçta sadece yurtiçine yatırım yapmış olmasına karşın, yabancı yatırımlar şimdi toplam portföyünün yarısından fazlasını oluşturmaktadır. Başta Çin, Tayvan ve Güney Kore olmak üzere gelişmekte olan Asya'da kümelenen yatırımlar, sektörel olarak ise finans

ve telekomünikasyon endüstrisi alanlarında yoğunlaşmıştır (Beck ve Fidora, 2008: 9). 2017 Mart itibarıyla Temasek, yatırımlarını % 39 oranında Asya'ya, % 32 oranında diğer ülkelere yönlendirirken % 28 domestik yatırım gerçekleştirmiştir ve bu yatırımlarından hissedarlarına % 13,37 net yıllık getiri elde kazandırmıştır (<https://www.temasek.com.sg/en/our-financials/portfolio-performance.html>).

Temasek Holding, Singapur şirketler kanununa uygun olarak faaliyet gösteren bir yatırım şirketi olup hükümetten tam manasıyla bağımsız olarak, yatırım yapma veya yatırımdan vazgeçme konusunda kararlar alan bir yönetim kurulu ve idari ekip tarafından yönetilmektedir (Delacour, 2009: 200). Temasek Holding'in şirket yönetimine genel manada rehberlik eden ve şirket politikalarını yönlendiren yönetim kurulu, bu yetkilerini 3 ana komiteye delege etmiştir. Yürütme Komitesi, Denetim Komitesi ve Liderlik Geliştirme ve Ücretlendirme Komitesi olmak üzere özel olarak yetkilendirilmiş bu 3 komite şirketin genel idaresinden sorumlu olup görev tanımları aşağıdaki şekildedir (<https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/corporate-governance.html>).

Yürütme Komitesi: Yılda 3 kez toplanan Yürütme Komitesi, belirli bir eşiğe kadar yatırım yapma ve yatırıma son verme kararlarını almaya yetkilidir. Bu eşiğin üzerindeki yatırım kararları ise Yürütme Komitesinin görüşü dikkate alınarak bizzat Yönetim Kurulu tarafından alınmaktadır.

Denetim Komitesi: Sadece bağımsız yöneticilerden oluşan Denetim Komitesi, iç denetim kapsamında mali raporlama, süreçlerin gözetimi, yapılan işlemlerin yasa ve yönetmeliklere uygunluğunun denetlenmesinden sorumluyken dış denetim açısından ise dış denetimin kapsamını ve denetçilerin bağımsızlığını gözetmekle sorumludur. İç denetim, işlevlerini etkili ve etkin bir şekilde yerine getirebilmek için tüm kayıtlara, mülklere ve personele tam ve sınırsız erişime sahiptir. Yılda 4 kez toplanan Denetim Komitesi, özel olarak Yönetim Kurulu veya üst düzey yönetim tarafından talep edilen periyodik plan dışı incelemeleri de üstlenebilmektedir.

Liderlik Gelişim ve Ücretlendirme Komitesi: Yılda 4 kez toplanan bu komitenin görevleri arasında Yönetim Kurulu ve CEO makamı için adaylarının önerilmesi ile performans ölçümü ve ücretlendirme planları ile ilgili olarak rehberlik ve genel politikaların belirlenmesi bulunmaktadır. Bunlara ek olarak anayasaya göre, hükümetten bağımsız ve hiçbir partiye aidiyeti olmayan Singapur devlet başkanının, Temasek yönetim kurulu başkanının ve üyelerinin atanması ve görevden alınması kararları üzerinde veto etme yetkisi bulunmaktadır (Delacour, 2009: 200; IWG, 2008: 46).

2004 yılından itibaren Temasek, finansal performansıyla ilgili olarak bilgi paylaşımında bulunmaya başlamıştır (The Corner House, 2008: 16). Temasek, faaliyetleriyle ilgili olarak yıllık raporlar yayınlamakta olup aynı zamanda iş ve performansının kamuya açık bir skorbordunu oluşturan Temasek Review adlı bir dergi yayınlamaktadır. Bunlara ek olarak Temasek, yatırımları

ve yatırım politikalarıyla ilgili anlaşılır bilgileri içeren bir internet sitesine de sahiptir (The Corner House, 2008: 22). LMT Endeksi'ne göre 10 puana sahip olan Temasek Holding, bilgi paylaşımı ve şeffaflık açısından bakıldığında UVF'ler arasında ön sıralarda kendisine yer bulmaktadır (<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>).

Sonuç olarak Temasek Holding, tümüyle devlet mülkiyetli olmasına rağmen, Singapur hükümetinin, ticari çıkarlara göre yönetim kurulunca alınan yatırım ve yönetim kararları üzerinde etkisi bulunmamaktadır (The Corner House, 2008: 22). Singapur'un kalkınma sürecinde vizyoner rolüyle ön plana çıkan Temasek, halen ülke ekonomisi açısından önemli bir görevi yerine getirmekte ve "Ulusal Kalkınma Fonu" gibi hareket ederek ekonominin yönüne ve büyüklüğüne etki etmektedir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE VARLIK FONU

UVF'ler genel olarak ödemeler dengesi fazlaları, resmi yabancı para işlemleri, özelleştirme gelirleri, mali fazlalar ve/ veya emtia ihracatından kaynaklanan gelirlere dayanarak kurulurlar (Das vd., 2009: 6). Türkiye Varlık Fonu (TVF), bu bağlamda özgün yapısıyla dünyadaki örneklerinden ayrıksı durmaktadır. Henüz herhangi bir faaliyeti bulunmayan TVF, kuruluş aşamasında çok iddialı bir ajanda ortaya koymuştur (SIL, 2016: 16): Önümüzdeki 10 sene boyunca büyüme oranına % 1,5 katkı yapmak, stratejik mega projeler için finansman sağlamak, havacılık, yazılım, savunma gibi stratejik teknoloji tabanlı sektörlerde yerel şirketleri küresel oyuncular olma yolunda teşvik etmek ve son olarak Türkiye dışında doğrudan yatırımlar için petrol ve doğalgaz dahil olmak üzere stratejik sektörlerde fırsatlar yaratmak. Böylesine büyük etkiler yaratmak amacıyla kurulmuş olan TVF'nin, piyasalarda işlem yapmaya başlamasından sonra ulusal ve uluslararası arenada kendisinden olumlu/ olumsuz daha fazla söz ettireceği söylenebilir.

TVF, kuruluşundan işleyişine, amaçlarından denetimine kadar birçok hususta kendine özgü çizgisiyle diğer ülke UVF'leri arasında farklı bir UVF portresi çizmektedir. Bu sebepten TVF, klasik manada bir UVF görünümünde değildir. Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak TVF'nin kuruluş süreci ve yönetim yapısı incelendikten sonra fonun geniş bir alana yayılmış olan amaçları üzerinde durulacaktır. Ardından TVF'nin gelir kaynakları, kendisine devredilen portföyü ve işleyişine dair bilgiler verilecek olup akabinde üzerinde kesin bir uzlaşmaya varılamamış olan, TVF'nin bir UVF olarak hangi kategoriye dahil olduğu konusu irdelenecektir. Son olarak yine TVF hakkında en çok tartışma konusu yapılan fonun denetimi konusu ele alındıktan sonra TVF hakkında açıklanmış olumlu ve olumsuz görüşler, gerekçeleriyle birlikte tartışılarak bölüme son verilecektir. Özetle bu bölümde TVF, farklılıkları özellikle vurgulanarak detaylı bir biçimde incelenmeye çalışılmıştır.

3.1. Kuruluşu ve Yönetim Yapısı

Türkiye Varlık Fonu, dünyadaki örneklerinin aksine, devletin doğal kaynak gelirlerini ya da bütçe fazlalarını yöneten geleneksel bir UVF olmaktan uzaktır (Ersan, 2017). Nitekim TVF Kuruluş Kanununun TBMM'ye sunulan gerekçe metninde⁷ Türkiye'nin G-20 ülkeleri içerisinde

⁷ Detaylı bilgi için bakınız: <http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf>

UVF'ye sahip olmayan tek ülke olduğu belirtilmiş olup fonun kuruluş amaçlarının başında, reel sektörün uzun vadeli yatırımlar yapmasına olanak sağlayarak ülkenin 2023 hedeflerine sağlıklı bir şekilde ulaşabilmesine destek olmak sayılmıştır. Ayrıca Türkiye'nin kamu otoritesi olarak oldukça çeşitli ve büyük bir varlık havuzuna sahip olduğu ve verilen teşviklerle emeklilik sistemi üzerinden büyüyen bir fon pazarının da var olduğu ifade edilmiş olup çeşitli yatırım amaçlarına yönlendirilen kamuya ait bu gelir ve fon fazlalarının oluşturulacak fonun yapacağı çarpan etkisiyle mega yatırımların finansmanına ve sermaye piyasalarının gelişimine katkıda bulunacağı belirtilmiştir (<http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf>).

Türkiye Varlık Fonu, "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un"⁸, (İlerleyen bölümlerde *Kuruluş Kanunu* olarak bahsedilecektir), 26 Ağustos 2016 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmasıyla birlikte resmi olarak kurulmuştur. Başbakanlığa bağlı olarak çalışacak ve 50 milyon TL'lik kuruluş sermayesi Özelleştirme Fonu tarafından karşılanacak olan TVF, özel hukuk hükümlerine tabi bir anonim şirket yapısındadır (<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/72/sikca-sorulan-sorular>). TVF benzeri kuruluşların dünya genelinde Merkez Bankası, Hazine ya da Maliye Bakanlığı gibi kuruluşlara bağlı olarak çalıştıkları bilinmekle birlikte TVF, Başbakanlığa bağlı olarak faaliyet gösterecektir (Sarıs, 2017: 230). Santiago Prensipleri'ne göre bu tür fonların kuruluşları genelde 3 farklı tarzda gerçekleşmektedir: (i)Ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olarak kurulan fonlar, (ii) bir kamu şirketi aracılığıyla işletilen fonlar ve (iii) tüzel kişiliğe sahip olmayan, maliye ve merkez bankaları tarafından işletilen fonlar. TVF ise birinci ve ikinci türün karışımı niteliğinde olup hem şirketin hem de fonun tüzel kişiliği bulunmaktadır (Dedeoğlu, 2016: 4).

Şirketin yapısına ve işleyişine ilişkin usul ve esaslar Bakanlar Kurulu tarafından belirlenmekle birlikte kanunda, Yönetim Kurulu başkanı ve üyelerine ek olarak şirket genel müdürünün de Başbakan tarafından atanacağı belirtilmiş ve başkan ve üyeler ile genel müdürün ekonomi, finans, hukuk, maliye ve bankacılık alanlarından en az birinde beş yıldan az olmamak üzere tecrübe sahibi olmaları gerektiği ifade edilmiştir. Kuruluş kanununa göre, TVF'nin Yönetim Kurulu en az 5 kişiden oluşmaktadır. TVF ve bağlı şirketler ile alt fonlar, Yönetim Kurulunun hazırlayacağı ve Bakanlar Kurulunun onayıyla yürürlüğe girecek üç yıllık stratejik yatırım planına uygun şekilde yönetilecektir (TVF Kuruluş Kanunu [TVFKK], 2016: madde 2-3).

TVF'nin resmi sitesinde fonun, ülkenin ekonomik istikrarının arttırılmasına ve kalkınmasına katkı sağlamak, kamuya ait olan varlıkları daha etkin ve verimli bir şekilde yönetmek amacıyla kurulmuş bir yapı olduğu belirtilmiş olup TVF'nin yönetim ilkeleri olarak aşağıda sıralanan 5 ilke sayılmıştır (<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/1/ilkellerimiz>):

⁸ Detaylı bilgi için bakınız: <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/Upload/Kanun.pdf>

1. Profesyonel yönetim: TVF, kendi operasyonlarında ve portföyündeki şirketlerin yönetiminde dünyada kabul görmüş profesyonel yönetim ilkelerini temel alacaktır.
2. Şeffaflık: TVF'nin operasyonlarının raporlanması ve portföy şirketleriyle olan etkileşim süreçleri şeffaflık ilkesi göz önünde bulundurularak gerçekleştirilecektir.
3. Performans odaklılık: TVF, yatırım kararlarında ve portföy şirketlerinin yönetiminde risk-getiri oranını öncelikli hedef olarak alacaktır.
4. Sürdürülebilirlik: TVF, varlıklarının yönetiminde, yeni yatırım kararlarında ve diğer aktivitelerinde uzun vadede sürdürülebilirliği dikkate alacaktır.
5. Risk yönetimi ve hesap verebilirlik: TVF, işlemlerine bağlı olarak karşılaşılabilecek riskleri belirleyip düzenli olarak raporlayacaktır.

Kuruluş aşamasında TVF Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdürü olarak atanan Özelleştirme İdaresi Başkanı Mehmet Bostan, 08.09.2017 tarihinde görevden alınmış olup Genel Müdürlük ve Yönetim Kurulu Başkanlığı görevinin, yeni bir atama yapılmıncaya kadar Yönetim Kurulu Üyesi Borsa İstanbul Başkanı Himmet Karadağ tarafından vekaleten yürütülmesine karar verilmiştir (TVF, <http://turkiyevarlifonu.com.tr/TR/icerik/71/haberler>). 16.05.2018 itibariyle Yönetim Kurulu üyeleri ise Cumhurbaşkanlığı Ekonomiden Sorumlu Başdanışmanı Yiğit Bulut, İstanbul Medipol Üniversitesi Öğretim Üyesi Prof. Dr. Kerem Alkin ile Piri Reis Üniversitesi Rektörü Prof. Dr. Oral Erdoğan'dır (<http://turkiyevarlifonu.com.tr/TR/YonetimKurululu/2/yonetim-kurulu->).

Sonuç olarak TVF, kuruluş sürecini tamamlamasına karşın henüz üç yıllık stratejik yatırım planı Yönetim Kurulunca hazırlanıp Bakanlar Kurulunun onayına sunulmadığından TVF, tam olarak faaliyete geçememiştir.

3.2 Amaçları

Türkiye Varlık Fonu'nun misyonu, Türkiye'nin stratejik varlıklarını geliştirmek, değerlerini artırmak ve böylece ülkenin öncelikli yatırımları için kaynak sağlamak olarak ifade edilmiştir (TVF, <http://turkiyevarlifonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>). Bu kapsamda, 6741 numaralı TVF kuruluş kanununda, TVF'nin amaçları; sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek ve stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek olarak belirtilmiştir (TVFK, 2016: madde 1).

Kanun metninde yer almamakla birlikte T.B.M.M.'ye sunulan kanun teklifinin gerekçesinde (<http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf>) amaç olarak belirtilen hususları, Kayıran (2017: 71-73) aşağıdaki şekilde kategorize etmiştir:

Büyüme ve Kalkınma ile İlgili Amaçlar

- Büyüme oranında gelecek on yıl içinde yıllık %1,5 ek artış sağlanması,
- Yapılacak yatırımlarla yaklaşık yüzbinlerce kişilik ek istihdam sağlanması,
- Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerde yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması,
- Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması,
- Arz güvenliğini sağlamak üzere, Türkiye için önem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlerde yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi

Sermaye piyasalarının işleyişine dair gerçekleştirilmesi hedeflenen amaçlar da bu kapsamda değerlendirilmiştir:

- Sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesinin hızlandırılması.
- İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması.
- Katılım finansmanı sektör payının artırılması.

İstikrar ile İlgili Amaçlar

TVF'nin, istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi için de kullanılabileceği kanunun gerekçesinde aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir:

Yurtiçi ve yurtdışında finansal risklerin artmasıyla yaşanan ekonomik dalgalanma dönemlerinde, yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri fon çıkışlarının varlık fiyatlarında sert düşümlere yol açması ve yerli yatırımcıların spekülasyon 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 kredibilitésinin artmasını sağlayacaktır.

Nitekim Başbakan Yardımcısı Nurettin Canikli, “TVF'nin diğer fonksiyonu da para ve finansal piyasalara yönelik dengeleme ve ekonomik teröre karşı mücadele fonksiyonudur. Piyasaların aşırı dalgalandığı, spekülasyon işlemlerin, ekonomik sabotaj ve saldırıların yoğunlaştığı dönemlerde piyasaların sakinleştirilmesine ve saldırıların defedilmesine büyük katkı sağlayacaktır” diyerek fonun finansal istikrara yönelik amacını vurgulamıştır (Özkul, 2017).

Dış Politika ile İlgili Amaçlar

TVF'nin, dış politikada bir araç olarak kullanılabilmesi, 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.

Kanun metnine paralel olarak TVF'nin internet sitesinde, fonun amaçları aşağıdaki şekilde sıralanmıştır (<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>):

- Önemli kamu varlıklarında değer artışı sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmak,
- Katılım finansmana uygun varlıkların gelişmesine destek olmak,
- Sermaye piyasalarının araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak,
- Türkiye'ye daha fazla yatırımcı ilgisini çekmek ve yeni yatırımlar için sermaye sağlamak,
- 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,

Yukarıda sıralanan amaçlara ek olarak, kanun teklifinin ardından danışmanlarca TVF'nin asıl işleyiş mekanizması, kamusal varlıkların finansal araçlar haline getirilmesi yani “menkulleştirme” olarak dile getirilmiştir. Bu şekilde TVF'nin amaçlarından bir tanesi de “varlığa dayalı menkul kıymet” biçiminde fon yaratmak olarak ifade edilmiştir (<http://www.hurriyet.com.tr/yazarlar/ugur-gurses/varlik-fonu-ozel-kesimin-payina-talip-40196902>). Başka bir açıdan bakılacak olursa kredi notumuzun düştüğü, ekonomik ve siyasi risklerin arttığı ve dış kaynak temin etme ihtimallerinin giderek daraldığı günümüzde TVF, dışarıdan kredi temini, Eurobond, sukuk ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracı vasıtalarıyla, uluslararası piyasalardan kaynak sağlamayı bir amaç olarak benimsemiştir (<https://www.dunya.com/kose-yazisi/turkiye-varlik-fonu-uzerine/384981>).

3.3. TVF'nin Kaynakları ve İşleyişi

TVF, klasik manada bir UVF olmadığından gerek kaynak yaratma sürecinde gerekse de faaliyetlerinin belirlenmesi aşamasında farklı görüşler defalarca karşı karşıya gelmiştir ve günümüzde tartışmalar hala devam etmektedir. Henüz TVF'nin ulusal ve uluslararası piyasalarda herhangi bir işlemi bulunmaması dolayısıyla kanuni altyapının pratikteki yansımalarını gözlemleyebilme fırsatı bulunmamaktadır. Bu sebeple, TVF'nin kaynakları ve işleyişi üzerine tarafımızca yapılan incelemeler daha ziyade teorik düzeyde kalmaktadır.

3.3.1. Kaynakları

Türkiye Varlık Fonu, Özelleştirme Fonundan aktarılan 50 milyon TL başlangıç sermayesi ile kurulmuş olup fonun kaynakları, Kuruluş Kanununun 4. maddesinde aşağıdaki şekilde sıralanmıştır (Kuruluş Kanunu, 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:

Maliye Bakanı Naci Ağbal'ın 28.09.2016 tarihinde, TVF hakkında yapmış olduğu açıklamalar bu madde kapsamında değerlendirilebilir (<https://www.sabah.com.tr/ekonomi/2016/09/28/daha-agresif-ozellestirme-politikasi-uygulayacagiz>):

Özelleştirme gelirlerimizin gideceği birinci kanal olarak merkezi yönetim bütçesidir. 2016, 2017, 2018 ve 2019'da özelleştirme programına alınan kuruluşlardan elde edilen gelirler öncelikle merkezi yönetim bütçesinin ihtiyaçları için kullanılacaktır. Özelleştirme Fonundaki gelirler TVF'ye aktarılacak gibi bir kararımız yok. Tam tersine birinci önceliğimiz özelleştirme gelirlerinin bütçeye aktarılması ve bütçe gelirlerine katkı yapması. Ancak bütçe hedefinin üzerinde bir gerçekleşme olduğunda ki bunu da yapmamız lazım, o zaman da TVF'ye buradan kaynak vereceğiz. Onun için daha agresif bir özelleştirme politikası, özellikle özelleştirmedeki programa alınan varlıkların, şirketlerin çeşitlendirilmesi lazım.

Ağbal'ın açıklamalarından da anlaşıldığı üzere özelleştirme gelirlerinin bütçe finansmanı sağlandıktan sonra, TVF için de önemli bir gelir kaynağı olması hedeflenmektedir. Nitekim Özelleştirme Yüksek Kurulunun 03.02.2017 tarihli kararı (T.C. Özelleştirme Yüksek Kurulu Kararı, 03.02.2017) ile TVF'nin portföyüne, detayları bir sonraki bölümde verilen birtakım aktarımlar gerçekleşmiştir.

2. Kamu kurum ve kuruluşlarının tasarrufu altında bulunan ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan; Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenlerden:

Bu fıkraya dayanarak, 3. Havalimanı, Kanal İstanbul gibi büyük projeler ve turizm tesisleri için buralardan elde edilen veya edilmesi beklenen gelirlerin ikincil piyasalarda pazarlanarak bir kaynak yaratılması planlandığı söylenebilir (Kayıran, 2016: 79). Bu görüşü destekler nitelikte, Ekonomi Bakanı Nihat Zeybekçi, 14.10.2016 tarihinde yapmış olduğu açıklamada, 3. Havalimanı, Kanal İstanbul, Köprüler ve gayrimenkullere ait gelirlerin TVF'ye devredilmesinin akabinde bu gelirlerin kağıtlaştırılarak uluslararası piyasalarda satılacağını ifade etmiştir (<https://www.sabah.com.tr/ekonomi/2016/10/14/varlik-fonunda-hedef-300-milyar->). Benzer şekilde Maliye Bakanı Ağbal, 30.08.2016 tarihinde, turizm tesislerinin TVF'ye devredilmesi halinde fon bünyesinde

profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilecek bu varlıkların menkulleştirilebileceğini beyan etmiştir (<http://www.haberturk.com/ekonomi/is-yasam/haber/1289504-sahilin-geliri-turkiyenin-varligi-olacak>).

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 fıkraya göre TVF, yurtiçinden ve yurtdışından Hazine'nin izni ve onayı olmaksızın finansman sağlayabilecektir yani borçlanabilecektir. Ayrıca Kuruluş Kanununun 10. ve 11. maddeleriyle, 4749 sayılı "Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun"a ekleme yapılmış ve böylece TVFY A.Ş.'nin, TVF'nin ve bağlı şirket ve fonların dış imkan sağlamalarında ve diğer kurum ve kuruluşlar lehine garanti verebilmelerinde Hazine izni kaldırılmıştır (TVFKK, 2016: madde 10-11).

4. Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklardan:

Bu fıkra hakkında, meclis komisyonunda para ve sermaye piyasaları dışında başka bir kaynak olamayacağı yönünde tartışmalar yaşanmasına karşın ilgili madde, yasadaki yerini korumuştur (Kayıran, 2016: 80).

5. (Ek: 2/1/2017-KHK-684/9 md.) İktisadi devlet teşekküllerinden, bunların müessese, bağlı ortaklık, işletme, işletme birimleri ile varlıkları ve iştiraklerindeki kamu paylarından, sermayesinin tamamı veya yarısından fazlası Devlete ve/veya diğer kamu tüzel kişilerine ait olan ticari amaçlı kuruluşlardaki kamu paylarından, sermayesinin tamamı kamuya ait olan ticari amaçlı kuruluşların sahip olduğu hisse ve varlıklardan, Devletin diğer iştiraklerindeki kamu paylarından ve Hazineye ait paylardan Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenlerden oluşmaktadır.

Bu fıkra kapsamında, 24.01.2017 tarihli Bakanlar Kurulu kararıyla (T.C. Bakanlar Kurulu Kararı, 24.01.2017) TVF'nin portföyüne, detayları bir sonraki bölümde verilen birçok kamu kurum ve kuruluşuna ait Hazine hissesi devrolunmuştur.

3.3.2. TVF'nin Portföyü

Kuruluş Kanunu'nun 4. maddesi kapsamında Türkiye Varlık Fonu'na, kamu sermayeli önemli şirketlerin Hazine'ye ait hisseleri, özelleştirme kapsamında bulunan bazı şirketler, birtakım lisans hakları ve Hazine'ye ait muhtelif taşınmazlar devredilmiştir (<http://turkiyevarlilikfonu>).

com.tr/TR/Portfoy/5). Mevcut haliyle TVF'nin portföyü, fona devir tarihine göre aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- 06.01.2017 tarih, 680 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile at yarışları (Türkiye Jokey Klübü) ve şans oyunlarına (Milli Piyango İdaresi) ilişkin lisans haklarının 49 yıllığına Türkiye Varlık Fonu'na devredilmesine karar verilmiştir.
- 24.01.2017 tarihli Bakanlar Kurulu kararıyla, T.C. Ziraat Bankası A.Ş., Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş. (BOTAŞ), Türkiye Petrolleri A.O. (TPAO), Posta ve Telgraf Teşkilatı A.Ş. (PTT), Borsa İstanbul A.Ş., Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme A.Ş.'nin (TÜRKSAT) sermayelerinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Türk Telekomünikasyon A.Ş.'nin yüzde 6,68 oranındaki Hazineye ait hissesi ile Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü ve Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (Çaykur) fona aktarılmıştır. Ayrıca mülkiyeti Hazineye ait Antalya, Aydın, İstanbul, Isparta, İzmir, Kayseri ve Muğla'da bulunan bazı taşınmazların tahsisleri kaldırılarak Fona devredilmiştir.

Aynı Bakanlar Kurulu kararıyla, Savunma Sanayii Destekleme Fonuna ait veya bu fonun tasarrufunda bulunan 3 milyar TL tutarındaki kaynağın en geç aktarım tarihini izleyen 3 ay içinde geri ödenmek kaydıyla Varlık Fonuna aktarılması kararlaştırılmıştır (<https://www.dunya.com/ekonomi/varlik-fonu-nedir-nasil-yonetilecek-haberi-348885>).

- Özelleştirme Yüksek Kurulunun 03.02.2017 tarihli kararı uyarınca Türk Hava Yolları A.O.'nun (THY) yüzde 49,12, T. Halkbankası A.Ş.'nin yüzde 51,11, Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.'nin yüzde 49, Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.'nin yüzde 10 oranındaki hisselerinin ve TCDD İzmir Limanı'nın özelleştirme kapsam ve programından çıkarılarak Türkiye Varlık Fonu'na devrine karar verilmiştir.

Başbakanlıktan yapılan açıklamaya göre, TVF'ye devredilen söz konusu şirketlerin mevcut yönetimlerinin ve işletme politikaları ile iş planlarının, yatırım ve büyüme stratejilerine uygun olarak devam edeceği ve uluslararası finans kuruluşları da dahil olmak üzere ilgili paydaşlarla sağlanan iş birliğinin sürdürüleceği ifade edilmiştir (<http://www.haberturk.com/ekonomi/is-yasam/haber/1380033-kamuda-onemli-kaynak-aktarimi>). Özetle TVF'nin elindeki portföy, fon henüz faaliyete geçmemiş olduğundan şu an için pasif konumdadır ve ilgili şirketler mevcut yönetimleri altında faaliyetlerini sürdürmektedir.

3.3.3. TVF'nin İşleyişi

TVF'nin işleyişi kapsamında yapabileceği işlemler kanunda detaylı olarak belirtilmiştir. TVF; stratejik yatırım planında belirtilen hedefler ile likidite, yatırım, risk ve getiri tercihlerini dikkate alarak (TVFKK, 2016: madde 2);

- Yerli ve yabancı şirketlerin paylarının, Türkiye'de ve yurt dışında kurulan ihraççılara ait payların ve borçlanma araçlarının, kıymetli madenler ve emtiaya dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının, fon katılma paylarının, türev araçlarının, kira sertifikalarının, gayrimenkul sertifikalarının, özel tasarlanmış yabancı yatırım araçlarının ve diğer araçların alım satımını,
- Her türlü para piyasası işlemlerini,
- Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar ile her türlü gayri maddi hakların değerlendirilmesini,
- Her türlü proje geliştirme, projeye dayalı kaynak yaratma, dış proje kredisi sağlama ve diğer yöntemlerle kaynak temini işlemlerini,
- Her türlü ticari ve finansal faaliyetleri,

ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirilir. Şirket tarafından, ulusal yatırımlar ile uluslararası alanlarda diğer devletler ve/veya yabancı şirketlerce yapılacak yatırımlara iştirak edilebilir. Nitekim 19 Mart 2017'de, Türkiye Varlık Fonunun ilk uluslararası girişimlerinden biri olarak, Rusya Doğrudan Yatırım Fonu (Russian Direct Investment Fund - RDIF) ile birlikte her bir tarafın 500'er milyon USD fon katılımıyla toplam 1 milyar USD büyüklüğünde Türkiye- Rusya Yatırım Fonu kurulması için mutabakat anlaşması imzalanmıştır (<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/72/sikca-sorulan-sorular>). Bu kapsamda RDIF üst yöneticisi Kirill Dmitriev, geçen yıl kurulan Türkiye-Rusya Yatırım Fonu'nun amacının ikili ekonomik bağları güçlendirmek ve iki ülke arasındaki yatırım akışını artırmak olduğunu belirterek bu ortak fona RDIF ve TVF tarafından söz konusu amaçlara hizmet edecek projelere yatırım yapılabilmesi için tarafların 500'er milyon USD yatıracağını ifade etmiştir. Ayrıca Dmitriev, ortak yatırımların ağırlıklı olarak altyapı, sağlık ve bilgi teknolojileri sektörlerinde yoğunlaşacağını belirtmiştir (<http://www.haberturk.com/turkiye-rusya-yatirim-fonu-ndan-projelere-1-milyar-dolar-1929528-ekonomi>).

TVF, birçok kanun ve yasal mali yükümlülükten muaf tutulmuş olup bu bakımdan özel şirket ve kamu kurumu arası melez bir yapıya sahiptir. Örneğin TVF, Kamu İhale Sözleşmeleri Kanunu, Devlet İhale Kanunu, Devlet Memurları Kanunu, Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun, Fonlar ve KİT'lerin TBMM tarafından denetlenmesine ilişkin yasalar gibi kamu kuruluşlarının tabi olduğu birçok temel yasadan muaf tutulmuştur. Öte yandan TVF, özel sektör şirketlerinden farklı olarak Rekabetin Korunması Kanunu'na uymak zorunda değildir ve Sermaye Piyasası

Kanunu'ndan birtakım muafiyetlere sahiptir. Ayrıca TVF, gelir ve kurumlar vergisi, emlak vergisi, damga vergisi, banka ve sigorta muameleleri vergisi (BSMV), kaynak kullanımını destekleme fonu (KKDF) kesintisi ödemeyecek ve bazı işlemlerinde KDV'den de muaf olacaktır (Özku, 2017).

Sonuç olarak TVF, gerek kuruluş aşamasında gerekse de faaliyetlerinde kanunla birçok özel yetki, muafiyet, istisna ve avantajlarla donatılmış özgün bir yapıya sahiptir. Kuruluşunun üzerinden yaklaşık 2 yıllık bir süre geçmesine karşın mevcut durumda, TVF'nin herhangi bir faaliyeti bulunmamaktadır.

3.4. Türkiye Varlık Fonu'nun Türü

TVF'nin bir UVF olarak kabul edilip edilemeyeceği ve UVF olarak kabul edilmesi halinde, UVF sınıflandırmaları içerisinde hangi türe dâhil olacağı konularında güncel tartışmalar hala devam etmektedir.

Roubini Gelişmekte olan Piyasalar ve Küresel Araştırmalar Direktörü Ziemba, "Türkiye Varlık Fonu için kullanılan terminolojiyi yanıltıcı buluyoruz. Ulusal Varlık Fonları, genelde kamu tasarruflarını çoğunlukla yurtdışındaki yatırımlarda değerlendiren ipoteksiz bir sermaye havuzudur." demiştir ve TVF için "Devlet Kalkınma Fonu" teriminin kullanılmasının daha doğru olacağını belirtmiştir (<http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1909432-roubini-turkiyeninki-aslinda-varlik-degil-kalkinma-fonu>). Aynı kapsamda kredi derecelendirme kuruluşu Standard&Poor's (S&P) Türkiye analisti Frank Gill, TVF'nin klasik UVF tanımına uymadığını belirtmiş olup TVF'yi, kamu harcamalarını merkezi yönetim dışından finanse etmeye imkân verecek "Ulusal Kalkınma Bankası" benzeri mali bir araç olarak değerlendirmiştir (Akçay, 2017). Eğilmez (2017) de benzer şekilde UVF ile Kalkınma bankası arasındaki farka dikkat çekerek TVF'nin, elindeki varlıkları kullanarak düşük faizle borç verip varlığını zaman içerisinde eritecek bir kurumdan ziyade varlığını artırarak gelecek kuşaklara servet bırakmayı hedefleyen bir kurum olması gerektiğini vurgulamıştır.

Türkiye, UVF'ye sahip olan ülkelerle karşılaştırıldığında ortak noktaların fazla sayıda olduğu söylenemez: UVF kuran ülkeler, temelde tasarruf fazlasına sahipken Türkiye'nin ise tam tersine tasarruf açığı bulunmaktadır. UVF sahibi ülkelerin çoğunluğu enerji ihracatçısı konumundayken Türkiye, enerji açısından dışa bağımlı noktadadır. UVF kuran ülkelerin büyük miktarlarda döviz rezervleri ve doğal kaynak ihracatına bağlı yüklü döviz girişleri bulunurken Türkiye'nin döviz rezervleri kendi ekonomisini dahi çevirebilmek için yeterli düzeyde değildir ve kronik olarak süregelen bir cari açık sorunu vardır. Bu açıdan bakıldığında dünyada UVF sahibi ülkeler, ellerindeki birikmiş, atıl fonları değerlendirmek ve dışarıda yatırıma dönüştürmek için UVF kurarken TVF için dışarıdan kaynak sağlayabilmek öncelikli amaçlar arasında sayılmaktadır. Ayrıca UVF'ler genelde ülke dışında yatırım yapmak için kurulmaktayken TVF'nin amaçlarından

biri de iç piyasaya finansman sağlamak olarak belirtilmektedir (Özkul, 2017). Bir başka ifadeyle Türkiye'nin stratejik alanlara yatırım yapabilmek için kullanabileceği ne bütçe fazlası ne de cari fazlası bulunmaktadır. Emtiaya dayalı güçlü bir geliri olmayan ve güçlü döviz rezervleri bulunmayan Türkiye, TVF'nin içine doğrudan şirketleri koyarak bu varlıklara dayalı bir nakit yaratma yoluna gitmektedir. Bu şekilde yaratılan fon, uzun süreli olacağından doğrudan sermaye yatırımı olarak tanımlanmakta ve yeni bir dış kaynak yaratma yolu olarak görülmektedir (Yıldırım, 2017a). Böylece ülke içinde, büyümeye ve kalkınmaya yönelik olarak planlanan büyük yatırımlar için finansman kaynağı sağlanmış olacaktır.

Ayrıca TVF'nin tüm varlıklarının -şirketler, bankalar, gayrimenkuller ve para- kamu kaynaklı olmasına ve TVF'nin kurum olarak Başbakanlığa bağlı olmasına karşın fon, kamu kuruluşu statüsünde değildir. Bu durumun aksine bütünüyle devlete ait olmasına rağmen TVF, özel hukuk hükümlerine tabi olacak yani kamu kurum ve kuruluşlarının tabi olduğu kanunlar, TVF için geçerli sayılmazken her özel şirketin tabi olduğu en temel ticaret yasalarında dahi TVF için birçok muafiyet geçerli olacaktır. Özetle TVF'nin durumu hukuki açıdan ele alındığında denilebilir ki TVF, ne kamu kurum ve kuruluşlarının uymak zorunda olduğu yasalara, ne de özel şirketlerin tabi olduğu yasalara uymak zorundadır. Mevcut durumda TVF için özel imtiyazlı bir statü, benzersiz bir yapı yaratıldığı söylenebilir (Özkul, 2017).

TVF, amaçları bağlamında incelendiğinde tür olarak, ekonomiyi uzun vadede dalgalanmalardan korumayı ve istikrarı sürdürmeyi hedefleyen istikrar fonuna yakın görünse de yurtiçi yatırımlara yönelmesi, TVF'yi daha ziyade ulusal kalkınma fonu sınıfına yakınlaştırmaktadır. Bir UKF olarak değerlendirildiğinde TVF, önceliğini kalkınmaya ve büyümeye katkı verebileceği düşünülen yurtiçi yatırımlara vermesi, onun kalkınma fonu özelliğini arttırmaktadır. Çünkü diğer UVF türlerine bakıldığında, ülke tasarruflarını ağırlıklı olarak yurtdışı yatırımlarda değerlendirmeyi tercih ettikleri görülmektedir (Konukman ve Şimşek, 2017: 1941-1942).

Ayrıca UKF'leri, diğer UVF türlerinden ayıran en önemli özellik, UVF'lerin genelinde temel amaç, finansal kazanç elde etmek olmasına karşın UKF'lerin finansal kazanç ve büyüme-kalkınma gibi ikili bir amaca sahip olmasıdır. Bu durum paralelinde UKF'ler, genellikle gelişmekte olan ülkelerde kurulması ve ülke içerisine yatırım yapması gibi özellikleri nedeniyle diğer fonlardan ayrılmaktadır. Bazı kaynaklarda kalkınma fonlarının UVF'ler kapsamında sayılmamasının ana nedeni, UVF'lerin karakteristik özellikleri arasında sayılan yurtdışına yatırım yapma eğilimi ve temel olarak ticari kazanç amacıyla yatırım yapma gibi kriterlerin, UKF'ler açısından tam anlamıyla karşılanmamasıdır (Kayıran, 2016: 64-65).

UKF'ler hem devletin kalkınma stratejisi hedefiyle ilintili olarak gerçekleştirdiği kamu harcamalarını destekleyici hem de öncelikle eğitim ve sağlık olmak üzere muhtelif sosyal

harcamaları finanse edici bir rol üstlenmektedir. UKF'lerin yurtiçi yatırımları daha ziyade fiziki altyapıya odaklanmakla birlikte yabancı yatırımları ülkeye çekmek, stratejik sektörleri desteklemek ve bu şekilde ülkenin küresel üretim zincirlerinden daha fazla pay alması gibi hedefleri de bulunmaktadır (Konukman ve Şimşek, 2017: 1930).

Sonuç olarak UVF türleri açısından bir değerlendirme yaptığımızda henüz tam olarak faaliyete başlamamış olan TVF'ye en yakın kategorinin bazı kaynaklarda UVF sınıflandırması içerisinde sayılmayan UKF olduğu görülmektedir. TVF'nin gerek büyüme ve kalkınmaya yönelik amaçları gerekse de yatırımlarının yurtiçi temelli olarak şekillenmesi bu görüşü destekler niteliktedir.

3.5. TVF'nin Denetimi

Ayrı birer tüzel kişilik olarak kurulan UVF'ler, genellikle hedeflerini, yasal temellerini, kurumsal düzenlemelerini, yönetim yapılarını, yatırım politikalarını, risk yönetim çerçevelerini, denetlenmiş mali tablolarını ve performans verilerini içeren detaylı yıllık raporlar yayınlamakla yükümlüdürler (Hammer vd., 2008: 13). Yayımlanan yıllık raporlar UVF'lerin iletişim kanallarından bir tanesi olup bu şekilde UVF, kamuoyuyla ve paydaşlarla etkili bir bilgi akışı sağlamaktadır. Performansa ve işleyişe yönelik sayısal verilerin ve mali tabloların da paylaşıldığı bu raporlar, hesap verebilirliğin ve şeffaflığın temel araçlarından birisidir. Bu kapsamda, iç denetim usulleri ve standartları ile bağımsız dış denetimler, UVF'lerin kurumsal yönetimi ve hesap verebilirliği açısından kritik önem taşımaktadırlar (Gelb vd., 2014: 25). TVF ise 6741 no.lu Kuruluş Kanununun 6. Maddesi uyarınca denetlenecek olup fonun tüm faaliyet ve operasyonları tam hesap verebilirlik, şeffaflık ve kurumsal yönetim prensipleri dahilinde 3 aşamalı bir denetim sürecine tabi tutulacaktır. İlk olarak, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi, kurulacak şirketler ve alt fonlara ait mali tablolar, bağımsız denetime⁹ tabi tutulacaktır (TVFKK, 2016: madde 6). Bağımsız denetim, esas olarak hissedarların, kredi verenlerin ve diğer ilgili tarafların şirketin faaliyetlerini doğru takip edebilmesi ve risklerini denetleyebilmesi açısından yapılmaktadır. Fakat TVF örneğinde, aynı zamanda devlet sahipliği, haliyle kamu yararı söz konusu olduğu ve kamu kaynakları kullanıldığı için devlet tarafından da bir denetim yapılması gerekmektedir (Kayıran, 2016: 76). Bu bağlamda bağımsız denetimden geçen mali tablolar ile şirket ve fonların faaliyetleri, Başbakan'ın görevlendirdiği sermaye piyasaları, finans, ekonomi, maliye, bankacılık, kalkınma alanlarında uzman en az 3 merkezi denetim elemanı tarafından da bağımsız denetim standartları çerçevesinde denetlenecektir. 3 merkezi denetim elemanından oluşan bu heyet, her yıl haziran

⁹ Bağımsız denetim, işletmelerin yıllık finansal tablo ve diğer finansal bilgilerinin, bu tablo ve bilgiler için belirlenen kriterlere (örneğin, halka açık şirket finansal tabloları için Kurulca belirlenmiş veya kabul edilmiş finansal raporlama standartlarına) uygunluğu ve doğruluğu hususunda, makul güvence sağlayacak yeterli ve uygun bağımsız denetim kanıtlarının elde edilmesi amacıyla, genel kabul görmüş bağımsız denetim standartlarında öngörülen gerekli tüm bağımsız denetim tekniklerinin uygulanarak, defter, kayıt ve belgeler üzerinden denetlenmesi ve değerlendirilerek rapora bağlanmasını ifade eder (<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/9/1>).

ayının sonuna kadar raporunu, Bakanlar Kurulu'na sunacak ve daha sonra Başbakanlık bu iki denetim raporunu baz alarak hazırladığı raporu, ekim ayında Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu'na gönderecektir. Böylece Başbakanlığın göndermiş olduğu rapor çerçevesinde, TBMM Plan Bütçe Komisyonu da bir denetim (yasama denetimi) yapmış olacaktır. Bu denetim modeli, dünyadaki UVF örnekleriyle aynı özellikleri taşımaktadır (<http://turkiyevarlilikfonu.com.tr/TR/icerik/72/sikca-sorulan-sorular>).

Ayrıca, Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.Ş. ve Türkiye Varlık Fonu'na devredilmiş varlık ve şirketlerin denetimlerinin, mevzuata göre Sayıştay ve/veya BDDK ve/veya SPK tarafından yapılmasına devam edilmektedir. Bu duruma örnek olarak da TVF bünyesindeki Çaykur'un, Milli Piyango'nun ve KİT'lerden yüzde 51'i devlete ait olanların Sayıştay'ın denetimine tabi olması ve bu kurumlarda Sayıştay'ın denetimlerinin bugün itibariyle de devam etmesi belirtilmiştir. Özetle fon bünyesinde olup da Sayıştay denetimine tabi kurumlarda herhangi bir değişikliğin söz konusu olmadığı ve sürecin aynı şekilde devam ettiği beyan edilmiştir. Devrolmuş ve devrolacak kurumlar açısından bakıldığında da benzer şekilde, Sayıştay denetimine tabi iseler Sayıştay denetimine devam edeceği belirtilmiş olup bu kurumların Sayıştay denetiminden çıkacağı algısının doğruyu yansıtmadığı ifade edilmiştir (<http://turkiyevarlilikfonu.com.tr/TR/icerik/72/sikca-sorulan-sorular>). Sayıştay Başkanı Ahmet Seyit Baş'ın, TVF'nin portföyünde yer alıp normal şartlarda Sayıştay'ın denetimine tabi olan kurumların, yine Sayıştay tarafından denetlenmeye devam edeceği yönündeki açıklaması ve kurumların fona devredilmesi sonucunda Sayıştay denetiminin dışında kalacağı düşüncesinin doğru olmadığı yönündeki beyanını bu iddiayı destekler niteliktedir (Akyıl ve Özkök, <https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/sayistay-baskani-bastan-varlik-fonu-degerlendirmesi/834106>).

TVF'nin en çok eleştiri aldığı hususların başında gelen “yerindelik denetimi” hususunda ise büyük yatırımlar konusunda kararların, ekonomik prensiplere göre verileceği ve bu yatırımların hem Türkiye'nin ihtiyaçlarına hem de stratejik plana uygun olması gerektiği belirtilmiştir. Bunların yanı sıra TVF'nin yatırımlarının, denetim mekanizmalarının ve şeffaflığının, uluslararası kurallar ışığında kamuoyu ile paylaşılacağı beyan edilmiştir (<http://turkiyevarlilikfonu.com.tr/TR/icerik/72/sikca-sorulan-sorular>).

Her ne kadar TVF'nin, Santiago Prensipleri'ne uyumlu olacağı resmi kayıtlara girmese de kamuoyunun da tepkisiyle TVF A.Ş.'nin üst yönetiminden, fonun Santiago Prensipleri'ni dikkate alacağı yönünde mesajlar verilmiştir. Nitekim TVF'nin resmi internet sitesinde Santiago Prensipleri'ni benimsemenin ötesinde TVF'nin benimsediği 5 temel yönetim ilkesinden bir tanesinin “şeffaflık” olduğu vurgulanmış ve kanunda belirtilen yıllık faaliyet raporu, denetlenmiş mali tablolar gibi yükümlülüklerin yanı sıra paydaşlara düzenli bilgilendirme yapılacağı beyan edilmiştir (<http://turkiyevarlilikfonu.com.tr/TR/icerik/72/sikca-sorulan-sorular>).

Sonuç olarak Santiago Prensipleri, fon yönetiminin her aşamasında, kamuoyunun bilgilendirilmesinin, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerinin önemi üzerinde, iyi yönetim kapsamında durmaktadır. Bunlara ek olarak, Santiago Prensipleri'yle fonların yönetiminde keyfi davranışlar, politik etkilerin ağırlık kazanması ya da mali ve ekonomik koşullar açısından optimumu sağlayacak doğru kararların veril(e)memesi, fon kaynaklarının yanlış yönetimi gibi ihtimal ve risklerin en aza indirgenmesi hedeflenmiştir. TVF'nin sevk ve idaresinde de bu şeffaflık, hesap verebilirlik ve iyi yönetim ilkelerini öne çıkaran bu genel ölçütlere uyulmasının, hem demokratik denetim hem de fon kaynaklarının optimal kullanımı açısından olumlu sonuçlar doğurabileceği düşünülmektedir (Nas, 2017: 7).

3.6. TVF Hakkında Genel Görüşler

2016 yılında, üzerinde yeterince tartışılmaya fırsat bulamadan bir anda ülke gündemine giren Türkiye Varlık Fonu, gerek akademik düzeyde gerekse de kamuoyu nezdinde henüz tam anlamıyla sağlam bir temele oturmamıştır. Bu durumun ortaya çıkmasında UVF kavramının, dünyaya kıyasla Türkiye için çok daha yeni bir kavram oluşu ve kuruluş aşaması öncesinde teorik düzeyde gerekli araştırma ve tartışmaların yapılamamış olması önemli ölçüde etkili olmuştur. Mevcut durumda TVF'nin bir faaliyeti bulunmamasına karşın mevzuat ve gelecek projeksiyonları üzerinden tartışmalar, politik ve ekonomik düzlemde yoğun bir şekilde devam etmektedir.

UVF kavramının doğası itibarıyla iki ucu keskin bıçak gibi olması, henüz UVF'lerin küresel ekonomik sistem içerisindeki pozisyonunun netleştirilememiş olması ve Türkiye özelinde TVF gibi büyük bir ekonomik havuz oluşturulurken şeffaflık ve hesap verebilirlik bağlamında kamuoyuyla ve paydaşlarla geniş katılımlı bir iletişimin sağlanamamış olması tartışmaların devam etmesine sebep olmaktadır. Bu bölümde, TVF hakkında süregelen tartışmalara, olumlu ve olumsuz görüşler gerekçeleriyle birlikte irdelenerek katkı verilmeye çalışılacaktır.

3.6.1. TVF Hakkında Olumlu Görüşler

Türkiye Varlık Fonu hakkında ifade edilen olumlu görüşlerin odak noktası, TVF'nin TBMM'ye sunulan kanun gerekçesinde özellikle vurgu yapıldığı üzere, Türkiye'nin büyüme ve kalkınma hedeflerine yönelik olarak TVF'nin yapması beklenen katkısıdır. Türkiye olarak, büyümenin istenen seviyelere ulaşması için tasarruf ve yatırımların artırılması bir gerekliliktir. Mevcut durumda, piyasalar üzerindeki yüksek faiz baskısı ve bu baskı sonucu yatırımların hedeflenen seviyelere gelmemesi, büyümeyi yavaşlatan asli engellerden bir tanesidir. Bu bağlamda TVF'nin büyük projeleri finanse etmesi, hem bu projelerin gerçekleşmesi sonucunda istihdamın artması yoluyla hem de faiz üzerinde var olan baskıyı hafifleterek, Türkiye'nin büyüme ve kalkınması üzerinde pozitif bir etki yapacaktır (<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>).

TVF, öncelikli olarak Türkiye'nin mega projelerinin finanse edilmesi hususunda anahtar bir rol üstlenecektir. Yani TVF'nin otoyol, köprü projeleri, hızlı tren ve demiryolları, Kanal İstanbul, savunma sanayi ve sağlık sektörü gibi stratejik alanlarda ve özellikle nükleer santraller olmak üzere enerjide dışa bağımlılığın önünü kesebilecek potansiyele sahip projelerin finansmanında etkin bir rol oynaması beklenmektedir. Bu sektörlerde yerli üretimin desteklenmesiyle ve ülke kaynaklarının dışa aktarımının önlenmesiyle elde edilecek tasarruflar TVF'ye aktarılarak kaynak transferinin sürdürülebilirliği sağlanacaktır (Karagöl ve Koç, 2016: 21). Bir diğer ifadeyle TVF yapısı itibariyle dünyadaki UVF örneklerinden farklı bir türde olup büyük altyapı yatırımlarında kredi mekanizmasının, dolayısıyla yüksek faizlerin yerini alacak, faiz dışı enstrümanları uygulamaya sokacak bir mega fon olarak işlev görebilir (Yıldırım, 2017a). Benzer şekilde savunma, havacılık, yazılım gibi teknoloji yoğun ve stratejik sektörlerdeki yerli şirketlerin desteklenerek uluslararası alandaki rekabet güçlerinin artırılması da TVF'nin öncelikleri arasında yer almaktadır (Yalçınar ve Sürekli, 2015: 27).

TVF, kuruluş aşamasında birçok işlevi aynı anda üzerine alabilecek şekilde tasarlanmış olup amaçları ve bunları gerçekleştirebilmek için yürüttükleri faaliyetleri çok geniş bir yelpazede sıralanmıştır. Bu açıdan bakıldığında büyüme ve kalkınma hedeflerinin yanı sıra istikrar hedefi de bulunan TVF'nin, sermaye piyasası işlemlerini yapabilmesi, önemli bir istikrar aracı olmasını sağlamaktadır. TVF, sadece piyasaların derinleşmesine katkı vermekle kalmayacak ekonomik istikrar üzerinde bir tehdit oluşturacak para operasyonlarına karşı da milli bir emniyet sigortası görevi üstlenecektir (Müderrişoğlu, 2017). Başka bir ifadeyle, Kuruluş Kanununda da belirtildiği üzere TVF, kaynaklarını her türlü kar amaçlı finansal işlem için değerlendirebileceği gibi finansal piyasaları yönlendiren spekülasyonlara karşı istikrarı temin etmek için de kullanılabilir (Ulusoy, 2017). Küresel ve yerel piyasalarda yaşanan ekonomik dalgalanmalarda yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri fon çıkışlarının varlık fiyatlarında yüksek volatiliteye sebep olması, yerli yatırımcının spekülasyon döviz talebinin artmasına, piyasalarda likiditenin azalmasına ve finansal istikrara yönelik eleştirilere yol açmaktadır. Böyle dönemlerde piyasaların istikrara kavuşturulmasında güçlü bir TVF'nin varlığı, piyasalarda güvenin yeniden tesis edilmesinde öncü rol oynayacaktır. Nitekim dünyadaki UVF'lerin finansal sistem üzerindeki etkinlikleri göz önüne alındığında TVF'nin de finansal türbülans zamanlarında likidite sıkıntısının önüne geçebilecek kapasiteye sahip olduğu söylenebilir (Karagöl ve Koç, 2016: 20).

Klasik manada bir istikrar ya da tasarruf fonu olmayan, bu ikisini de barındıran ama bunları aşan yeni bir adım olan TVF'nin temel amacı ve mantığı, ulusal kaynakların ve birikimlerin menkulleştirilerek bu kaynak ve birikimlerin yatırıma dönüştürülmesini sağlayacak milli bir mekanizmanın yaratılması olacaktır. Bu şekilde ekonomide dışsalığa neden olabilecek çok büyük ölçekli yatırımların finansmanında bütçe ve yap-işlet-devret modeli dışında etkin ve kontrollü yeni bir finansman modeli geliştirilmiş olacaktır (Ertem, 2017). Bu menkulleştirme işlemi sonucunda katılma belgesi, sukuk, tahvil veya hisse senedi vb. ortaya çıkacak kağıdın dayanacağı bir varlık

olacak ve bu kağıtlar varlığın gelirinden pay alacaklardır. Böylelikle örneğin enerji fonu enerji şirketlerinin gelirlerine, banka fonu banka gelirlerine, gayrimenkul fonu gayrimenkullerin işletilmesinden elde edilecek gelirlere, nükleer enerji fonu, kurulacak nükleer santralin gelirlerine endeksli olarak piyasalarda işlem görecektir (Yıldırım, 2017a). TVF'nin etkin bir şekilde faaliyetlerine başlamasıyla birlikte sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve piyasa derinliğine katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bankacılık sektörünün finansal piyasalar üzerindeki baskın rolünün azaltılarak altyapı ve gayrimenkul fonları gibi sermaye piyasası ürünlerinin önünün açılmasıyla yurtiçindeki kamuya ait atıl varlıklar da etkin bir şekilde kullanılacak ve ekonomiye kazandırılacaktır. TVF'nin etkin işleyişiyle finansal piyasalara etki etme kapasitesi olan bir kamu gücü de sisteme entegre edilerek ekonominin genelinde devletin payı artmış olacaktır. Böylece finansal piyasalarda ortaya çıkacak dalgalanma ve spekülasyon hareketlerin önüne devlet müdahalesi ile geçilmiş olacaktır (Karagöl ve Koç, 2016: 21). Ayrıca TVF, devletin, oligopol banka yapısının piyasalarda manipülasyon yapmasının önüne geçebilecek bir güç elde etmesi olarak da yorumlanabilir (Ulusoy, 2017). Ertem de (<https://www.ntv.com.tr/ekonomi/cemil-ertem-varlik-fonu-denetime-kapalidegildir,8Z0HqirGaE WnZnYf8HmHhQ>) TVF'nin finansal piyasaları gerçek manada düzenleyeceğini, derinleştireceğini ve uluslararası kaliteye getireceğini ifade etmiş ve *“Artık Türkiye, cebine 50 milyon dolar koyup kurları oynatacağı ya da birkaç milyon dolarla borsayı silkeleyebileceği bir piyasa olmayacak”* diyerek dünyanın da sağlıklı işleyen Türkiye mali piyasalarına daha güvenli bakacağını belirtmiştir.

Ulusal varlıkların “menkulleştirme” yoluyla ekonomiye yeniden kazandırılması bir yönden sermaye piyasalarının derinleşmesine ve çeşitlenmesine katkı sağlarken bir diğer yönden atıl değerlerin ekonomiye yeniden kazandırılmasına hizmet etmektedir. Bu menkulleştirme sonucunda ortaya çıkacak artı değer, ülke ekonomisine katkı verebilecek büyük projelerin finansmanında kullanılmasıyla sağlanacak gelirin sürdürülebilir olması hedeflenmektedir. Bu açıdan bakıldığında TVF, aynı zamanda söz konusu büyük projelerin kamu kesimi borcu artırılmadan gerçekleştirilebilmesi bakımından da dikkat çekmektedir (Karagöl ve Koç, 2016: 28). Orta ve uzun vadede büyük getiri sağlanması beklenen Kanal İstanbul, 3. Havalimanı, hızlı tren, köprü, şehir hastaneleri, nükleer santral vb. projelerin finansmanında TVF, mevcut borç yükünü artırmadan destek olabilecektir (Ulusoy, 2017).

Özetle TVF, sağlayacağı gelire devlet bütçesinden pay alarak karşılanan kamu yatırımlarını gerçekleştirecekse bütçenin geliri kadar gideri de azalacağından mali disiplin üzerinde olumsuz bir etkisi olmayacaktır. Burada asıl önemli olan hususi mali disiplini koruma iradesi olarak ortaya çıkmaktadır (Yıldırım, 2017a).

Cumhurbaşkanı Başdanışmanı Cemil Ertem, konuya özelleştirme penceresinden yaklaşarak TVF ile özelleştirme kavramının kapsamının ve vizyonunun değiştiğini, artık Türkiye'nin borçlanmadan ve kendi bütçesini kullanmadan büyük altyapı yatırımlarını finanse edebileceği

konuma geleceğini beyan etmiştir. Bu manada klasik blok özelleştirme döneminin kapandığını ifade eden Ertem, özelleştirmenin piyasanın derinleştirilmesine katkı vereceğini ve bu bağlamda Borsanın giderek daha kapsayıcı ve daha sağlıklı işleyişine tanıklık edeceğimizi belirtmiştir (<https://www.ntv.com.tr/ekonomi/cemil-ertem-varlik-fonu-denetime-kapali-degidir,8Z0HQirGaEWnZnYf8HmHhQ>). Yıldırım da benzer şekilde TVF'nin iyi yönetilmesi halinde gayrimenkul yatırım ortaklığı gibi çalışacağını ve fona devredilen kuruluşlar bakımından da bir tür yeni özelleştirme hamlesi olarak görülebileceğini vurgulamıştır. Ayrıca Yıldırım, kurulacak alt fonlar bu fonların katılma belgeleri ile toplanacak kaynaklar yeni dönemin özelleştirme geliri olarak sayılabileceğini dile getirmiştir (Yıldırım, 2017a). Ertem, ulusal varlıkların blok olarak satılmasını öngören ve bir soygun mekanizmasına dönüşen vahşi özelleştirmenin, cari açık veren gelişmekte olan ülkeleri sürekli borç üreten, dış finansal saldırılara açık ve yüksek faizle dışarıya kaynak aktaran ithalat ekonomilerine dönüştürdüğünü belirtmiştir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin dış açıkları “akbaba” fonlar tarafından finanse edilmekte, bunun sonucunda ülkelerin borç ve yatırım açıkları büyürken para ve sermaye piyasalarının derinleşmesi de engellenmektedir (Ertem, 2017). Bu açıdan baktığımızda TVF'nin alternatif ve yeni bir dış kaynak yaratma yolu olduğu söylenebilir. Ne bütçe fazlası ne de cari fazlası bulunan, bir emtiaya dayalı güçlü bir geliri olmayan ve döviz rezervleri güçlü olmayan Türkiye, elindeki değerli şirketleri doğrudan fona devrederek bu varlıklara dayalı bir nakit yaratma, kaynak çekme yoluna gitmektedir. Bu fonlar uzun süreli çekileceği için de, yaratılan kaynaklar doğrudan sermaye yatırımı olarak nitelenebilir (Yıldırım, 2017a). Yine bu fon kaynakları, TVF'nin TBMM'ye sunulan kanun gerekçesinde bahsedildiği üzere İslami sermayeyi çekme amaçlı finansal araçlar üretmede de (sukuk gibi) kullanılabilecektir (Ulusoy, 2017).

Bir UVF'ye sahip olmanın Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarını aşmasına yardımcı olmanın yanı sıra önemli bir dış politika enstrümanı olarak Türkiye'nin uluslararası alanda daha fazla söz sahibi olmasına da katkı sağlayacağı düşünülmektedir (Yalçınar ve Sürekli, 2015: 27). Başka bir ifadeyle, uzun vadede Türkiye'nin hedeflerine ulaşabilmesine katkı verecek olan TVF, ekonomideki yapısal sorunların çözümüne destek olmanın yanında ortaya çıkaracağı ekonomik güç sayesinde önemli bir dış politika aracına dönüşecektir (Karagöl ve Koç, 2016: 7).

TVF'ye yöneltilen en yaygın eleştiri ise fonun Sayıştay'ın denetimi dışında tutulması hususudur. Bu kapsamda TVF'nin sıkı bütçe ve mevzuat kısıtlamalarının dışında tutulmasının amacı fonun faaliyetlerindeki etkinliğini artırmak olduğu söylenebilir. Nitekim fonun uluslararası piyasalarda işlem yapabilmesi için bağımsız bir kurum tarafından denetlenmesi ve şeffaf olması bir zorunluluk olarak ortadayken TVF'nin şeffaflık ve hesap verebilirlik anlamında denetimden kaçırılması, kredibilite-güven ekseninde düşünüldüğünde mümkün görünmemektedir. Zaten hiçbir profesyonel yönetici böylesine büyük bir fonu denetimden kaçırarak yönetme riskini alamaz (Ulusoy, 2017). Başka bir görüşe göre ise Sayıştay denetimi genellikle serbest rekabet ortamında faaliyet göstermesi hedeflenen kamu şirketlerinde yavaşlık, atalet ve korku salan bir süreç haline

dönüşmektedir. Klasik devlet kurumları için bir ölçüde uygun olmasına karşın şirketler için pek uygun bir yöntem olmayan Sayıştay denetimi, hızlı ve esnek karar alabilmenin önünde engel oluşturmaktadır (Dönmez, 2017). Sonuç olarak TVF'nin bütün işlemleri ulusal ve uluslararası denetime açıktır ve fon, profesyonellerce piyasa gereklerine göre yönetilecektir (<https://www.ntv.com.tr/ekonomi/cemil-ertem-varlik-fonu-denetime-kapali-degildir,8Z0HQirGaEWnZnYf8HmHhQ>).

TVF'nin ayrı bir tüzel kişilik çatısı altında örgütlenmesinin ve fonun para/varlık yönetiminin Hazine'nin görev alanından çıkarılmış olmasının etkin, çabuk ve esnek kararlar alabilmesinde önemli bir rol oynayabileceği söylenebilir (Dönmez, 2017). Son olarak UVF'lerin bütçe fazlası veya cari fazlası olan yani atıl kaynağı bulunan ülkeler tarafından kurulduğu yönündeki genel algı son yıllarda kırılmaya başlamıştır. Herhangi bir UVF kurabilmek için ya kamusal gelir fazlasının ya da dış ticaret fazlası verebilecek bir ihrac emtiası/varlığının bulunması önemli olmakla beraber olmazsa olmaz şart değildir. Nitekim doğal kaynağı olmayan ya da cari işlem fazlası olmayan birçok ülkede bu tarz fonların kurulduğu gözlemlenmektedir. Örneğin Türkiye ile aynı klasmanda sayılabilecek Brezilya, Türkiye gibi ikiz açıkları bulunmasına karşın 2008 yılında Sovereign Fund of Brazil'i kurmuştur (Sarısu, 2016: 237). İrlanda, Kazakistan, Fas gibi bazı ülkeler ise uzun vadeli yatırımları artırmak ve ekonomik gelişmeyi ivmelendirmek amacıyla özelleştirme gelirleri gibi bazı kamusal kaynakları özel fonlara devretmekte veya stratejik bazı şirket veya projelere yatırım yaparak destek olmaktadır (Nas, 2017: 2). Sonuç olarak son küresel krizin etkisiyle cari işlemler fazlası veya doğal kaynak geliri olmayan ülkelerde de UVF'ler kurulmaya başlamıştır. AB içinde, 2011 de İtalya'nın kurmuş olduğu 5 milyar USD değerindeki "Fondo Strategico Italiano", yeni adıyla CDP uluslararası arenada güçlensinler diye sadece İtalyan firmalara destek vermektedir (Şanlı, 2017). Rusya'nın 2011 yılında kurmuş olduğu "Russian Direct Investment Fund", ülke için önem verilen stratejik alanlarda doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının geliştirilmesine yönelik olarak ülkede yatırım yapacak yabancı kurum ve kuruluşlarla ortak şirket kurmak, sermayelerine iştirak etmek ve işbirliğine gitmek amacıyla kurulmuştur (Sarısu, 2016: 237; Dedeoğlu, 2016: 3). TVF de benzer şekilde büyük projelerin finansmanı, finansal ve ekonomik şokların olumsuz etkilerinin minimuma indirgenmesi, stratejik yatırımların desteklenmesi, stratejik sektörlerde dışa bağımlılığın azaltılması vb. çoklu hedeflere sahip bir UVF olarak, Türkiye'nin ekonomik ve finansal açıdan ulaşmayı hedeflediği seviyeye gelebilmesi için faaliyet göstermesi planlanmaktadır.

Sonuç olarak UVF'ye sahip olmak; doğal kaynak geliri olmayan, enerji konusunda dışa bağımlı, düzenli olarak cari açık veren, marka değeri ve sanayileşme açısından istenen seviyeye ulaşamayan Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarının tümünü aşmasını sağlayacak bir etkiye sahip olmamakla birlikte ekonomik gelişmeye destek olabilecek niteliktedir (Yalçınar ve Sürekli, 2015: 26). Bu bağlamda TVF'den mucizeler yaratmasından ziyade, ekonominin geneliyle eşgüdüm içinde çalışarak, ulusal menfaatleri göz önünde bulundurarak, piyasa kurallarını gözeterek ve uluslararası oyuncuları da hesaba katarak ülke için katma değer yaratmasını beklemenin daha doğru

olduğu söylenebilir (Müderrişoğlu, 2017). Son tahlilde TVF'nin, iki ucu keskin bir bıçak gibi olduğu söylenebilir; iyi kullanıldığında ekonomiyi kalkışa geçirebilecek bir potansiyele sahipken kötü kullanılması halinde mali disiplin üzerinde büyük tahribata yol açabilir (Yıldırım, 2017b).

3.6.2. TVF Hakkında Olumsuz Görüşler

Türkiye Varlık Fonu, henüz herhangi bir faaliyeti bulunmamasına karşın gerek var olan yasal mevzuat üzerinden gerekse de dünya örneklerinden farklı olan yönleri üzerinden birçok eleştiriye maruz kalmaktadır. Kuruluş öncesi fikri altyapı döneminde ve kuruluş aşamasında birçok tartışmaya neden olan TVF'nin, klasik manada UVF tanımlamalarının dışında kalan özgün yapısıyla, faaliyete geçtikten sonraki süreçte de gündemdeki ve tartışmaların odak noktasındaki yerini koruyacağı söylenebilir.

Dünyadaki UVF'lerin kuruluşunda genel olarak ya doğal kaynak ihracatı ya da dış ticaret fazlası sonucu ortaya çıkmış bir fon birikimi bulunmaktadır. Devletler de bu atıl fon birikimini nesiller arası gelirin adil dağılımı, ekonominin aşırı ısınmasını engellemek, uzun vadeli getiri elde etmek vb. sebeplerle değerlendirmek amacıyla UVF'ler kurma yoluna gitmektedir. Bir başka deyişle klasik anlayışa göre UVF'lerin doğasında fon birikimi fazlası vardır. Bu çerçeveden bakıldığında Türkiye'nin cari açık ve bütçe açığı veren bir ülke olarak fon birikiminden ziyade fon açığı bulunduğu söylenebilir (Özkul, 2017; Akman, 2017). Yani Türkiye'nin ne petrol, doğal gaz gibi bir emtiayı ihraç ederek elde ettiği gelirlerden kaynaklanan bir bütçe fazlası ne de cari fazlası veya fazla veren bir kamu emeklilik sistemi mevcuttur. Bilakis Türkiye, son dönemlerde azaltılmış olsa da ikiz açık veren, kamu emeklilik sisteminin açığını da bütçe üzerinden karşılayan bir sisteme sahiptir (Eğilmez, 2016). Dolayısıyla Türkiye gibi doğal kaynak sahibi olmayan bir ülkede UVF kurulması da, zenginliği gelecek nesillerle paylaşmaktan ziyade bugünkü harcamalar için eldeki varlıkları rehin ederek yaratılacak borçluluğu, geleceğe taşımak manasına geldiği söylenebilir (Gürses, 2017). Yine dünya örneklerinde görüldüğü üzere UVF'ler genellikle uzun vadeli yatırımcılar olarak görülürken ve bu sayede istikrar sağlayıcı bir mekanizma olarak işlev görürken TVF'nin ise piyasalarda yaşanabilecek dalgalanmalarda ve ani şok durumlarında kullanılabileceğinin beyan edilmesi, TVF'nin kısa vadeli spekülatif bir piyasa oyuncusuna dönüşme endişesini yaratmaktadır (Özkul, 2017). Ayrıca yine dünyadaki uygulamalarının aksine TVF'nin dış politika aracı olarak kullanılması, uluslararası kamuoyunda UVF'ler için kabul edilemez bir araçtır. Nitekim UVF'lerin anayasası olarak kabul edilen Santiago Prensipleri'nin 2. maddesinde yer alan "UVF'lerin politika amacı açıkça tanımlanmalı ve kamuoyuna açıklanmalıdır" ibaresi, hem UVF'lerin finansal ve ekonomik temelli amaçlarına uygun yatırım stratejilerinin belirlenmesini kolaylaştırmak hem de UVF'nin politik amaçlarla kullanılmasının önüne geçerek amaca uygun davranmasını ve hesap verebilirliğini temin etmek amaçlı olarak belirlenmiştir (Kayıran, 2016: 74). Zaten hala günümüzde küresel piyasalarda tam manasıyla kendisini ispat

edememiş UVF'lerin en çok eleştiri aldıkları konuların başında politik olarak kullanılma ve şeffaflık gelmekte olup egemen devletler bu konularda çok hassas davranmaktadırlar.

Ulusal ölçekte bakılacak olursa TVF'ye yönelik ağırlıklı eleştirilerin çıkış noktasının mali disiplin ve Türkiye'nin yaşamış olduğu bütçe dışı fonlar tecrübesi olduğu görülmektedir. Nitekim tek ve merkezi hazineden ilk sapma, III. Selim zamanında, 1793 yılında İrad-ı Cedid Hazinesinin kurulmasına kadar gitmektedir. Bu ilk adımın peşi sıra Tersane Hazinesi, Zahir hazinesi ve sonrasında hazine sayısı gitgide artmaya devam etmiştir. Mukataat Hazinesi, Mansure Hazinesi, Redif Hazinesi, Darphane Hazinesi ve Maliye Hazinesi bunların en önemlileri olup hazinelerin çoğalmasında Osmanlı mali sistemini kurtarmanın aksine mali disiplini çok ağır bir şekilde bozmuştur. Hazine sayısının artmasının Osmanlı İmparatorluğu'nun çöküşünde çok büyük bir etkisinin olduğu söylenebilir. Bu acı tecrübeden sonra 1839 yılında tek ve merkezi Hazine sistemine geri dönmüştür (Eğilmez, 2016).

1980'li yıllarda bütçe dışı fonların sayısı gittikçe artmış ve bir nevi çoklu hazine sistemine geri dönüş olmuştur. Çoklu hazine sisteminin en zararlı tarafları; merkezi hazinenin gelirlerinin dağınık bir yapı arz etmesi, gider/harcama önceliklerinin kaybolması, belirli gelirlerin belirli giderlere tahsis edilmesi sebebiyle zorunlu bazı giderlerin yapılamaması ve sonuç olarak kamu yönetiminin genelinde mali disiplinin kaybolmasıdır. 1994 ve 2001 krizlerinin oluşmasını hazırlayan altyapıda bütçe dışı fonların olumsuz etkileri önemli pay sahibidir (Eğilmez, 2016). Dedeoğlu da (2016: 6) aynı paralele sorunun geçmişte olduğu gibi her kurumun kendi hazinesini kurup kendi usulünce harcama yapmaya başlayınca ortaya çıktığına ve bu durumun mali disiplin üzerindeki yıkıcı etkisine değinmiş ve 2000 yılında çok büyük bir kısmı ortadan kaldırıldığında bütçe dışı fonların sayısının 70'i geçtiğini ifade etmiştir. Sonuç olarak TVF'nin faaliyete geçmesiyle hem Hazine vergi/gelir kaybına uğrayacak hem de Hazine, TVF ve TVF'ye bağlı alt fon ve şirketler düşünüldüğünde, ulusal bütçede çok başlılık olacaktır. Bu durum da 80'lerde ve 90'larda bütçe disiplininin ciddi manada sarsılmasının sonuçlarına benzer sonuçlara yol açabilecektir ki bu disiplinsizlik de 1994 ve 2001 ekonomik krizlerinin önemli yapı taşları arasında sayılabilir (Akman, 2017). Son olarak TVF'nin mali disiplini bozucu bir etkisi de borçlanma sürecinde ortaya çıkacaktır. TVF, merkezi bütçe dışında faaliyet göstereceği için fonun borçları, devletin resmi tablolarında ve borç istatistiklerinde görülmeyecektir. Böyle olunca da sayısal olarak kamunun borcu düşerken özel kesimin borcu artacaktır ve bu durum da mali disiplinin bozulmasına neden olacaktır (Emek, 2016).

Benzer şekilde kredi derecelendirme kuruluşları tarafından dile getirilen bir başka eleştiri ise oluşturulan fon ile devlete ait bazı gelir ve gider kalemlerinin bütçe dışına aktarılması sonucu mali disiplinin bozulması riskidir (Ersan, 2017). Sonuç olarak TVF'ye devredilen şirketlerin, Hazineye vergi dışı gelir olarak ödedikleri milyarlarca TL bulunmaktadır. Haliyle bu gelirler, artık Hazine için gelir olarak kaydedilemeyeceğinden bundan sonra daha büyük bir bütçe açığından bahsetmek

mümkündür (Özyıldız, 2017). Bir başka ifadeyle TVF için “yeni” bir gelir tanımlanmamış olup sadece bütçe gelirlerinin bir kısmı TVF’ye aktarılmıştır. Normal şartlar altında bütçeye aktarılan özelleştirme gelirlerinin TVF’ye devredilmesi ve bütçe gelirlerinden TVF’ye pay verilmesi, bütçe gelirlerinin azalmasına ve böylelikle bütçe açıklarının artmasına sebebiyet verecektir (Eğilmez, 2016). Özetle Hazine’den TVF’ye devredilen varlıklar ve gelirler artık fonun varlığı ve geliri haline gelmektedir. Turgut Özal döneminde 80’li ve 90’lı yıllarda yaşanan deneyimde sadece varlıkların gelirleri fona devredilirken şimdiyse varlıkların kendisi de TVF’ye devredilerek Hazine’nin varlığı olmaktan çıkarılmaktadır. Bu kapsamda devletin malının ve gelirlerinin TVF’ye devredilmesi “bütçe birliği” ilkesini yaralamaktadır ve bütçeden eksilen bu varlıklar ve gelirler doğal olarak bütçe açığının büyümesine sebebiyet verecektir (Uras, 2017).

Kuruluş aşamasında, dünya örneklerinin geneline benzer şekilde atıl kaynak olarak bekleyen bir fon birikimine veya hazır bir gelir havuzuna sahip olmayan TVF’nin iki ana gelir kaynağından bir tanesi mevcut gelir ve gayrimenkuller üzerinden hisse senedi, sukuk gibi finansal araçlarla yaratacağı (menkulleştirme) türev ürünler, bir diğeri ise ulusal ve uluslararası piyasalardan yapacağı borçlanmadır (Kayıran, 2016: 82). Fakat burada da TVF’nin borçlanma aşamasında çeşitli sorunlarla karşılaşılabilme ihtimali bulunmaktadır;

- İlk etapta TVF, yurt dışı piyasada borçlanırken Hazine’ye rakip bir kurum olarak ortaya çıkacaktır. Bu rekabet durumu da borçlanma piyasasında faizlerin yükselmesine sebep olacak ve haliyle Hazine’nin borçlanma maliyetini artıracaktır. Zaten borçlanmak için, normal koşullar altında Hazine’den daha düşük maliyetli borçlanma şansı olmayan TVF gibi ayrı bir yapıyı kurmanın pahalı bir tercih olduğu söylenebilir (Özkul, 2017). Ayrıca TVF’nin yurt dışı piyasalardan borçlanmasının, dış kaynak için aynı havuza talip olan Hazine’nin ve bankaların yurt dışından borçlanabileceği finans havuzunun daralmasına sebep olabileceği ifade edilmektedir. (Sarısü, 2016: 238). Böylelikle ortaya çıkacak dışlama etkisinin de piyasalar ve ülke ekonomisi üzerinde olumsuz etkileri olabilir. Dolayısıyla TVF ve Hazine’nin yurt dışı piyasalarda zaman zaman karşı karşıya gelmesi muhtemeldir ve bu karşılaşmalar ülke menfaatlerine olmayacaktır.
- İkinci olarak TVF’nin, elinde bulunan varlıkları ve varlıkların muhtemel gelirlerini teminat göstererek Hazine’nin garanti, izin ve onayı olmadan dış kaynak temin edebilmek gibi bir yetkisi bulunmakla birlikte bu durumun borçlanma açısından iki büyük sakıncayı bünyesinde barındırdığı ifade edilebilir. Birinci olarak ülke olarak doğrudan borçlanmıyorsanız ve bir varlığa dayalı menkul kıymet ihraç ediyorsanız, her ne isim altında olursa olsun, özellikle uluslararası piyasada bu borçlanma Türkiye’nin riski olarak değerlendirilecektir. Burada Hazine garantisi olup olmaması çok fazla bir anlam ifade etmez. Nitekim yakınlarda yaşanan benzer bir tecrübe olarak 1992-93 yıllarında Hazine, Ankara Belediyesi’nin Japonya’da ihraç ettiği, Hazine garantisi olmayan tahvillerini

ödemeyi üstlenmek zorunda kalmıştır (Dedeoğlu, 2016: 5; Sarısu, 2017: 236). Buna ek olarak TVF'nin kendi borçlanması teminat olarak gösterdiği varlıkları, alacaklarının riske girmesi halinde alacaklılar tarafından özel hukuk hükümlerince haczedilebilir. Hâlbuki bir ülkenin moratoryuma gitmesi durumunda Hazine'nin haczedilebilmesi imkanı bulunmamaktadır (Korkmaz, 2017).

TVF'ye yönelik eleştirilerin yoğunlaştığı bir diğer önemli husus ise fonun denetimi noktasındadır. Tamamen kamu varlıklarıyla kurulmuş TVF'nin 200 milyar TL'yi bulacağı beyan edilen bir kamu fonunu yönetecek olmasına karşın kamu kuruluşlarının işlemlerini bütçe ve yasalara uygunluk açısından TBMM adına denetleyen Sayıştay denetimine tabi olmaması en başta gelen eleştiri konularındandır. Fonun denetiminin Sayıştay deneyimi hariç tutularak sadece bağımsız denetim şirketlerinin yapacağı “kabul edilmiş muhasebe standartlarına uygunluğu” içeren bir denetimle sınırlı kalması çok mantıklı bir karar olarak görülmemektedir (Akman,2017). Ayrıca bu denetimin, yerindelik ve uygunluk denetimlerini içerip içermediğine yönelik olarak kanunda herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Dolayısıyla sadece kağıt üzerinden yapılması öngörülen bir denetim, israfa ve etkin olmayan harcamalara neden olabilir. Yerindelik denetimi hususunda TVF'nin gelirleri kanunda sıralanmış olduğu halde giderlerinin hangi alanlara yöneleceği konusunda herhangi bir açıklama bulunmamaktadır. Kaynakların hangi giderlere yöneleceğini kanun metninden değil gerekçe metninde görülmekte olup bu koşullarda yapılacak gider denetiminin neye dayanarak yapılacağını çıkarmak mümkün görünmemektedir (Eğilmez, 2016).

Bunun yanı sıra Başbakan'ın merkezi denetim elemanlarınca yaptıracağı denetimin kamuya hesap verebilirlik değil hiyerarşik denetim kapsamında olduğu söylenebilir. Hem yöneticilerin, hem de denetçilerin Başbakan tarafından atanması, denetimin ruhuna aykırı olmakla birlikte 3 kişilik denetleme heyetinin bu kadar çok şirket ve fonun işlemlerini tam anlamıyla denetleyebilmesi oldukça güç görünmektedir. Başbakanlığın göndermiş olduğu rapor üzerinden TBMM Plan ve Bütçe Komisyonunun da bir denetim gerçekleştirmesine karşın bu denetimin ne tür bir yaptırım gücüne sahip olduğu mevcut yasada yer almamaktadır. Ayrıca bu denetimin gerçek bir denetimi içermeyeceği, daha ziyade bir raporlama niteliği taşıyacağı düşünülmektedir (Kayıran, 2016: 74). Bu kadar önemli ve büyük kamu varlık havuzunun devredildiği bir fonun denetimi açık, şeffaf ve hesap verebilir yapıda olmalıdır. TVF'nin faaliyetleri kapsamında hiçbir şey yapılmamış olsa bile TVF'ye devredilen şirketlerin gelirleri, TVF personelinin ücretleri, ısıtma, aydınlatma gibi cari gider harcamalarının gösterildiği mali tablolar olmalı ve bu tablolara dair denetim raporları zamanında kamuoyuyla paylaşılmalıdır. Aynı paralelde TVF'nin faaliyetleriyle ilgili olarak halihazırda herhangi bir denetim raporu yazılıp yazılmadığı konusunda kamuoyuna açıklanmış bir bilgi bulunmamaktadır. TVF'nin internet sitesinde denetim raporu paylaşılmadığı gibi yazılıp yazılmadığı konusunda net bir açıklama bulunmamaktadır. (Eğilmez, 2017).

TVF'ye yönelik eleştirilerin önemli bir kısmı da fonun sahip olduğu imtiyazlı koşullar üzerinde yoğunlaşmıştır. TVF, özel hukuk kapsamında, ticaret kanununa tabi bir anonim şirket statüsündeyken TVF'nin Kuruluş Kanununda belirtildiği üzere birçok kanundan ve kamusal yükümlülükten muaf tutulmuştur (TVFKK, 2016: madde 8). Bu durumda özel hukuk hükümlerine göre faaliyet gösterecek TVF'ye rekabet kurallarına aykırı olacak şekilde birtakım ayrıcalıkların tanınmış olduğu ve bu muafiyetlerin de haksız rekabete sebep olabileceği söylenebilir. Nitekim Santiago Prensipleri'nin 20. maddesi ise ana tema olarak UVF'lerin özel sektör ile rekabet ederken kamusal imtiyazlı bilgi ve etkiyi kullanmaması gerektiğini ifade etmektedir (<https://www.dunya.com/kose-yazisi/turkiye-varlik-fonu-uzerine/384981>). Yine söz konusu muafiyetler ve istisnalar hakkında yapılan bir diğer eleştiri ise Santiago Prensipleri'nin daha ilk maddesinde, UVF'nin diğer kamu kurumlarıyla ilişkisinin netleştirilmesi gerektiği hususu belirtilmişken bizim mevzuatımızda ise bu hususta sadece TVF'nin muaf tutulduğu kamusal yükümlülükler ve kanunların belirtilmesi haricinde, diğer kurumlarla olan ilişkiler hakkında açık bir hüküm bulunmamaktadır. Ayrıca kurumsal yapı açısından bir diğer potansiyel problem ise ulusal ve uluslararası piyasalarda devlet adına işlem yapacak 3. bir kurum olacak TVF'nin, Hazine ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ile koordinasyonun nasıl sağlanacağı hususundaki belirsizliktir ki benzer bir koordinasyon sorununun yurt içinde Maliye Bakanlığı, Hazine, TCMB ve TVF arasında yaşanması da muhtemel görünmektedir (Dedeoğlu, 2016: 4, 6).

Bir başka ekonomik temelli eleştiri noktası ise özel sektörün yatırımlarının zaten düşük seyrettiği bir ortamda, devletin “mega” yatırımlarını finanse etmek için mevcut pastaya devlet olmanın avantajıyla talip olması sonucu özel sektör üzerinde yaratacağı “dışlama” etkisidir (Gürses, 2016b). Bir başka ifadeyle elindeki varlıkları teminat göstererek tahvil ve menkul kıymet çıkarmak yoluyla yurt içinden ve yurt dışından kaynak sağlamaya çalışacak olan TVF, ülkenin borçlanma potansiyelinin ağırlıklı kısmını kullanarak özel sektörü dışlayabilir (Yıldırım, 2017b).

TVF'nin kanunda belirtildiği üzere sermaye piyasalarında işlem yapma yetkisi bulunmakta olup bu durum da bazı kesimler tarafından eleştirilmektedir. Bu görüşün dayandığı temel nokta ise devletin, SPK, BDDK, TCMB gibi kurumlar aracılığıyla piyasada düzenleyici, denetleyici olabileceği lakin piyasada kamusal imtiyazlarla “trader” olarak işlem yapmasının doğuracağı sakıncalardır. Çünkü devletin yaptığı her işlem piyasada yanlış yorumlanabilir. Dolayısıyla kamu kesiminin, kapitalist bir ekonomide kriz dönemleri haricinde piyasaya doğrudan müdahale etmesi kapitalizmin ruhuna aykırı bir tutumdur (Özyıldız, 2017).

Ayrıca TVF'nin kanun gerekçesini ve TVF'nin kaynaklarını ve işleyişini incelediğimizde TVF'nin asıl amacının en genel ifadeyle “gelir yaratmak” olduğu söylenebilir. TVF'nin gelir yaratırken kullanacağı yöntemlerden biri olan “menkulleştirme”nin yani türev ürünlerin kullanımının kendi bünyesinde birtakım riskler barındırdığı ve son küresel iktisadi krizin çıkış noktasının türev ürünler olduğu da göz önünde bulundurulmalıdır. Bu bağlamda diğer ülke

UVF'lerinin temel stratejisi, riski dağıtarak uzun vadeli getiri sağlamak için ülke içi risklerin tersi yönde hareketler yapmak iken TVF, bunun aksine zaten riskli olan yurt içi uzun vadeli yatırımlara yönelik olarak türev ürünler çıkartmayı planlamaktadır. Bu kağıtların değerinde ortaya çıkabilecek ani bir düşüşün ülke ekonomisine ve projelere vereceği zarara ek olarak ülke ekonomisinde çıkabilecek bir ekonomik krizin bu kağıtların değerine olumsuz yansması ise kaçınılmazdır (Kayıran, 2016: 82).

TVF'nin açıklanan amaçları hususunda da bir takım eleştiriler mevcut olup bu eleştiriler daha ziyade kuruluş amaçlarının açık bir şekilde belirtilmediği ve amaçlarla araçların birbirine karıştırıldığı şeklindedir. Ayrıca amaçlar sıralanırken çok sayıda amaç artarda sıralanmış ve bunlar arasında bir öncelik, hiyerarşi gözetilmemiştir (Kayıran, 2016: 74). Bu duruma ek olarak "İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması", "Katılım finansmanı sektör payının artırılması" gibi bir UVF'den beklenmeyen birtakım amaçların, TVF için sayılması da bazı kesimlerce eleştirilmektedir (Eğilmez,2016).

Bir görüş ise birçok kamu kurumunun ve bankasının hisselerinin TVF'ye devrinin, TBMM tarafından verilmeyen bir yetkinin hükümetçe yasaya KHK ile eklenmesi sonucu gerçekleşebildiğini iddia etmektedir. Yani OHAL ile ilgisi olmayan bir yetki ile yasaya eklenen maddeye bağlı olarak devir işleminin gerçekleştiği ve bu durumun da hukuk dışı olduğu ifade edilmektedir (Gürses, 2017). Yine Savunma Sanayi Fonu'ndan 3 aylığına 3 milyar TL alınmasının gerekçesinin belirtilmemiş olması da şeffaflık bağlamında eleştiri konusu yapılmaktadır (Özkul, 2017).

Sonuç olarak Türkiye'nin bir UVF kuracak varlığı da fonu da bulunmamaktadır. TVF'ye devredilen kamu varlıkları Hazine'ye aittir ve onların kârları zaten bütçe finansmanında kullanılmaktadır. İkiz açığı olan bir ülkenin üstelik emeklilik fonları da Hazine tarafından finanse edilirken bir UVF kurması mantıklı bir tercih olarak görünmemektedir. TVF, elindeki varlıkları teminat vererek borçlanacağı için teminat vermeden, egemen devletin itibarını kullanarak borçlanan Hazine'nin dış borçlanması zorlaşmış olmaktadır. Yani dünyada borç verip getirisiyle varlığını artırmak üzere kurulan UVF'lere Türk tarzı, borç alan bir UVF katılmıştır (Eğilmez, 2017b). Bir başka ifadeyle UVF'ler genellikle, tasarruf fazlasına sahip olan ülkelerin kullandıkları bir finansal araç olmakla birlikte, Türkiye'nin doğal kaynak ihracatçısı olmaması, bütçe açığı ve dış ticaret açığı veriyor olması fonun yatırım amaçlı mı yoksa borçlanma amaçlı olarak mı kurulduğu hususunda tartışmalara neden olmuştur (Konukman ve Şimşek, 2017: 1938). Nitekim Türkiye'de kamu kesimi tasarruf ederek fon biriktirecek kadar bütçe fazlası verebiliyor olsaydı, bu fazlayla iç borcun azaltılmasını sağlar ve uzun vadeli faizlerin düşmesini sağlardı. Böylece de uzun vadeli özel kesim yatırımları için önemli bir 'tatlandırıcı' vazifesi görürdü (Gürses, 2016a). Bunun sonucu olarak da özel sektörün, uzun vadeli yatırımlara yani büyük altyapı projelerinde elini taşın altına

sokması teşvik edilmiş olurdu. Şimdiyse bu uzun vadeli yatırımları ve altyapı projelerinin sorumluluğunu TVF üstlenmiş görünmektedir.

Henüz herhangi bir faaliyeti bulunmayan TVF hakkındaki olumsuz görüşlerin ağırlıklı kısmı olumlu görüşlere benzer şekilde teorik düzeyde kalmaktadır. Mevzuat üzerinden ve dünya örnekleri üzerinden yapılan bu eleştirilerin dikkate alınarak gerekli açıklamaların yapılması ve kaygıların giderilmesi TVF'nin arkasındaki desteğin sağlamlaşmasını sağlayacaktır. Son kertede önümüzdeki süreçte TVF'nin faaliyete geçmesiyle birlikte daha sağlıklı yorumlar yapabilmek mümkün olacaktır.



SONUÇ VE ÖNERİLER

Ulusal varlık fonu kavramı, Türkiye'nin gündemine 2016 yılında Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluşuyla birlikte girmesine karşın UVF'ler, küreselleşmeye paralel olarak özellikle 2000'li yıllardan sonra dünya ekonomik sistemi içerisinde kendilerinden oldukça sık söz ettirmeye başlamışlardır. UVF'ler, Türkiye için henüz çok yeni bir kavram olmakla birlikte dünya için de henüz tam anlamıyla çözülmüş ve ekonomik sisteme entegre edilmiş bir finansal yapı değildir. İstisnalar dışarıda tutulacak olursa henüz kendi içlerinde en alt düzeyde dahi homojenliği sağlayamamış, sınırları kesinleştirilememiş, yasal altyapıları tamamlanmamış ve şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından önemli eksiklikleri olan UVF'lerin böylesine büyük kaynak havuzlarını yönetmeleri, egemen devletlerin UVF'lere karşı tedirginlikle yaklaşmalarına sebep olmaktadır. Bir başka ifadeyle kamuoyuyla bilgi paylaşımı kısıtlı olan, küresel ekonomik sistem içerisindeki rolü ve etkileri tam olarak netleşmemiş ve yapabileceklerinin/ yapamayacaklarının sınırları belginleştirilememiş olan UVF'ler, devasa ekonomik güçleriyle devletleri ürkütmektedirler. Tam tersi yönde düşündüğümüz zaman, son Küresel Finansal Krizde UVF'ler, batılı finans kurumlarına türbülânstan çıkmaları aşamasında destek olarak krizin etkilerinin azaltılmasına ve yaraların sarılmasına yardımcı olarak olumlu bir portre çizmişlerdir. Nitekim bu krizin ardından UVF'ler ilk ciddi sınavlarını başarıyla verdiler ve piyasaya kabul edilme ve entegre olma yolunda önemli bir adım attılar. Özetle UVF'ler şu anda piyasa tarafından iki tarafı keskin bir bıçak gibi görülmektedir. Egemen devletler, hem UVF'lerin heybelerindeki sıcak paranın avantajlarından faydalanmak istemekte ama aynı zamanda "kapalı kutu" konumundaki öngörülemez ekonomik devin hareketlerinden çekinmektedirler.

Uluslararası ticaretin serbestleşmesi, özelleştirme ve devletin ekonomideki rolünün azaltılması gibi temel ilkeleri benimseyen Washington Uzlaşmasının yerleştirmeye çalıştığı serbest piyasa eksenli ekonomi, 2007-2009 Küresel Finans Krizinde önemli bir yara almıştır. Devletin ekonomiden el çekmesinin zararlı sonuçlarını yaşayan ulus devletler, bu durumun bir sonucu olarak devlet aygıtını ekonominin içerisine yeniden eklemlenmenin alternatif yollarını geliştirmişlerdir. Bu bağlamda ulus devletler için, "devlet kapitalizmi" kavramı yeniden tartışılmaya başlamış ve devlet mülkiyetli şirketler ve UVF'ler, kilit aktörler olarak uluslararası arenaya çıkmışlardır.

Ulus devletlerin UVF'lere temkinle yaklaşmalarının altında yatan asıl neden, gücünün sınırları tam olarak kestirilemeyen bu ekonomik yapının, devletlerin ulusal sınırlarını sorgusuz sualsiz ihlal edebilme yetisi ve ihtimalidir. Ekonomik sınırlarının bu denli kolayca aşılmasını bir tehdit olarak algılayan ulus devletler, küreselleşmenin getirilerine dahi henüz tam olarak uyum

sağlayamamışken bir anda karşılıklarına çıkan UVF kavramına nasıl davranmaları gerektiği hususunda kesin bir karara varamamışlardır. Ekonomik saldırıların, bir ülkenin egemenliğini sarsmak ve devletleri zor duruma düşürmek için savaşlardan daha etkili bir yola dönüştüğü bu dönemlerde devletler açısından ekonomi-politik kavramının önemi her geçen gün artmaktadır. Ekonomik gücün siyasi güce kolayca ve hızlıca dönüştürülebildiği bu çağda ülkeler, savaş meydanlarından ziyade ekonomik arenada mücadele etmektedir. Bu durumun bir sonucu olarak da ulus devletler, yeni döneme ayak uydurabilmek adına çeşitli çözüm yolları denemektedirler. Bu kapsamda kimi devletler ekonomilerindeki güvenlik duvarlarını yükselterek kendilerine daha korunaklı bir alan oluşturmayı seçerken kimi devletler de ekonomik arenada savaşıcak devlet mülkiyetli şirketler, UVF'ler gibi yeni dönemin gladyatörlerini yetiştirmeyi seçmektedirler. Sonuçta uluslararası ilişkiler açısından ulus devletlerin durumunu gözlemlediğimizde, ulus devletlerin varlıklarını korumak için yeni stratejiler geliştirmek zorunda kaldığı ve kalacağı bir süreçten geçtiğimizi söyleyebiliriz. Ulus devletler, bir yandan UVF'ler gibi yeni dönemin ekonomik aktörlerinin egemenliklerine zarar vermesini engellemek için tedbirler alırken diğer yandan bu aktörlerin sunmuş olduğu avantajlı ekonomik koşulların nimetlerinden de faydalanmak istemektedirler. Aynı zamanda devletin ekonomiye aktif olarak yeniden dahil olduğu bu süreçte, vahşi kapitalizmden görece daha ılımlı devlet kapitalizmine doğru bir yönelimin gerçekleştiği hesaba katılacak olursa ulus devletlerin de bu dönüşüme uyum sağlayabilmek adına bir takım değişimler geçirmek ve muhtelif stratejiler geliştirmek zorunda kalacağı söylenebilir.

Olaya Türkiye penceresinden bakacak olursak dünya ile kıyaslandığında yaşadığımız sorunlar ve tartıştığımız konular birçok açıdan farklılık arz etmektedir. 2016 yılında kurulmasının ardından henüz herhangi bir faaliyeti bulunmayan TVF'nin, diğer ülke UVF'leriyle karşılaştırıldığında emekleme aşamasında olduğu söylenebilir. Ayrıca geleneksel UVF tanımına bakıldığında kuruluşundan gelirlerine, hedeflerinden faaliyetlerine kadar geniş bir yelpazede farklılıkları bulunan TVF'nin kendine özgü bir yapısı bulunmaktadır. Bu sebepten dolayı da TVF'yi, UVF sınıflaması içerisinde kesin bir sınıfa dahil edebilmek mümkün görünmemektedir. Günümüzde TVF hakkında güncel tartışmalar hala devam etmekte olup tartışmalar daha ziyade siyasi otoritenin açıklamaları ve var olan mevzuat üzerinden şekillenmektedir. Şu an için TVF'nin kamuoyuyla bilgi paylaşımı yeterli düzeyde görülmemekle birlikte ilerleyen dönemlerde bu kadar iddialı hedeflerin ve çok geniş işlem yapma yetkilerinin verildiği TVF, daha şeffaf olmak zorunda kalacaktır. Bu kapsamda TVF, özellikle yurt dışı sermaye piyasalarında işlem yapmak, dışarıdan borç almak veya kaynaklarını menkulleştirme yoluyla kağıt ihraç etmek gibi faaliyetlerde bulunacaksa gerek şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından gerekse de paydaşlarla etkili iletişim açısından kendisini ileriye taşıyacak adımlar atmak zorunda kalacaktır. TVF hakkındaki görüşler de UVF'lere benzer şekilde iki ayrı uç arasında gidip gelmektedir. Bir tarafta “mega projelerin finansmanı”, “önümüzdeki 10 sene büyüme oranına % 1,5 katkı yapmak” vd. bulunurken diğer tarafta “mali disiplinin bozulması”, “TVF'nin Hazine'nin izin ve onayı olmadan borçlanabilmesi” vd. bulunmaktadır.

Sonuç olarak TVF için farklı görüşler farklı açılardan bakarak birtakım çıkarımlar yapmaktadır ve bu durum ilerleyen dönemlerde artarak devam edecektir. Burada asıl üzerinde durulması gereken husus, olumlu veya olumsuz her görüşün dikkate alınarak değerlendirilmesi ve kamuoyu nezdinde geniş çaplı bir uzlaşa sağlamaya çalışılmasıdır.

Bu çalışmanın amacı Türkiye için yeni bir fenomen olan TVF'nin daha bilinir ve anlaşılır bir hale gelmesi için bir adım atmaktır. Zaten genel olarak oldukça muğlak, kapalı ve opak bir yapı olan UVF'ler henüz piyasalarca tam olarak çözülememişken Türkiye'nin küresel sisteme kendi özgün UVF'si ile dahil olması bu çalışmanın önemini daha da artırmaktadır. Türkiye'de gerek akademik çevrelerde gerekse de ekonomi çevrelerinde yeterince üzerinde durulamamış olan UVF'ler, TVF'nin bir anda ortaya çıkmasıyla ilgili kesimlerin dikkatini çekmiş ve birçok platformda tartışılmaya başlamıştır. Bu açıdan bakıldığında bu çalışmanın literatür taraması açısından sonraki akademik çalışmalara yardımcı olması da hedeflenmektedir.

Çalışmanın ilk bölümünde UVF kavramının daha iyi anlaşılması ve buna binaen TVF algısının daha sağlam temellere oturması açısından UVF kavramı detaylı olarak incelenmiştir. İlk etapta UVF'lerin tanımı yapılmış ve tanımın daha anlaşılır olması için destekleyici olması açısından özellikleri ve amaçları incelenmiştir. Akabinde UVF'ler amaçlarına ve kaynağına göre sınıflandırmaya tabi tutulmuş olup böylece TVF'nin bir UVF olup olmadığı, UVF ise hangi türe dahil olduğu sorularına bir temel hazırlanmıştır. Buna müteakip UVF'lerin geçmişten günümüze geçirmiş olduğu tarihsel süreç sebep ve sonuçlarıyla birlikte açıklandıktan sonra UVF'lerin hukuki altyapısını hazırlamak üzere UVF'ler için bir anayasa/ rehber niteliğinde olan Santiago Prensipleri maddesel bazda irdelenmiş ve UVF'leri belirli kriterlere göre daha öngörülebilir kılmak için kullanılan bazı endeksler hakkında bilgi verilmiştir. Son olarak ise akademik çevrelerde UVF'ler hakkında açıklanmış olumlu ve olumsuz görüşler ayrı başlıklar halinde incelenerek objektif bir bakış açısı oluşturmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde ise türleri, varlık büyüklükleri, kaynakları, amaçları ve küresel sistemdeki yeri bakımından öncü olarak kabul edilebilecek ve UVF sektörünün genelini yansıtabilecek nitelikte 4 adet (Norveç, Birleşik Arap Emirlikleri, Çin ve Singapur) ülke örneği incelenmiştir. Böylece TVF'ye geçmeden önce teorik UVF altyapısının peşi sıra ülke örneklerinin verilmesiyle pratikte durumun nasıl olduğu açıklanmış ve bu şekilde TVF için sağlam bir zemin oluşturmaya çalışılmıştır.

Son bölümde ise TVF üzerinde durulmuş ve ağırlıklı olarak mevzuat ve siyasi demeçler üzerinden TVF'nin kuruluşu, yönetim yapısı, amaçları incelenmiştir. Ardından TVF'nin kaynakları, kendisine devredilen portföyü ve faaliyetleri kapsamında neler yapabileceği teorik temelde açıklanmıştır. Daha sonra geleneksel sınıflandırma içerisinde TVF'nin nereye oturduğu, türünün ne olduğu incelenmiş ve en çok eleştirilen konuların başında gelen fonun denetimi ayrı bir

başlık halinde açıklanmıştır. Son bölümde ise TVF hakkında beyan edilmiş olumlu ve olumsuz görüşler ayrı başlıklar halinde gerekçeleriyle birlikte verilerek farklı bakış açılarının oluşturduğu sinerjiden faydalanmaya çalışılmıştır. Özetle çalışmada ilk olarak UVF'lerin teorik altyapısı verilmiş ve ardından örnek ülke fonlarıyla pratik durum anlatıldıktan sonra bu bilgiler ışığında TVF incelenmiştir.

Sonuç olarak TVF'nin gerek kuruluş gerekçesi ve yöntemi, gerek yönetim yapısı ve amaçları, gerekse de hedefleri ve bunları gerçekleştirebilmek için kullanacağı faaliyetleri, bazı görüşlerce klasik manada bir UVF sınıflandırmasının dışında görülmesine sebep olmaktadır. Her ne kadar bazı kaynaklarda UVF sınıflandırmasından çıkarılan ulusal kalkınma fonlarıyla benzer noktaları olsa da temel olarak bir fon birikimi olmadan kurulan TVF kendi içerisinde özgün yapısıyla UVF'ler arasında görece farklı bir görüntü vermektedir. Yani TVF için kendine has yapısıyla geniş yetkilerle donatılmış, kamusal imtiyazlara sahip ve özel hukuk hükümlerine tabi bir anonim şirket statüsündedir diyebiliriz.

Günümüzde ekonomik sistem geçmiş yıllara kıyasla oldukça hızlı bir şekilde çağın gereklerine ayak uydurma potansiyeline sahiptir. Böyle olunca da çok kısa zaman dilimleri içerisinde yeni ekonomik aktörler, yeni finansal araçlar, yeni ekonomik modeller küresel sisteme dahil olup büyük etkiler yaratabilmektedir. Küreselleşme, teknoloji ve bilişim çağının getirdiği bu yüksek hız ve dönüşebilme kapasitesinin, ekonomik sistem üzerinde büyük ve derin değişimler yaratabileceğinin işaretleri görülmeye başlamıştır. Yeni dönemin oyuncuları, araçları ve dinamiklerinin bugünkünden çok farklı olacağı tahmin edilmekle birlikte bu değişime ayak uyduramayan devlet, şirket, örgüt vb. oyuncular ya değişmek zorunda kalacak ya da sistem tarafından dışlanacaklardır. Bu nedenden dolayı yeni ekonomik çağı iyi okumak ve kartlarını ona göre oynamak her ekonomik aktörün uyması gereken bir zorunluluktur. Bu kapsamda UVF'ler de yeni dönem ekonomi anlayışının etkin oyuncuları olarak göze çarpmaktadırlar. Devlet kapitalizminin yeniden ortaya çıkışının ilk emarelerinden biri olan UVF'ler gerek hükmettikleri ekonomik varlıkların büyüklüğü, gerekse de ekonominin genel çarkları arasında sessizce ama etkili biçimde sürdürdükleri faaliyetleri açısından önümüzdeki senelerde çokça konuşulmaya devam edecektir. Türkiye de bu bağlamda gerekli tedbirleri alarak ve iyi analiz edilmiş gelecek projeksiyonları eşliğinde gerekli adımları atmak zorundadır. TVF de kendi içerisinde sürekli değişim gösteren bu dinamik yapıya entegre olabilmek adına atılmış bir adım olarak düşünülebilir. Lakin dünyadaki UVF örnekleriyle kıyaslandığında ülke olarak oldukça geç başladığımız bu yarışta daha hızlı ilerleyebilmemiz için adımlarımızın şeffaflık, hesap verebilirlik ilkelerini her zaman göz önünde bulundurarak ve en önemlisi sağlam temeller üzerinde genel bir konsensüs sağlanarak atılması gerektiği düşünülmektedir. Buna karşın TVF'nin kuruluşu öncesinde ve kuruluş aşamasında gerekli ve yeterli seviyede teorik bir tartışma yapılamadan temeller atılmış olup bugünkü yaşanan tartışmaların ve belki de TVF'nin zamanında faaliyete geçememesinin temelinde atılan bu hızlı adımların oluşturduğu hukuki ve ekonomik zemin yatmaktadır. Özetle şu an için

yasal altyapı ve siyasilerin demeçleri üzerinden yoğun eleştirilere maruz kalan TVF üzerinde, geniş tabanlı bir uzlaşa yaratılması için gerekli çalışmaların yapılması gerektiği düşünülmektedir.

Geçmiş yıllardaki acı fon tecrübelerini yaşamış ve bütçe birliğinden sapmanın cezasını ödemiş bir ülke olarak Türkiye'nin ilk etapta kendini korumak amaçlı olarak yoğurdu üfleyerek yeme refleksi anlaşılır görünmektedir. Mali disiplinden uzaklaşmanın cezasını birçok kere çekmiş ve aynı sınavdan defalarca geçmiş olan Türkiye'nin artık benzer sorunlarla karşılaşma, karşılaşsa dahi tekrar başarısız olma lüksü bulunmamaktadır. Dolayısıyla kamuoyu nezdinde oluşmuş soru işaretlerinin giderilmesi TVF'nin sağlıklı işleyişi ve ülke ekonomisine olumlu katkı verebilmesi için elzemdir. Bu endişelerin ortadan kaldırılması için de yapılan eleştirilerin hepsi dikkate alınmalı ve üzerinde çelişkiye mahal bırakmayacak şekilde hepsi açık, net ve şeffaf olarak cevaplanmalıdır. Bu şekilde oluşturulacak bir mutabakat ile TVF sırtını ülke ekonomisine, kendinden emin bir şekilde yaslayabilecek ve böylece daha rahat hareket edebilecektir. Böylelikle kazan-kazan stratejisiyle hem ülke ekonomisindeki paydaşların endişeleri giderilmiş olacak hem de TVF daha ferah bir ekonomik iklimde faaliyet gösterebilecektir.

Çalışmanın zayıf yönlerinin başında TVF'nin henüz faaliyete geçmemiş olması sayılabilir. Nitekim fonun ulusal ve uluslararası piyasalarda işlem yapmaya başlamasıyla mevcut durumda henüz ortada görünmeyen sorunlar baş gösterebilecek ve böylelikle tartışmalar teorik düzeyden pratik düzeye inecektir. Böylelikle gelecek öngörülerine dayalı, farazi korkuların gerçeği yansıtıp yansıtmadığı ortaya çıkacak veya belki de hiç üzerine düşünülmemiş, hesaba katılmamış birtakım sorunlar baş gösterecektir. Bu sebepten TVF'nin aktif olarak piyasaya girmesiyle yasal mevzuattaki eksikliklerin ve muğlaklığın daha çok göze çarpacağı ve bunların giderilmek zorunda kalınacağı düşünülmekle birlikte buna ek olarak daha sağlıklı bir tartışma ortamının ortaya çıkacağı öngörülmektedir. Ayrıca performans yönetimi kapsamında yerindelik denetimi de önümüzdeki süreçte fonun faaliyetlerinin başlamasıyla tartışılacak konuların başında gelecektir. Çünkü TVF'nin, kanunla kendisine verilen işlem yetkileri, görevler ve fonun amaçları açısından gerçekleştirdiği faaliyetler sonucu elde edilen başarı/ başarısızlık her koşul altında irdelenecektir. Kanunda yerindelik denetimi açık olarak belirtilmese de böylesine büyük ekonomik varlıkların yönetiminde yüksek getiri sağlandığında sorgulanmasa bile en küçük başarısızlık durumunda işlemlerin uygunluğu ve yerindeliği bir otorite tarafından olmasa dahi kamuoyu nezdinde bir denetime tabi tutulacaktır.

Sonuç olarak TVF, ülke için yeni ve özgün bir kurum olarak ekonomik sistemimize dahil olmuştur. Bundan sonraki aşamada önemli olan husus TVF'nin arkasındaki desteği sağlamlaştırmak ve daha efektif bir şekilde işleyebilmesi için gerekli olan hukuki, ekonomik ve toplumsal altyapıyı oluşturarak dünyadaki örnekleriyle eşdeğer bir konuma gelebilmesi için gerekli adımları atmaktır. Bunun ana koşulu da sağlıklı işleyen bir ekonominin önkoşullarından olan şeffaflık, hesap verebilirlik kavramlarını göz önünde bulundurarak zaman içerisinde ortaya çıkacak

sorunları, eksiklikleri ekonomik döngü içerisinde ve geniş tabanlı bir mutabakat sağlayarak çözmektir. Son kertede TVF, tek başına ekonomiyi harekete geçirecek, tüm ekonomik sorunları ortadan kaldıracak ve Türkiye'nin yapısal sorunlarını çözerek büyüme ve kalkınmanın fitilini ateşleyecek bir sihirli değneğe sahip değildir. Dolayısıyla TVF'den bir mucize gerçekleştirmesini beklemek yerine ekonominin büyümesine ve gelişmesine bir paydaş olarak katkı vermesini, stratejik sektörleri desteklemesini, ekonomik sistem içerisinde diğer ekonomik oyuncularla uyum içerisinde çalışmasını ve sermaye piyasalarını geliştirmesini ve çeşitlendirmesini beklemek daha doğru bir tutum olarak görünmektedir.



YARARLANILAN KAYNAKLAR

- ADIA, Investment Strategy, <http://www.adia.ae/En/Investment/Strategy.aspx> (14.02.2018)
- _____, Governance, <http://www.adia.ae/En/Governance/Governance.aspx> (14.02.2018).
- Aglietta, Michel (2009), “Les Fonds Souverains: des Investisseurs a Long Terme en mal de Strategies Efficaces”, **Revue d’economie financiere**, Hors-série 2009, 357-365.
- Aguilera, Ruth V. Vd., (2015), “**Sovereign Wealth Funds: A Strategic Governance View**”, <https://web.northeastern.edu/ruthaguilera/wp-content/uploads/2017/02/46.-Aguilera-Capape-Santiso-2016-AMP.pdf> (16.02.2018).
- Aizenman, J. and Glick, R. (2007), “Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?”, **FRBSF Economic Letter**, 38 (December), 1-3.
- Akçay, Ümit (13.02.2017), “Varlık Fonu Ne Değil?”, <https://www.gazeteduvar.com.tr/yazarlar/2017/02/13/varlik-fonu-ne-degil/> (20.02.2018).
- Akbulak, Sevinç (2008), “Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth funds) Gelişmeler ve Düzenleme Çalışmaları, **SPK Araştırma Raporu**, SPK Araştırma Dairesi, Ankara.
- Akman, Cüneyt (06.02.2017), “Türkiye Varlık Fonu Diye Bir Şey Yok Aslında!”, <http://www.paraanaliz.com/2017/yazarlar/cuneyt-akman/turkiye-varlik-fonu-diye-bir-sey-aslinda-yok-7371/> (23.04.2018).
- Akyıl, Zeynep ve Özkök, Cüneyt Kemal (04.06.2017), <https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/sayistay-baskani-bastan-varlik-fonu-degerlendirmesi/834106> (25.04.2018).
- Al-Hassan, Abdullah vd. (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, **IMF Working Paper**, 13/231.
- Alhashel, Bader (2014), “Sovereign Wealth Funds: A Literature Review”, **Journal of Economics and Business**, 10, 1-13.
- Allen, Mark ve Caruana, Jaime (2008), “Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda”, IMF.
- Al-Saidi, Majid (2012), “Analytic Study of Sovereign Wealth Fund Strategies and Policies: A Case Study of Oman Sovereign Wealth Fund”, Brunel Business School, Brunel University.
- Atangana, Pierre Christian (2013), “**L’Emergence des Fonds Souverains et Leur Impact sur Les Investissements Transfrontaliers**”, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Universite du Quebec a Montreal.

- Atkinson, Anthony B (2015), **Inequality: What Can Be Done?**, Harvard University Press, London, England.
- Aykın, Hasan (2011), “Ulusal Varlık Fonları: Risk mi Fırsat mı?”, **Stratejik Düşünce Enstitüsü**.
- Badian, Laura ve Harrington, Gregory (2009), “Évolution de la Politique des Fonds Souverains”, **Revue d'économie financière**, Hors-Série 2009, 149-164.
- Bal, Harun (2011), “İktisadi Gelişme ve Doğal Kaynaklar: Geçiş Ekonomileri Çerçevesinde Bir İnceleme”, **Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 20, Sayı: 1, 87-104.
- Balding, Christopher (2008), “A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds”, **Working Paper**, University of California-Irvine.
- _____ (2009), “Qui A Peur des Fonds Souverains?”, **Revue d'économie financière**, Hors-série 2009, 215-227.
- Balin, Bryan J. (2008), “Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis”, Johns Hopkins University School of Advanced International Studies (SAIS).
- Bank of England (2008), Quarterly Bulletin, 2008 Q2, 48(2).
- Bayar Y. ve Yıldırım M. (2013), “Ulusal Varlık Fonlarının Regülasyonuna Yönelik Çabalar: Santiago Prensipleri”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 50(585), 67-80.
- Beck, Roland ve Fidora, Michael (2008), “The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets”, European Central Bank, **Occasional Paper Series**, No:91.
- Behrendt, Sven (2010), “Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where Do They Stand?”, Carnegie Endowment for International Peace.
- Bernstein, Shai vd. (2009), “The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds”, **Working Paper**, 09-112, Harvard Business School.
- Betbèze, Jean-Paul (2009). “Fonds Souverains: Solution à la Crise ?”, **Revue d'économie financière**, Hors-série 2009, 165-170.
- Blancheton, Bertrand ve Jegourel, Yves (2009), “Les Fonds Souverains: Un Nouveau Mode de Regulation du Capitalisme Financier”, Universite de Bordeaux, **Cahiers du Gretha**, No: 2009-4.
- Bortolotti, Bernardo vd. (2009), “Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance”, The Fifteenth Dubrovnik Economic Conference, Croatian National Bank.
- Chevalier, Jean-Marie (2009), “Les Fonds Souverains Pétroliers”, **Revue d'économie financière**, Hors-série 2009, 21-26.
- Chhaochharia, Vidhi ve Laeven, Luc (2009), “Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance”, **Working Paper**, International Monetary Fund.

- China Investment Corporaiton [CIC], <http://www.china-inv.cn/wps/portal/>.
- China Investment Corporation (t.y.), <http://www.ifswf.org/member-profiles/china-investment-corporation> (28.03.2018).
- Clark, Gordon L. vd. (2013), **Sovereign Wealth Funds - Legitimacy, Governance and Global Power**, Princeton University Press.
- Clark, Peter B ve Monk, Ashby H.B. (2015), “Sovereign Development Funds: Designing High Performance, Strategic Investment Institutions”, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2667974> (12.03.2018).
- Coissard, Steven vd. (2011), “L’emergence des Fonds Soverains: Réalités et Enjeux”, **AFRI**, Volume XII.
- Daha Agresif Özelleştirme Politikası Uygulayacağız (28.09.2016), <https://www.sabah.com.tr/ekonomi/2016/09/28/daha-agresif-ozellestirme-politikasi-uygulayacagiz> (15.05.2018).
- Das, Udaibir S. vd. (2009), “Setting Up A Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations”, **Working Paper**, 09/179, IMF .
- Dedeoğlu, Emin (2016), “Kamu Mali Yönetiminde Neler Oluyor?: Varlık Fonu ve Tamamlayıcı Ödenek”, **Değerlendirme Notu**, 201629, TEPAV.
- Delacour, Caroline Bertin (2000), **Les Fonds Soverains, Ces Nouveaux Acteurs de l’Economie Mondiale**, Les Echos Edition.
- Dewenter, Kathryn L vd. (2009), “Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments”, **Working Paper**, University of Washington.
- Dockès, Pierre (2009), “Les Fonds Soverains et l’Impérialisme d’Emergence”, **Revue d’économie financière**, Hors-série 2009, 27-38.
- Dönmez, Çetin Ali (06.02.2017), “Türkiye Varlık Fonu Ne İşe Yarayacak?”, <http://www.paraanaliz.com/2017/ekonomi/turkiye-varlik-fonu-ne-ise-yarayacak-7366/> (21.11.2017).
- Eğilmez, Mahfi (25.08.2016), “Varlık Fonu”, <http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/varlik-fonu.html?m=1>, (05.02.2018).
- _____ (2017a) (11.10.2017), “Varlık Fonu Böyle Bir Şey Değil”, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/10/varlik-fonu-boyle-bir-sey-degil.html> (03.01.2018).
- _____ (2017b) (21.10.2017), “Karışık İşler Bunlar”, <http://www.mahfiegilmez.com/2017/10/karsik-isler-bunlar.html>, (25.11.2017).
- Emek, Uğur (22.09.2016), “Türkiye Varlık Fonu ve Saydamlık”, <http://uemek.blogspot.com.tr/2016/09/turkiye-varlik-fonu-ve-mali-saydamlik.html>, (02.03.2018).

- Ersan, İhsan (07.10.2017), “Türkiye Varlık Fonu Üzerine” <https://www.dunya.com/kose-yazisi/turkiye-varlik-fonu-uzerine/384981> (27.04.2018).
- Ertem, Cemil (06.02.2017), “Sessiz Devrim: Türkiye Varlık Fonu”, <http://www.milliyet.com.tr/yazarlar/cemil-ertem/sessiz-devrim---turkiye-varlik-fonu-2391662/>, (23.04.2018).
- Fini, Michael (2010), “**Financial Ideas, Political Constraints: The IPE of Sovereign Wealth Funds**, Doktora Tezi, University of Warwick.
- Gelb, Alan vd (2010), “Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance, Risk and Opportunities”, **Policy Research Working Paper**, 6776, The World Bank.
- Gieve, John (2008), “Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances, **BIS Review**, 31/2008
- Gilligan, George vd. (2014), “Sovereign Wealth Funds: The Good Guy Investment Actors”, **Working Paper**, No:021/2014, CIFR.
- Gilson, Ronald J.ve Milhaupt, Curtis J, “Fonds Souverains et Gouvernance d’Entreprise: Une Réponse Minimaliste au Nouveau Mercantilisme”, **Revue d’économie financière**, Hors-série 2009. 373-393.
- Gomes, Tamara (2008), “The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability”, **Discussion Paper**, 2008/14, Bank of Canada.
- Gürses, Uğur (2016a) (02.08.2016), “Zoraki Tasarruflarla Mega Proje Finansmanı”, <http://www.hurriyet.com.tr/yazarlar/ugur-gurses/zoraki-tasarruflarla-mega-proje-finansmani-40179187>, (20.02.2018).
- _____ (2016b) (16.08.2016), “Varlık Fonu Özel Kesimin Payına Talip”, <http://www.hurriyet.com.tr/yazarlar/ugur-gurses/varlik-fonu-ozel-kesimin-payina-talip-40196902>, (22.03.2018).
- _____ (07.02.2017), “Varlıkları Rehin Fonu”, <http://www.hurriyet.com.tr/yazarlar/ugur-gurses/varliklari-rehin-fonu-40357685>, (23.01.2018).
- Hacıhasanoğlu Erk ve Soytaş, Uğur (2010), “Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü”, **MARC Working Paper Series**, 2010-02.
- Hammer, Cornelia vd (2008), “Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices, **Working Paper**, 08/254, IMF.
- Heyward, Peter (2008), Are Sovereign Wealth Funds A Threat to the U.S. Banking System, <http://apps.americanbar.org/buslaw/newsletter/0069/materials/pp4.pdf> (11.01.2018).
- International Forum of Sovereign Wealth Funds [IFSW], <http://www.ifswf.org/member-profiles/china-investment-corporation> (12.08.2017).

- International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), "Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices, Santiago Principles".
- Jones, Stephany Griffith ve Ocampo José Antonio (2008) "Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective", Andean Development Corporation.
- Junghans, Pascal (2008), "Les Fonds Souverains, Agents d'Une Vision Patrimoniale de la Mondialisation", **Géoeconomie**, 2008/4, 47, 51-68.
- Kamu Kurumlarının Hisseleri Varlık Fonu'na Devredildi (05.02.2017), <http://www.haberturk.com/ekonomi/is-yasam/haber/1380033-kamuda-onemli-kaynak-aktarimi>, (06.02.2018).
- Karagöl, Erdal Tanas ve Koç, Yunus Emre (2016), "Dünyada ve Türkiye'de Varlık Fonu", **SETA**, Ekim 2016, 169: 11.
- Kayran, Meltem (2016), "Türkiye Varlık Fonu'nun Kuruluş amaçları ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme", **Eğitim Bilim Toplum Dergisi**, 14(56), 55-90.
- Keller, Amy (2009), "Sovereign Wealth Funds: Trustworthy Investors or Vehicles of Strategic Ambition?", *The Georgetown Journal of Law&Public Policy*, 7(333), 333-372.
- Koch-Weser, Iacob N. ve Haacke, Owen D. (2013), "China Investment Corporation: Recent Development in Performance, Strategy and Governance", U.S.-China Economic and Security Review Commission.
- Konukman, Aziz ve Şimşek, Orhan (2017), "Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Uygulaması", **Çalışma ve Toplum Dergisi**, 2017/4.
- Korkmaz, Esfender (10.02.2017), "Türkiye Varlık Fonu Ne İş Yapar?", <http://www.yenicaggazetesi.com.tr/turkiye-varlik-fonu-ne-is-yapar-41618yy.htm> (22.01.2018).
- Kunzel, Peter vd (2010), "Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds-A Shifting Paradigm", **Working Paper**, 11/19, IMF.
- Monk, Ashby H.B. (2008), "Is CalPERS A Sovereign Wealth Fund?", Center for Retirement Research at Boston College.
- Müderrişoğlu, Okan (05.09.2017), "Türkiye Varlık Fonu", <https://www.sabah.com.tr/yazarlar/muderrisoglu/2017/09/05/turkiye-varlik-fonu>, (22.03.2018).
- Nas, Çiğdem (2017), "Varlık Fonları ve Uluslararası Kriterler", İKV Değerlendirme Notu: 195
- Norges Bank, <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/> (22.02.2018).
- _____, <https://www.nbim.no/en/the-fund/market-value/> (20.02.2018).
- Norveç Varlık Fonu 2017'de % 13,7 Getiri Sağladı (27.02.2018), <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/2098905-norvec-varlik-fonu-2017-de-137-getiri-sagladi> (18.03.2018).

- O'Brien, Justin (2009), "La Crise Mondiale de la Titrisation et la Dynamique des Fonds Souverains", **Revue d'économie financière**, Hors-série 2009, 291-303.
- OECD Investment Newsletter (2007), October 2007, Issue 5, <http://www.oecd.org/investment/investment-policy/39534401.pdf> (13.03.2018).
- Özkul, İsmet (10.02.2017), "11 Soruda Tüm Yönleriyle Türkiye Varlık Fonu", <https://www.dunya.com/ekonomi/11-soruda-tum-yonleriyle-turkiye-varlik-fonu-haberi-349431> (18.03.2018).
- Özyıldız, Hakan (07.02.2017), "Varlık Fonu mu Denetimsiz Hazine mi?", <http://www.hakanozyildiz.com/2017/02/varlik-fonu-mu-denetimsiz-hazine-mi.html> (28.12.2017).
- Raymond, Helene (2009), "Les Fonds Souverains", 76-92, http://www2.cepii.fr/PDF_PUB/em/2010/em2010-05.pdf.
- Roubini: Türkiye'ninki Aslında Varlık Değil Kalkınma fonu (23.08.2016), [http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1909432-roubini-turkiyeninki-aslinda-varlik-degil-kalkinma-fonu,\(23.09.2017\)](http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1909432-roubini-turkiyeninki-aslinda-varlik-degil-kalkinma-fonu,(23.09.2017)).
- Rozanov, Andrew (2005), "Who Holds the Wealth of Nations", State Street Global Advisors, <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/xls/RawDataFiles/WealthReportsEtc/SovereignFunds/General/Rozanov2005.pdf> (12.12.2017).
- Saint-Paul, Gilles (2009), "La Gouvernance des Fonds Souverains et Le Nationalisme Economique", Toulouse Schools of Economics.
- Santiso, Javier, "Les Fonds Souverains: Des Acteurs Clés dans la Nouvelle Géographie Des Richesses", **Revue d'économie financière**, Hors-série 2009, 315-342
- Sarısu, Ayhan (2016), "Dünyada Ulusal Varlık Fonu Yönetim Şirketleri", **Yaklaşım**, 287, 231-238.
- _____ (2017), "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.'nin Önemi ve Değerlendirilmesi", **Yaklaşım**, 289, 230-239.
- Schwab, Andreas (22.10.2008), "Discours lors du Petit Séjeuner Européen", "L'Europe financière et bancaire", Centre des Études Européennes de l'ENA, Strasbourg.
- SIL (Sovereign Investment Lab), (2016), "Hunting Unicorns – SovereignWealth Fund Annual Report 2016", Universita Bocconi.
- SWFI, <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> (12.03.2018).
- _____, <https://www.swfinstitute.org/swf-news/big-year-norways-swf-generates-13-66-for-2017/> (12.04.2018).
- _____, <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>(12.03.2018).
- _____, <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> (22.02.2018).

- Singh, Kavaljit (2008), “Frequently Asked Questions About Sovereign Wealth Funds”, Public Interest Research Center, New Delhi.
- Şanlı, Gülden Atabay (08.02.2017), “Varlık Fonu A La Turca”, <http://www.paraanaliz.com/2017/ekonomi/varlik-fonu-a-la-turca-7398/> (12.03.2018).
- Şimşek, Orhan (2015), “Yeni Devlet Kapitalizminin Yükselişi: Küresel Ekonomi-Politik Bir İnceleme”, **Atılım Sosyal Bilimler Dergisi**, 5 (2), 106-144.
- _____ (2015), “Çin Yatırım Şirketi Özelinde (CIC) Finansal Küreselleşmede Devlet Sermayesi: Ulusal Varlık Fonları”, *Fiscaoeconomia*, 1(1), 46-64.
- T.C. Bakanlar Kurulu Kararı, 17.10.2016, 2016/9429.
- TEMASEK, <https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/about-us.html> (22.01.2018).
- _____, <https://www.temasek.com.sg/en/our-financials.html> (22.01.2018).
- _____, <https://www.temasek.com.sg/en/who-we-are/corporate-governance.html> (22.01.2018).
- The Corner House (2008), “Sovereign Wealth Funds Some Frequently Asked Questions”, Corner House Briefing 38.
- Truman, Edwin M. (2007), “A Scoreboard for Sovereign Wealth Fund”, Peterson Institute for International Economics.
- _____ (2008), “A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices”, Policy Brief, Number PB08-3, Peterson Institute for International Economics.
- _____ (2010), *Sovereign Wealth Funds Threat or Salvation?* Peterson Institute for International Economics, Washington.
- Truman, Edwin M. ve Bagnall Allie 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, Edwin M. ve Stone, Sarah E. (2016), “Uneven Progres on Sovereign Wealth Fund Tranparency and Accountability”, Policy Brief, Number PB16-18, Peterson Institute for International Economics.
- Türkiye-Rusya Yatırım Fonundan Projelere 1 Milyar Dolar (21.04.2018), <http://www.haberturk.com/turkiye-rusya-yatirim-fonu-ndan-projelere-1-milyar-dolar-1929528-ekonomi>, (29.04.2018).
- Türkiye Varlık Fonu Yönetim Şirketi'nin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (2016), T.C. Resmi Gazete, 29813, 26.08.2016.
- TVF, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/71/haberler>, (03.05.2018).
- _____, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/1/ilkelermiz>, (03.05.2018).

- _____, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/YonetimKurulu/2/yonetim-kurulu->, (03.05.2018).
- _____, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>, (03.05.2018).
- _____, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/Upload/Kanun.pdf>, (03.05.2018).
- _____, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/72/sikca-sorulan-sorular>, (03.05.2018).
- _____, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/Portfoy/5>, (03.05.2018).
- Uluyol, Osman (2008), “Girişimcilikte Alternatif Bir Bir Finansman Modeli Olarak Melek Finansman Yöntemi”, **ÇOMÜ Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi**, 3(2), 43-68.
- Ulusoy, Ahmet (10.02.2017), “Varlık Fonu Meselesi”, <https://www.yenisafak.com/yazarlar/ahmetulusoy/varlik-fonu-meselesi-2036086> (23.04.2018).
- Uras, Güngör (06.02.2017), <http://www.milliyet.com.tr/yazarlar/gungor-uras/varlik-fonu-2391629/> (26.04.2018).
- Varlık Fonu Denetime Kapalı Değildir (06.02.2017), <https://www.ntv.com.tr/ekonomi/cemil-ertem-varlik-fonu-denetime-kapali-degildir,8Z0HQirGaEWnZnYf8HmHhQ> (14.02.2018).
- Vural, Yücel (2011), “Ulusal Varlık Fonlarına İlişkin Değerlendirmeler”, **TMSF Çatı**, Temmuz-Ağustos-Eylül 2011.
- Weiss, Martin A. (2008), “Sovereign Wealth Fund: Background and Policy Issues for Congress”, Congressional Research Service.
- Williamson, John (2000), “What Should The World Bank Think About The Washington Consensus?”, **The World Bank Research Observer**, 15(2), (August 2000), 251-264.
- Xu, Yi-Chong ve Baghat, Gawdat (2010), “The Political Economy of Sovereign Wealth Funds”, International Political Economy Series, London.
- Yalçın, Kürşat ve Sürekli, Ali Murat, (2015), “Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği”, **Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, 17(3), 1-29.
- Varlık Fonu Nedir, Nasıl Yönetilecek (06.02.2017), <https://www.dunya.com/ekonomi/varlik-fonu-nedir-nasil-yonetilecek-haberi-348885>, (13.04.2018).
- Yıldırım, Abdurrahman (2017a) (08.02.2017), “Özelleştirmenin Yeni Adı Varlık Fonu”, <http://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/abdurrahman-yildirim/1983195-ozellestirmenin-yeni-adi-varlik-fonu/> yıldırım (21.03.2018).
- _____, (2017b) (07.02.2017), “Kaynak Yaratmanın Adı Varlık Fonu”, <http://www.bloomberght.com/ht-yazarlar/abdurrahman-yildirim/1982751-kaynak-yaratmanin-adi-varlik-fonu-yildirim> (21.03.2018).

ÖZGEÇMİŞ

Hüsrev USLU, 26.10.1980 tarihinde Kayseri’de doğdu. 1991 yılında Yeşil Giresun İlkokulu’nu, 1994 yılında Merkez Ortaokulu’nu, 1998 yılında Giresun Süper Lisesi’ni, 2005 yılında Galatasaray Üniversitesi – İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, Siyaset Bilimi ve Kamu Yönetimi Bölümü’nü bitirdi. 2007 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi – Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalında yüksek lisans programına başladı. 2009 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi – Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kamu Yönetimi Anabilim Dalına geçiş yaptı.

USLU, 2007-2009 yılları arasında Türkiye Halk Bankası A.Ş., Kredi Politikaları ve Proje Değerlendirme Daire Başkanlığı, Trabzon Bölge Koordinatörlüğü’nde İstihbarat ve Mali Tahlil Uzman Yardımcısı olarak çalıştı. USLU, halen 2009 yılında atandığı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Trabzon Şubesi’nde çalışmaktadır.

USLU, evli olup İngilizce ve Fransızca bilmektedir.