

KAMU MALİYESİ-VARLIK FONU İLİŞKİSİ: TÜRKİYE İÇİN FIRSAT MI TEHDİT Mİ?

Doç. Dr. Özge UYSAL ŞAHİN

Çanakkale 18 Mart Üniversitesi
Çanakkale Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu
Sağlık Yönetimi Bölümü

ÖZET

Türkiye’de son birkaç aydır gündemi meşgul eden ve oldukça tartışma yaratan konulardan biri Türkiye Varlık Fonu olmuştur. Çeşitli finansal varlıklara yatırım yaparak gelirlerini artırma amacı üzerine kurulan varlık fonları, genellikle bütçe fazlalarından oluşmaktadır. Özellikle doğal kaynak ihracatçısı ülkelerde çok sık rastlanmaktadır. Geçmiş yıllarda fonlar konusunda yaşanan sıkıntılar ve varlık fonlarına sahip ülkelerin özellikleri dikkate alındığında, Türkiye açısından bir kazanım sağlayıp sağlayamayacağı tartışma konusudur. Bu bağlamda, bu çalışmada ulusal varlık fonu kavramı dünya örnekleri çerçevesinde ayrıntılı olarak açıklandıktan sonra Türkiye Varlık Fonu’nun kapsamı ve amaçları incelenip kamu maliyesi açısından olası etkileri ve yaratacağı sonuçlar ele alınıp bir değerlendirme yapılacaktır. Sağlam, sürdürülebilir ve başarılı bir kamu maliyesi için varlık fonunun bir fırsat mı yoksa bir tehdit mi olduğu sorusuna yanıt bulunmaya çalışılacaktır.

Anahtar Kelimeler: Varlık Fonu, Kamu Maliyesi, Türkiye

PUBLIC FINANCE-WEALTH FUND RELATION: OPPORTUNITY OR THREAT FOR TURKEY

ABSTRACT

One of the topics that has been on the agenda for the last few months in Turkey and has created quite controversy has been the Turkey Wealth Fund. Wealth funds, which are established on the basis of investing in various financial assets and increasing their incomes, are generally composed of budget surplus. Especially these funds are very common in natural resource exporter countries. Considering the characteristics of countries with wealth funds and the problems experienced in funds in the past years, it is a matter of debate whether Turkey will be able to make a profit from it. In this context, the scope and objectives of the Turkey Wealth Fund will be examined after the concept of the



national wealth fund is explained in detail in the context of world examples, and an assessment will be made by considering the possible effects and possible outcomes on public finance. For a sound, sustainable and successful public finance, we will try to find out whether the asset fund is an opportunity or a threat.

Key Words: *Wealth Fund, Public Finance, Turkey*

1. GİRİŞ

1950’li yıllara kadar dayanan, döviz varlıkları ile fonlanan, resmi rezervlerden ayrı olarak yönetilen, büyük oranda diğer ülke varlıklarına yatırım yapan ve devlet sahipliğinde olan Ulusal Varlık Fonları (UVF), 2000’li yıllardan beri uluslararası politik iktisadın önemli bir gündem maddesi haline gelmiştir (Aykın, 2011: 1). 1990’ların başında 500 milyar dolar olan bu fonların bugünkü büyüklüğü 7,3 trilyon dolara ulaşmış bulunmaktadır. Varlık fonlarının kuruluş amaçları için birçok neden sayılabilir. Ama en öne çıkan neden, ülkelerin bütçe fazlalarını veya cari işlem fazlası olan ülkelerin ihtiyaçları ötesindeki rezerv birikimlerini karlı bir şekilde değerlendirme istekleridir. Özellikle, petrol veya doğal kaynak ihraç eden Asya ülkeleri gibi ülkeler, likidite fazlalarını optimal şekilde yönetmek amacıyla varlık fonları kurmaktadır. Varlık fonlarının, zaman içerisinde emeklilik fonları, istikrar ve kalkınma amaçlar fonlar şeklinde kurulduğu da görülmektedir.

UVF’ler, 1990’lı yıllardan sonra Körfez ülkelerinden Asya ülkelerine doğru yayılarak çeşitlenmiştir. Varlık fonları devletin kontrolünde olan ve devlete ait kaynakların toplandığı bir nevi havuzdur. Devlet bütçesinden ayrı bir yapı içerisinde oluşturulan bu fonlar, büyük oranda riskin dağıtılması kriterini dikkate alarak farklı ülkelerin, çoğunlukla sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktadır. Daha önce sermaye hareketlerine ilişkin düzenleyici rol üstlenen ve krizlere karşı önlem alma rolünü üstlenen devlet, UVF’ler ile birlikte bizzat küresel sistemin bir aktörü haline gelmiştir.

Türkiye’de ise Başbakanlığa bağlı, fakat özel hukuk hükümlerine tabi, ana faaliyet konusu fonların kurulması ve yönetimi olan, sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurt içinde kamuya ait varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek için Türkiye Varlık Fonu (TVF) ile bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek üzere Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim şirketi kurulmuştur. TVF’nin temel kaynakları kamuya ait şirket, hisse, gayrimenkul ve nakitlerin TVF’ye devredilmesiyle oluşan özelleştirme kapsam ve programında yer alan kuruluş, şirket, gayrimenkul ve diğer varlıklar ile yine Özelleştirme Fonu’ndan aktarılacak nakit fazlasıdır.

Türkiye Varlık Fonu A.Ş., bir çok konuda çok sayıda soruyu da beraberinde getirmiştir. Bunlardan bazıları: TVF varlık fonlarının sahip oldukları nitelikleri tam manasıyla taşımakta mıdır? Tasarruf fazlası veya cari işlemler fazlasına sahip değilken, TVF nasıl işleyecektir? Türkiye’de bir dönem yaygın olan bütçe dışı fon uygulamasına benzemekte midir? TVF’nin kurulmasındaki asıl amaçlar nelerdir? Fonun kamu maliyesi ve ekonomi üzerinde ne gibi etkileri olacaktır? Bu sorular çerçevesinde, çalışmada TVF’nin niteliği, kaynakları, işleyişi, denetimi, hedefleri ve kurulmasının arkasında yatan nedenler ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda UVF’lerin genel özellikleri, türleri ve yönetim yapıları üzerinde durularak TVF’yi incelemek için bir zemin oluşturulmak istenmiştir. Yukarıda saydığımız yönleriyle TVF incelendikten sonra, kamu maliyesi açısından yaratabileceği olası riskler ve sağlayabileceği getirilerin neler olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Son olarak, bir değerlendirme yapılarak varlık fonunu daha iyi işler hale getirebilmek için yapılabilecekler yönünde birtakım önerilerde bulunulmuştur.



2. ULUSAL VARLIK FONLARI (UVF)

Bağımsız Varlık Fonları, Ulusal Yatırım Fonları, Ulusal Refah fonları, Ülke Yatırım Fonları, Devlet Refah Fonları veya kısaca Ulusal Fonlar gibi farklı şekillerde adlandırılan, Ulusal Varlık Fonları, büyük oranda diğer ülke varlıklarına yatırım yapan, kamu sahipliğindeki veya kontrolündeki finansal varlıklar havuzu olup (Truman, 2008: 1), yükümlülükleri sınırlı veya hiç olmayan, yüksek risk toleransına sahip, uzun vadeli yatırımcılar (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 6) şeklinde tanımlanabilir.

Bağımsız Varlık Fonları Uluslararası Çalışma Grubu (International Working Group of Sovereign Wealth Funds-IWG) UVF'ler'i şöyle tanımlamıştır (2008: 27): UVF'ler, devletin sahipliğinde olan özel amaçlı yatırım fonları veya düzenlemelerdir. Hükümetler tarafından makroekonomik amaçlarla oluşturulmuş olan UVF'ler, mali hedeflere ulaşmak için varlıkları elinde tutar ve yönetirken; yabancı finansal varlıklara yatırım yapmayı içeren bir dizi yatırım stratejisine de başvurmaktadır. UVF'ler, yaygın olarak, cari işlemler fazlaları, resmi döviz işlemleri, özelleştirme gelirleri, bütçe fazlaları ve/veya emtia ihracatından kaynaklanan gelirlere dayalı olarak oluşturulmuştur. Bu tanım içerisine para otoritelerinin geleneksel ödemeler dengesi veya para politikası amaçlarıyla tuttuğu resmi döviz varlıkları, geleneksel anlamda yürüttüğü devlet teşebbüslerinin faaliyetleri, devlet çalışanlarının emeklilik fonları veya bireylerin menfaati için yönetilen varlıklar dahil edilmemiştir. Butt, Shivdasani, Stendevad ve Wyman (2008) ise tanımı daha geniş tutarak; UVF'leri alternatif finansal varlıklara küresel olarak yatırım yapan, devlete ait yatırım araçlarından oluşan yapılar olarak tanımlamışlardır. Bu yatırım araçları genellikle "emtia ihracatı gelirleri ya da doğrudan resmi döviz rezervlerinden aktarmalar" ile finanse edilmektedir. Bazı durumlarda, hükümet bütçe fazlası ve emeklilik fazlaları da UVF'lere aktarılmaktadır.

Özetlemek gerekirse, refah fonları veya diğer ismiyle ulusal varlık fonları ülkelerin resmi rezervleri dışında yer alan birikimlerinden veya bütçe fazlalarından oluşan, devletlerin, ellerinde bulunan bu varlıkları yurt içinde veya yurt dışında, ülke ekonomisine katkı sağlaması amacıyla çıkarları doğrultusunda uzun vadeli stratejik yatırımlar için kullandıkları oluşumlardır. Ayrıca, devletin kontrolü altında bulunan bu fonların beklenmeyen iç ve dış şoklara ve ekonomik kriz dönemlerinde yaşanabilecek dalgalanmalara karşı bir önlem niteliği taşıdığı da bilinmektedir (Karagöl ve Koç, 2016: 9). Bunun yanında, bütçe ve ihracat gelirlerinde istikrarın sağlanması, doğal kaynak zengini ülkelerde gelecekte kaynağın yok olması tehlikesine bağlı olarak gelecek nesiller için tasarruf kaynağı oluşturulup refahının artırılması ve/veya yabancı rezervlerin yönetimi de sağlanmaktadır (Aizenman ve Glick, 2007: 2).

Bu tanımlamalar ışığında, UVF'lerin ortak özellikleri incelendiğinde beş temel unsur ön plana çıkmaktadır (Beck ve Fidora, 2008: 6). Bunlar sırasıyla;

- ❖ Devlet sahipliğinde/kontrolünde olması, fakat siyasi etkilere maruz kalmaması için Merkez Bankası veya Maliye Bakanlığı'ndan bağımsız şekilde oluşturulması,
- ❖ Aktiflerindeki varlıklarına karşılık yükümlülüklerinin olmaması veya çok az seviyede bulunması, bu nedenle yüksek risk toleransına sahip olmaları,
- ❖ Yatırım politikalarının ve amaçlarının resmi döviz rezervlerinden farklı olması,
- ❖ Kontrolündeki sermayenin tamamının veya önemli bir kısmının yabancı ülke varlıklarında değerlendirilmesi,
- ❖ Finansman sıkıntısı yaşanan şarta bağlı emeklilik yükümlülükleri veya diğer parasal gereksinimler için bütçe desteği sağlamasıdır.



UVF'lerin ilk ortaya çıkışı ABD'nin Teksas Eyaletinin 1854'te eğitim amaçlı kurduğu okul fonu (*Permanent School Fund*) ve 1876'da kurduğu üniversite fonuna (*Permanent University Fund*) kadar dayandırılrsa da bugünkü manada, IMF tanımlarına göre ilk varlık fonun Kuveyt'in 1953 yılında kurduğu fon olduğu kabul edilmektedir. Ülkenin petrol geliri fazlalarını yönetmek için kurulmuş olan bu fon, 1983 yılında resmi olarak Kuveyt Yatırım Otoritesi (*Kuwait Investment Authority KIA*) adını almıştır (Alhashel, 2015: 2). Bunu 1974 yılında Singapur hükümeti tarafından kurulan "Temasek Holdings" ve 1976 yılında Birleşik Arap Emirlikleri tarafından kurulan "Abu Dhabi Investment Council" takip etmiştir. Gelişmiş ekonomilerdeki ilk UVF, 1976 yılında Amerika'da kurulan "Alaska Permanent Fund" olmuştur (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 9). UVF'lerin hacmindeki hızlı artıştaki etkenlerin başında, emtia fiyatlarındaki hızlı yükseliş gelmektedir. Bu artış trendi devam ettikçe söz konusu UVF'lerin fon hacmindeki artış da devam etmektedir. Cari işlemler veya bütçe fazlalarından kaynaklı gelirler de UVF'lerin sayı ve hacim olarak artışında önemli bir etkidir.

1990'lı yıllarda kurulan fon sayısında hızlı bir yükseliş görülmüş ve İran, Katar gibi gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra Norveç gibi gelişmiş ülkeler de UVF'ler kurmuştur. 2000'li yıllara gelindiğinde ise petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş, dış ticaret dengelerinde ortaya çıkan dalgalanmalar ve Asya krizinin ardından gelişmekte olan ekonomilerde görülen rezerv biriktirme çabası, UVF'lerin sayısındaki artışı tetikleyen faktörler olmuştur (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 10). Özellikle 1997-1998 Asya krizi sonrasında pek çok Doğu Asya ülkesi, bir finansal krizi yeniden yaşamamak için tedbir almaya başlamıştır. Kriz sırasında ülkelerin finansal açıdan diğer ülkelere veya IMF'ye bağımlılığı önemli bir zafiyet unsuru olarak görülmüş, bu nedenle rezerv biriktirme amacına yönelik kur ve ihracat politikaları tercih edilir hale gelmiştir. 2002 sonrasında Dolar ve Euro'nun değer kaybı ve hazine kâğıtlarının getirisindeki düşüşler nedeniyle bu yatırımların getirisi iyice azalmıştır. Hızla yükselen döviz rezervleri ülkelerin yüksek getirili alternatif yatırım alanlarını bulmasını beraberinde getirmiştir. Sahip olunan rezervin yüksekliği, bunların bir kısmının alternatif araçlar için kullanılması konusunda ülkelerin elini rahatlatmıştır (ECB, 2008:7). Bu bağlamda, varlık fonları, Asya ülkeleri için tercih edilir bir araç haline gelerek giderek yaygınlık kazanmıştır.

UVF'lerin varlıklarının değerinin artışı tetikleyen bir başka kritik dönüm noktası ise 2008 krizi olmuştur. 2008 krizinden sonra Çin, BAE, Singapur, Katar gibi ülkelerin UVF'leri, gelişmiş Batı ülkelerindeki Merrill Lynch, Morgan Stanley, Barclay's, Citigroup gibi bankacılık ve finansman sektöründeki büyük firmaların krizden dolayı değeri düşmüş olan hisselerini satın almışlardır. 2008'in başından 2012'nin sonuna kadar UVF'lerin aktiflerinin değeri %59.1 artmış, 32'den fazla yeni UVF kurulmuştur. Günümüzde UVF'ler, Latin Amerika ülkelerinden Afrika ülkelerine kadar geniş bir coğrafyaya yayılmış, kalkınmanın desteklenmesi, uluslararası yardımların değerlendirilmesi, bazı sektörlerin geliştirilmesi gibi amaçlarla da UVF'ler kurulmaya başlanmış, bunların yatırımları bankacılık ve finansmandan altyapı, gayrimenkul, ulaşım gibi alanlara doğru genişlemiştir (Kayıran, 2016: 62). Bugün UVF'lerin sermaye varlıkları toplamı spekülasyon hedge fonlarının büyüklüğünü aşmış ve büyüklükleri Afrika'nın, Orta Doğu'nun ve Avrupa'nın kombine sermaye piyasalarıyla veya Latin Amerika'nın sermaye piyasasıyla karşılaştırılabilir duruma gelmiştir (Santiso, 2008: 9).

UVF'lerin sayısı 1997'de 19 iken, günümüzde 80'ne yaklaşmıştır. UVF'lerin yönettiği varlıkların değeri de 2007'den bu yana iki kattan fazla artarak Nisan 2017 itibarıyla, 7.31 trilyon dolarlık bir değere ulaşmıştır. Bu değer, küresel finansal piyasalar açısından dengeleri etkileyecek düzeydedir. Bu artışın en büyük kısmı petrol fiyatlarındaki yükselişten kaynaklanıyor olsa da birçok ülkede yeni fonlar kurulmasının da bu artışta önemli bir katkısı vardır. Bu varlıkların 4.29 trilyon doları petrol ve gaz gibi emtialardan, 3.15 trilyon doları ise diğer kaynaklardan oluşmaktadır (Sovereign Wealth Fund Institute-SWFI, 2017). 2020 yılına kadar kurulması beklenen 21 yeni



varlık yönetimi fonu ile birlikte 15 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşması beklenmektedir (Şen, 2016).

Önceleri, yabancı ülke hazine tahvil ve bonoları gibi sabit getirili araçlara yatırım yapan UVF'ler son dönemde daha riskli, ancak uzun dönemde getiri potansiyeli yüksek alanlarda agresif yatırım stratejisi izlemektedirler. Ayrıca, UVF'ler son yıllarda, finans, teknoloji, enerji, havacılık alanındaki şirketlerin sahibi olmaya başlamışlardır. Gayrimenkul alımları da hızla artmıştır. Gelişmiş Batılı ülkelerde yoğun olarak görülen yatırımlar, gelişmekte olan piyasalara doğru yönelmiştir. Örneğin Çin petrol başta olmak üzere kilit nitelikteki girdilerde arz güvenliğini sağlamak adına Afrika ve Asya'da önemli operasyonlara imza atmaktadır (Aykın, 2011: 12-13).

Tüm bu anlatılanlar ışığında, günümüzde ülkelerin varlık fonu kurmasında beş temel amacın öne çıktığı görülmektedir. Bu amaçlar sırasıyla şöyle ifade edilebilir (Özkul, 2017):

- ❖ Ödemeler dengesi fazlasından, bütçe fazlasından veya doğal kaynak ihracatından elde edilen gelirle yaratılan tasarrufların verimli ve uzun vadeli olarak en iyi şekilde değerlendirmek.
- ❖ Eldeki fazla kaynaklar ile ülke fonunu besleyerek, kriz dönemleri veya emtia fiyatlarındaki düşüş olması durumunda, ekonomiyi destekleyecek güçlü bir rezerve sahip olmak. Böylece gelir ve ihracattaki yüksek dalgalanmaların ekonomi ve bütçe üzerindeki etkilerini azaltmak ve makroekonomik istikrar sağlamak.
- ❖ Bugünkü tasarruf fazlasını hemen harcamalara yönlendirmek yerine, en iyi şekilde değerlendirerek gelecek kuşakların refahına katkıda bulunmak.
- ❖ Maden, petrol ve doğalgaz ihracatından elde edilen yüksek gelirin, ekonomide rehabet ve dengesizlikler yaratmasını önlemek.
- ❖ Ülke fonunun yurtiçi ve yurtdışında yaptığı, özellikle stratejik yatırımlar aracılığıyla uluslararası etkinliğini artırmak.

Fonlar, *Russian Direct Investment Fund* örneğinde görüldüğü gibi ülke için önem verilen alanlarda doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının geliştirilmesi çerçevesinde ülkede yatırım yapacak yabancı menşeli kurum ve kuruluşlarla ortak şirket kurarak bunların sermayelerine iştirak de edebilmekte, işbirliği halinde yatırım yapabilmek için de kurulabilmektedirler (Sarısü, 2016b: 237). Bunlar yanında, ülkenin yenilenemez ihracat malları dışındaki alanlarda da güçlü olmasını sağlanması, para otoritesinin elindeki fazla likiditeyi emerek para politikasında etkinliğe yardımcı olunması, uzun dönemli sürdürülebilir bir sermaye yapısına sahip olunması, uluslararası politik strateji aracı olarak kullanılması (Sovereign Wealth Fund Institute-SWFI, 2017), ülkenin temel bazı sektörlerde lider pozisyonu edinmesi ve resmi döviz rezervlerinin daha yüksek getirili alanlarda değerlendirilmesi de UVF'lerin amaçları arasında bulunmaktadır (Goff, 2007).

Her bir fona ya da merkezi otoriteye göre farklılık gösteren UVF'lere ilişkin yasal altyapı değişmekle birlikte UVF'lerin sahipliği genelde ülkelerin merkez bankaları, hazineleri, maliye bakanlığı gibi kuruluşlarında olmaktadır. Bu fonlar sahip oldukları varlıklarla hisse senedi, bono-tahvil, gayrimenkul alıp satabilmekte, büyük altyapı yatırımlarına ortak olabilmektedir. Genel olarak UVF yapısında, farklı rollere ve sorumluluklara sahip beş ayrı yönetim organı bulunmaktadır. Bu yönetim organları ve işlevleri sırasıyla şöyledir (Al-Hassan vd., 2013: 12-13):



- ❖ UVF'nin sahibi, genellikle merkezi hükümettir. Parlamento, UVF'nin yasal zeminini oluşturan yasaları ve bu bağlamda faaliyetlerinin hukuki temelini onaylamaktadır. Parlamento ile hükümet icra dairesi arasındaki yetkilerin ayrımına bağlı olarak parlamento, UVF'nin toplam risk seviyesinin belirlenmesinde de bir rol oynayabilir.
- ❖ Çoğu durumda, hükümet (bakanlık ya da bakanlar konseyi) ya da maliye bakanı UVF sahipliğine bağlı işlevlerini yerine getirir. Bu rolü, görev süresi belirleme işlevini de kapsamaktadır.
- ❖ Yönetim kurulu, UVF yönetim organizasyonunun hukuki yapısı içerisinde en üst yönetim organıdır. Sahibin belirlediği yetki ve yasal kısıtlamalar dahilinde iç kuralları ve düzenlemeleri (ör. Yatırım talimatları) belirler. Ayrıca, fonun CEO'sunu atar.
- ❖ CEO, yatırım organizasyonunun idari sorumlusudur. Yönetim kurulu tarafından belirlenen kurallar dahilinde günlük işlemlerden sorumludur.
- ❖ Bireysel yöneticiler (iç ve dış), CEO ve ekibi tarafından belirlenen risk limitleri dahilinde çalışırlar. Normal olarak, CEO, yatırım bölümünün yürütülmesini, yatırım yönergeleri dahilinde çalışan bir ana yatırım görevlisine (CIO) devreder.

Yönetim organlarının, hemen altındaki seviyede kendileri için belirlenen kurallar ve düzenlemeler çerçevesinde çalışan denetim organları vardır. Bunlar genellikle şunları içerir (Al-Hassan vd., 2013: 12-13):

- ❖ Genel denetçi, çoğu ülkede hükümetin yürütme organının faaliyetlerini denetlemek üzere parlamento tarafından atanır. Görevlerinin başında, maliye bakanlığının (veya resmi makam olarak hareket eden diğer organların) parlamento tarafından belirlenen yasalar ve yönetmelikler çerçevesinde faaliyet gösterip göstermediği ve meclise ilişkin herhangi bir raporlamanın doğru ve ilgili olup olmadığını teyit etmektedir.
- ❖ Dış denetçi genellikle varlık fonunun sahibi niteliğindeki yönetim (genellikle maliye bakanlığı) tarafından atanır. Dış denetçi, UVF'nin hesaplarını denetler ve UVF'nin sahibi tarafından belirlenen kurallar ve yönetmeliklerle yönetilip yönetilmediğini inceler. Dış denetçi ayrıca, geçici olarak, diğer kontrol faaliyetlerini de gerçekleştirebilir (örneğin, iç kontrol sisteminin kalitesini değerlendirir).
- ❖ İç denetçi, icra kurulu tarafından atanır ve ona rapor verir. İç denetçi, UVF yönetimini denetlemek ve iç düzenlemelere uyulup uyulmadığını kontrol etme görevini üstlenir.
- ❖ Uyumluluk birimi CEO tarafından kurulur ve UVF'nin faaliyetlerinin UVF yönetimine ilişkin kurallara ve düzenlemelere uygunluğunu doğrulama yönünde hizmet etmektedir.

UVF'lerle ilgili olarak farklı sınıflandırmalar mevcuttur. Finansman kaynakları, yatırım stratejileri, coğrafi konumları, sahipliğindeki devletin özellikleri vs. açısından sınıflandırılabilir. Örneğin, çoğunlukla ulusal hükümetlere ait olmakla birlikte, eyalet, emirlik gibi yerel yönetimlere (Kanada, Birleşik Arap Emirlikleri gibi) ait fonlar da vardır. Bazıları yarı bağımsız olarak yönetilmektedir; yani, ya doğrudan Maliye Bakanlığınca yönetilir (örneğin, Sinagpur Temasek Holding) ya da hükümet UVF'nin faaliyetlerini denetlemek üzere bir yönetim kurulu atamaktadır (örneğin, Avustralya Hükümeti Gelecek Fonu/Australian Government Future Fund). Merkez bankaları tarafından yönetilenler de vardır (örneğin, Kazakistan Ulusal Fonu/ National Fund ve Nijerya-Fazla Ham Hesap/ Excess Crude Account). Merkez Bankalarının ülke rezervlerinin yönetiminde tecrübeye sahip olması, bağımsız idari yapıya sahip olmaları ve siyasi etkilerden uzak yürütülebilmeleri bu fonlara avantaj sağlamaktadır. Birkaç UVF, devlet başkanlarının doğrudan kontrolü altındadır (örneğin, Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol Fonu/ State Oil Fund of the Republic of



Azerbaidjan ve Venezüella'nın Makroekonomik İstikrar Yatırım Fonu/ Venezuela's Fund for Investment of Macroeconomic Stabilization). Bazı UVF'ler tamamen hükümete ait Şirketler Kanunu'na tabi özel bir şirket, ayrı bir tüzel kişilik olarak kurulmuştur(örneğin, Singapur Hükümeti Yatırım Şirketi/ the Government of Singapore Investment Corporation, Kuveyt Yatırım Otoritesi/Investment Authority ve Yeni Zellanda Emeklilik Fonu/New Zealand Superannuation Fund). Bu tür fonlar, kendisini kanıtlayana kadar güven sorunu yaşamakta ve eleştirilerle karşı karşıya kalmaktadır (Eğilmez, 2016; Surendranath, 2010: 590-591). Yine, Şili, Norveç, Timor-Leste ve Bostvana'da uygulandığı haliyle, ayrı bir tüzel kişilik oluşturulmadan kamunun bir birimi veya merkez bankası bünyesinde yönetilen varlık havuzu şeklinde örgütlendiği izlenmektedir (Sarıs, 2016c: 230).

IMF (2013: 10-12), UVF'leri örgütlenme biçimlerine göre iki temel başlıkta sınıflamıştır: Yönetici (manager) modeli ve yatırım şirketi modeli. Yönetici modelinde UVF'yi oluşturan varlık havuzunun yasal sahibi (genellikle Maliye Bakanı) varlık yöneticisine yatırım talimatları verir. Yatırım şirketi modelinde ise devletin sahipliğinde bir yatırım şirketi kurulur, fonun varlıklarının sahibi de bu şirkettir.

Bunların yanında, UVF'ler yatırım yapma şekillerine göre de bir ayrım tabi tutulabilmektedir. Tüm UVF'ler aynı şekilde yatırım yapmazlar. Bazıları öncelikli olarak kendi yerel ekonomisine (örneğin, Malezya'daki Khazanah Nasional BHD) yatırım yaparken diğerleri ağırlıklı olarak yurtdışına yatırım yapmaktadır (örneğin, Çin Yatırım Şirketi/China Investment Corporation). Devlet tahvilleri gibi güvenli varlıklara yatırım yapan UVF'ler olduğu gibi, ortak girişimlere ve/veya özel sermayeli anlaşmalara ve/veya satın alımlar yoluyla daha riskli yatırımlar yapan şirketler de var (örneğin, Abu Dhabi Yatırım Otoritesi/Investment Authority, Abu Dhabi'nin Mubadala Kalkınma Şirketi/ Mubadala Development Company ve Çin Yatırım Şirketi). Birkaç UVF ise, kamu emeklilik harcamalarını karşılamak için gerekli devlet tasarruflarını sağlamak adına kurulmuş olan (örneğin, Norveç Küresel Devlet Emeklilik Fonu/ the Government Pension Fund-Global of Norway) emeklilik fonu niteliğindedir. Bazı hükümetler böyle bir fonu tek kurarken bazıları bu fonlardan bir aile kurmaktadır (örneğin Birleşik Arap Emirlikleri). Bu nedenle, UVF'ler amaçları, yönetilme şekli ve yatırım yaklaşımları bakımından farklılık göstermektedirler (Surendranath, 2010: 590-591).

Varlık fonları sermaye kaynağına göre, emtia ve emtia dışı kaynaklı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Emtia kaynaklı UVF'ler genellikle petrol, doğalgaz ve doğal kaynakların ihracat gelirleriyle kurulmuş iken; emtia dışı UVF'lerde ise fon kaynağını özelleştirmeler, bütçe fazlaları, tasarruf fonları, ihracat kaynaklı cari işlemler ve döviz rezervleri oluşturmaktadır. Suudi Arabistan, Kuveyt, BAE, Şili, Katar, Norveç ve Rusya gibi ülkeler dünyanın en büyük petrol kaynaklı fonlarına sahipken yüksek ihracat yoluyla önemli cari fazla oranları yakalayan Çin, Hong Kong ve Singapur gibi ülkelerde de emtia dışı kaynaklardan elde edilen fonlar bulunmaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 9; DoT, 2007).

UVF'leri anlamak açısından en uygun sınıflandırma, amaçları bağlamında yapılmaktadır. Bu bağlamda UVF'ler beş başlık altında sınıflandırabiliriz (IWG, 2008; Csoma, 2015; Clark ve Monk, 2015; Al-Hassan, 2013: 231; IMF 2008:5):

- ❖ *İstikrar Fonları:* Bütçeyi ve ekonomiyi emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar ve dış şokların etkisinden korumak için kurulmuş fonlardır. Söz konusu dalgalanmaların ekonomi üzerinde yaratacağı etkiyle mücadele etmek için genellikle düşük getirili, kısa- orta vadeli ve sabit getirili araçlara (devlet tahvilleri gibi) yatırım yaparlar. Uzun dönemde faiz oranlarındaki



oyunluğun azaltılmasında belirleyici olurlar. Bu bağlamda, istikrar fonları likit varlıklar tutan kurumsal rezervlerle benzerlik gösterir. (Örn. Şili, İran, Rusya, Meksika)

- ❖ *Tasarruf Fonları*: Petrol, madenler vedoğal kaynaklar gibi yenilenemeyen varlıkların ihracatından elde edilen gelirleri portföy oluşturmak suretiyle yatırıma dönüştürerek kuşaklar arası dengeyi sağlamak için kurulmuş fonlardır. Bugünün refahının gelecek kuşaklara aktarılması amaçlanmaktadır. Bu fonlar, uzun dönemde refahı korumak ve inşa etmek üzere daha yüksek getiri elde edebilecekleri yurtdışındaki uzun vadeli, yüksek riskli, hisse senedi gibi araçlara yatırım yaparlar. (Örn. Abu Dabi, Libya, Rusya).
- ❖ *Rezerv Yatırım Fonları (şirketleri)*: Döviz rezervi fazlalarını yönetmek için kurulmuş fonlardır. Böylece ülkenin rezerv varlıklarının çeşitli yatırımlarda değerlendirmek suretiyle karlılığının artırılması hedeflenmektedir. Resmi rezervlerden farklı olarak yüksek getiri elde edebilmek için hisse senedi ve diğer araçlara yatırım yaparlar; portföyleri, çok çeşitlendirilmiş ve uzun vadeli. Gerektiğinde, ülkenin dış hesaplarını ve döviz kuru politikalarını desteklemek için kullanılabilirler. (Örn. Çin, Güney Kore, Singapur).
- ❖ *Emeklilik İhtiyat Fonları*: Doğrudan emeklilik fonu olmayıp, nüfusun yaşlanmasıyla bağlantılı olarak gelecekte ortaya çıkabilecek belirsiz boyuttaki emeklilikle ilgili ödeme yükümlülüklerinin finansmanını sağlayabilmek için ihtiyat amaçlı kurulmuş fonlardır. Bu fonlarla, tasarruf fonlarında olduğu gibi ülkenin uzun dönemde tüketim-tasarruf dengesi kurulmak istenmektedir. Bu fonlar, uzun vadeli ve yüksek riskli yatırım yapmakta, emeklilikle ilgili yükümlülükleri ise sadece gelecekteki muhtemel harcamalarla sınırlı olmaktadır. (Örn. Avustralya, Yeni Zelanda, İrlanda)
- ❖ *Kalkınma Fonları*: Ülkenin altyapı yatırımlarının, sosyo-ekonomik projelerinin finansmanını sağlamak ve sanayi politikalarını desteklemek için kurulan fonlardır. Ülkenin büyümesine katkı sağlarlar. Uzun dönemli ve riskli yatırım alanlarına yönelirler. (Örn. Birleşik Arap Emirlikleri, İran, Singapur, Malezya)

IMF çalışma grubu, başlangıçta UVF'leri beş başlık altında gruplandırmış, fakat daha sonraki çalışmalarında emeklilik ihtiyat fonlarını tasarruf fonları içerisinde alarak kalkınma fonlarını UVF'ler arasında saymamıştır (IMF, 2013).

Kalkınma fonlarının genel olarak diğerlerinden temelden farklı olması nedeniyle varlık fonlarından ayrı değerlendirildiği görülmektedir. Türkiye'de kurulan varlık fonunun bazı açılardan kalkınma fonlarına benzerliği nedeniyle bu konu üzerinde kısaca durmakta yarar vardır. UVF'lerde temel amaç finansal getiri elde etmek olmasına rağmen, kalkınma fonlarının hem finansal getiri hem de kalkınma gibi ikili bir amacı bulunmaktadır. Bu durum, kalkınma fonlarının devletin politikalarıyla daha yakından ilişkili bir yol izlemelerini gerekli kılmaktadır. Daha çok gelişmekte olan ülkelerde kurulan kalkınma fonları ülke içerisine yatırım yapmalarıyla dahiğer fonlardan ayrılmaktadır (Kayıran, 2016: 64). Uzun dönemli büyümeyi desteklemenin temel amaç olduğu kalkınma fonları, son dönemde artan devlet-sermaye işbirliğinin başka bir yansıması olarak karşımıza çıkmaktadır. Ama çoğu zaman kalkınma fonlarının, UVF'lerin bir parçası olarak görüldüğü yadsınamaz bir gerçektir.

Yukarıda da bahsi geçtiği üzere, gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkede farklı amaç, statü ve özelliklere sahip olan UVF'ler bulunmaktadır. Bu bağlamda, bölgesel bazda ele aldığımız takdirde UVF'lerin özellikleri sırasıyla şöyle ifade edilebilir (Yalçınar ve Sürekli, 2015: 12-14):

- ❖ *Avrupa Birliği Merkezli Fonlar*; Fonun ana karar mekanizmaları hükümetlerin etki edebilecekleri şekilde tasarlanmış olmakla birlikte fon faaliyetleri doğrudan parlamentonun denetimine tabi kılınmıştır
- ❖ *Ortadoğu ve Körfez İşbirliği Konseyi (KİK) Ülkeleri Merkezli Fonlar*; Ağırlıklı olarak hidrokarbon gelirlerine dayanmakta olup fon sahibi ülkeler, petrol ve doğalgaz fiyatlarında yaşanacak dalgalanmalardan korunmak amacıyla ekonomilerini



çeşitlendirmek için bu fonları kurmuştur. Tamamı devlet kontrolünde olup yönetim kurullarında ağırlıklı olarak fon sahibi ülkede iktidarı elinde bulunduran yönetici aileye mensup ya da yakın şahıslar bulunmaktadır. Yeterince şeffaf olmadıkları, parlamenter denetimin güçlü olmaması ve yönetim kurullarında ağırlıklı olarak Bakanlar Kurulu üyelerinin yer alması nedeniyle, bağımsız olmadıkları gerekçesiyle eleştirilmektedirler.

- ❖ *Amerika Birleşik Devletleri Merkezli Fonlar:* Ana gelir kalemlerini ağırlıklı olarak petrol ve doğalgazın yanı sıra diğer maden ürünleri ve toprak işletim gelirleri oluşturmaktadır. Kuruluş amaçları başta eğitim hizmetlerinin kalitesinin geliştirilmesi olmakla birlikte fon faaliyetleri arasında; istihdam artışının sağlanması, altyapı hizmetlerinin geliştirilmesi. Fonların yönetim kurulu başkanlığı görevini ağırlıklı olarak Eyalet Valileri yerine getirmekte.
- ❖ *Latin Amerika Merkezli Fonlar;* Petrol gelirlerinin yanı sıra maden ve kanal gelirleri gibi farklı kaynaklara sahiptirler. Ağırlıklı olarak ülkelerin merkez bankaları ya da hazine departmanları bünyesinde bulunmaktadırlar. Fon yönetimlerinde hükümetler doğrudan söz sahibi olmakla birlikte fonun yatırım kararları ve yönetim süreçleri parlamento denetimine tabidir. Yönetim ve yatırım süreçlerinde paylaştıkları bilgiler sınırlı olup şeffaf değildir.
- ❖ *Asya Merkezli Fonlar:* Hidrokarbon gelirlerine dayanan Türki Cumhuriyetlerdeki fonların yönetim kurullarında doğrudan ülke yönetiminden isimler görev alırken, çoğunlukla emtia dışı gelirlere dayanan Güneydoğu Asya merkezli fonlarda ise fon yönetiminde hükümet temsilcilerinin yanı sıra finans dünyasından profesyoneller de çalışmaktadır. Ekonomik dalgalanma dönemlerinde hükümetlerin mali politikaları ve bütçe hedeflerinin tutturulması amacıyla Asya merkezli fonlardan ülke hazinelerine kaynak transferleri gerçekleştirilmektedir.
- ❖ *Afrika Merkezli Fonlar:* Başta hidrokarbon ve elmas olmak üzere maden gelirlerine dayanan Afrika'daki URF'lere yönelik en temel eleştiri, yönetimlerinin şeffaflığının ve hesap verebilirliğinin yetersiz oluşudur.

Tablo 1'de 2017 yılı itibariyle ülkelerin sahip oldukları varlık fonları, büyüklükleri, kaynakları ve şeffaflık endekslerine yer verilmiştir. Tablodan da anlaşılacağı üzere 2000'li yıllardan sonra kurulan fon sayısında hızlı yükseliş görülmüş ve zaman içinde İran, Katar gibi gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra Norveç gibi gelişmiş ülkeler de UVF kurulmuştur. Hatta 885 milyar dolarlık büyüklüğüyle Norveç'e ait Government PensionFundGlobal varlık fonu, küresel varlık fonları arasında ilk sırada yer almaktadır. Norveç Maliye Bakanlığı denetiminde olan fonun, dünyanın önemli şehirlerinde ofisleri mevcutken, Nestle, Royal Dutch Shell, Apple, Roche Holding, Novartis, Alphabet ve Microsoft gibi dünya çapındaki önemli şirketlerde sermaye yatırımları bulunmaktadır. Bununla beraber Almanya, Arjantin, Güney Afrika, Hindistan, İngiltere, Japonya gibi ülkeler de UVF uygulaması görülmezken; Filistin örneğinde görüldüğü gibi önemli oranda uluslararası kuruluşlardan yardım alan ülkelerin de zaman içerisinde UVF kurmaya yöneldikleri gözlemlenmektedir (Hacıhasanoğlu-Soytaş, 2010: 6). 2006 yılında yaşanan subprime mortgage ve 2008 yılında yaşanan Lehman Brothers krizlerinin ardından ABD başta olmak üzere bu fonların bir bölümünün finansal sektör kuruluşlarını kurtarmakta kullanılması bunların uluslararası tartışma ve eleştirilerin hedefi haline gelmelerine neden olmuştur (A Haber, 2017).

**Tablo 1: Ülkelerine Göre Ulusal Varlık Fonlarının Aktif Büyüklükleri, Kaynakları ve Şeffaflık Sırası (Nisan 2017 itibarıyla)**

Kuruluş Yılı	Ülkesi	Fon Adı	Aktif Büyüklüğü (Milyar ABD Doları)	Kaynağı	Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Sırası
1990	Norveç	Government Pension Fund	922.11	Petrol	10
1976	Birleşik Arap Emirlikleri-Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	828	Petrol	6
2007	Çin	China Investment Corporation	813.8	Emtia Dışı Varlık	8
1953	Kuveyt	Kuwait Investment Authority	524	Petrol	6
1952	Suudi Arabistan	SAMA Foreign Holdings	514	Petrol	4
1993	Çin- Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456.6	Emtia Dışı Varlık	8
1997	Çin	SAFE Investment Company	441	Emtia Dışı Varlık	4
1981	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	350	Emtia Dışı Varlık	6
2005	Katar	Qatar Investment Authority	335	Petrol ve Doğal Gaz	5
2000	Çin	National Social Security Fund	295	Emtia Dışı Varlık	5
2006	Birleşik Arap Emirlikleri-Dubai	Investment Corporation of Dubai	200.5	Emtia Dışı Varlık	5
1974	Singapur	Temasek Holdings	180	Emtia Dışı Varlık	10
2008	Suudi Arabistan	Public Investment Fund	183	Petrol	4
2002	Birleşik Arap Emirlikleri-Abu Dabi	Mubadala Investment Company	125	Petrol	10
2007	Birleşik Arap Emirlikleri-Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Council	110	Petrol	-
2005	Güney Kore	Korea Investment Corporation	108	Emtia Dışı Varlık	9
2006	Avustralya	Australian Future Fund	99.4	Emtia Dışı Varlık	10
2008	Rusya	National Welfare Fund	72.2	Petrol	5
2006	Libya	Libyan Investment Authority	66	Petrol	1
2000	Kazakistan	Kazakhstan National Fund	64.7	Petrol	2
2008	Kazakistan	Samruk Kazyna JSC	60,9	Emtia Dışı Varlık	10
2011	İran	National Development Fund of Iran	62	Petrol ve Doğal Gaz	5
1976	ABD Alaska	Alaska Permanent Fund	54.8	Petrol	10
1983	Brunei	Brunei Investment Agency	40	Petrol	1
1854	ABD-Teksas	Texas Permanent School Fund	37.7	Petrol ve Diğer	9
1993	Malezya	Khazanah Nasional	34.9	Emtia Dışı Varlık	9
2007	Birleşik Arap Emirlikleri	Emirates Investment Authority	34	Petrol	3
1999	Azerbaycan	State Oil Fund	33.1	Petrol	10



2003	Yeni Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	22.7	Emtia Dışı Varlık	10
1958	ABD-New Mexico	New Mexico State Investment Council	20.2	Petrol ve Doğal Gaz	9
1980	Umman	State General Reserve Fund	18	Petrol ve Doğal Gaz	4
1876	ABD Teksas	Permanent University Fund	17.3	Petrol ve Doğal Gaz	-
2005	Doğu Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	16.6	Petrol ve Doğal Gaz	8
2008	Rusya	Reserve Fund	16.2	Doğal Gaz	5
2007	Şili	Social and Economic Stabilization Fund	14.7	Bakır	10
1976	Kanada	Alberta's Heritage Fund	13.4	Petrol	9
2011	Rusya	Russian Direct Investment Fund	13	Emtia Dışı Varlık	-
2006	Bahreyn	Mumtalakat Holding Company	10.6	Emtia Dışı Varlık	10
2006	Şili	Pension Reserve Fund	9.4	Bakır	10
2001	İrlanda	Ireland Strategic Investment Fund	8.5	Emtia Dışı Varlık	10
1999	Peru	Fiscal Stabilization Fund	7.9	Emtia Dışı Varlık	-
2000	Cezayir	Revenue Regulation Fund	7.6	Petrol ve Doğal Gaz	1
1974	ABD Wyomig	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	7.3	Minareller	9
2000	Meksiko	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	6	Petrol	4
2006	Umman	Oman Investment Fund	6	Petrol	4
1994	Botsvana	Pula Fund	5.7	Elmas ve Minareller	6
2000	Tirinidad&Tobago	Heritage and Stabilization Fund	5.5	Petrol	8
2007	Çin	China-Africa Development Fund	5	Emtia Dışı Varlık	5
2012	Angola	Fundo Soberano de Angola	4.6	Petrol	8
2011	ABD Kuzey Dakota	North Dakota Legacy Fund	4.3	Petrol	-
2011	Kolombiya	Colombia Savings and Stabilization Fund	3.5	Petrol & Maden	-
1985	ABD-Alabama	Alabama Trust Fund	2.7	Petrol ve Doğal Gaz	9
2012	Kazakistan	National Investment Corporation	2	Petrol	-
1896	ABD-Utah	Utah-SITFO	2	Mineraller	-
2012	Nijerya-Bayelsa	Bayelsa Development and Investment Corporation	1.5	Emtia Dışı Varlık	-
2012	Nijerya	Nigerian Sovereign Investment Authority	1.4	Petrol	9
1986	ABD- Luiziana	Louisiana Education Quality Trust Fund	1.3	Petrol ve Doğal Gaz	-
2012	Panama	Fondo de Ahorro de Panama	1.2	Emtia Dışı Varlık	10
2005	Birleşik Arap Emirlikleri- Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	1.2	Petrol	3



2012	Bolivya	FINPRO	1.2	Emtia Dışı Varlık	-
2012	Senegal	Senegal FONSSIS	1	Emtia Dışı Varlık	-
2003	Irak	Development Fund for Iraq	0.9	Petrol	-
3003	Filistin	Palestine Investment Fund	0.8	Emtia Dışı Varlık	-
1998	Venezüella	FEM	0.8	Petrol	1
1956	Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.6	Fosfat	1
2006	Vietnam	State Capital Investment Corporation	0.5	Emtia Dışı Varlık	4
2008	Brezilya	Sovereign Fund of Brazil	0.5	Emtia Dışı Varlık	9
1998	Gabon	Gabon Sovereign Wealth Fund	0.4	Petrol	-
2011	Gana	Ghana Petroleum Funds	0.45	Petrol	-
2006	Moritanya	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0.3	Petrol ve Doğal Gaz	1
2012	Avustralya	Western Australian Future Funds	0.3	Mineraller	-
2011	Mongolya	Fiscal Stability Fund	0.3	Mineraller	-
2002	Ekvator Ginesi	Fund for Future Generations	0.08	Petrol	-
2011	Papua Yeni Gine	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	-	Doğal Gaz	-
2008	Türkmenistan	Turkmenistan Stabilization Fund	-	Petrol ve Doğal Gaz	-
2014	ABD -West Virginia	West Virginia Future Fund	-	Petrol ve Doğal Gaz	-
2014	Meksika	Fondo Mexicano del Petroleo	-	Petrol ve Doğal Gaz	-
2008	Birleşik Arap Emirlikleri- Sharjah	Sharjah Asset Management	-	Emtia Dışı Varlık	-
2016	Türkiye	Turkey Wealth Fund	-	Emtia Dışı Varlık	-
		Petrol ve Doğal Gaz ile ilişkili fonların toplamı	\$4,292.34		
		Diğer fonların toplamı	\$3,154.80		
		TOPLAM	\$7,311.14		

Kaynak: Sovereign Wealth Fund Institute, *Sovereign Wealth Funds Rankings*, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (Erişim Tarihi: 3 Mayıs 2017)

UVF'lerle amaçlananlara doğru ve sağlıklı bir şekilde ulaşılabilmesi için 2008 yılında IMF'nin koordinasyonu ile bir araya gelen Ulusal Varlık Fonu Uluslararası Çalışma Grubu tarafından "genel kabul görmüş ilkeler ve uygulamalar" başlığı altında UVF'lerle ilgili temel ilkeler belirlenmiştir. "Santiago Prensipleri" olarak da bilinen UVF'ler için 24 adet genel kabul görmüş prensip ve uygulama oluşturulmuştur (IWG, 2008). Santiago Prensipleri özü itibarıyla; ev sahibi ülkenin kurallarına saygı, özel sektörle adil 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 (Helleiner ve Lundblad, 2008: 70). Bu ilkelerin, uluslararası kuruluşlar, yatırımcılar ve UVF sahibi ülkeler için yol gösterici olması beklenmekte ve değerlendirmelerde genellikle bu ilkeler referans alınmaktadır. UVF'ler, gönüllük esasına göre bu gruba üye olmakta ve bu ilkelere uymayı taahhüt etmektedirler. 2014 itibarıyla bu gruba üye 30 UVF



bulunmaktadır. (International Forum of Sovereign Wealth Funds - IFSWF, 2014). UVF'lerin ABD ve Avrupa piyasalarına girişi için bir ön şart niteliği kazanması nedeniyle bu standartlara uyum için çaba içine girilmiştir

Varlık fonlarının işleyişleri ve faaliyet alanları konusunda bilgi verilmesi, yönetim stratejilerinin şeffaflık seviyelerinin tespit edilmesi ve küresel piyasalara ilan edilmesi amacıyla düzenli olarak raporlama yapan UVF Enstitüsü, varlık fonları hakkında çalışma, analiz ve endeksler yayımlayan bir kurum olarak Linaburg-Maduell Transparency (LMT) Indexadını verdikleri bir sıralama ölçütü kullanmaktadır. UVF'ler için hazırlanan yıllık raporlarda 2008 yılından beri LMT endeksi küresel şeffaflık ölçütü olarak kullanılmaktadır. Belirli kriterler doğrultusunda yapılan değerlendirme sonucunda, varlık fonlarına 1-10 arası puan verilerek şeffaflık ölçütü sıralaması yapılmaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 12).

Bahsi geçen ilkeleri ve uygulamaları benimseyen UVF'ler, kendi ülke hükümetlerine çok sayıda fayda sağlar. İlk olarak, yaptıkları yatırımlarla, hükümetlerinin gelir kaynaklarını çeşitlendirebilmesine imkan verir. Bu çeşitlendirme, riskin en aza indirgenmesini ve hükümetin bir mal / varlıktaki fiyat dalgalanmalarına tamamen maruz kalmamasını sağlar. İkincisi, UVF'ler hükümetlerin fazla döviz rezervlerini, ticaret fazlalarını ve/veya bütçe fazlalarını kârlı yatırım araçları yoluyla değerlendirmesine fırsat verir. Üçüncüsü, kendi yerel endüstrilerine yatırım yaparak UVF'ler, istihdam ve büyümenin yaratılıp devamlılığını sağlanmasında yardımcı olur. Dördüncüsü, bir UVF, yurtdışına yatırım yaparak ev sahibi hükümetinin itibarının artması ve küresel finansal aracılık açısından (Dubai ve Abu Dabi'de olduğu gibi) önemli bir rol oynayabilir. Beşinci ve son olarak, bir UVF, yurtdışına yatırım yaparak hükümetine, yerli sanayilerinin ve sektörlerinin gelişimini desteklemek için yeni becerilere, bilgiye ve teknolojiye erişme imkânı tanır. Örneğin, Dubai borsasında Nasdaq ve Londra Menkul Kıymetler Borsası'ndaki hükümetinin UVF yatırımlarını takiben Nasdaq tarafından geliştirilen yeni bir ticaret sistemi kullanılmasıdır (Surendranath, 2010: 592).

Sonuç olarak denilebilir ki, dünyada sayıları ve büyüklükleri giderek artan UVF'ler ülkelerin siyasi, sosyal ve ekonomik koşulları dikkate alınarak Santiago Prensipleri doğrultusunda dizayn edildikleri ve amaçlarına uygun olarak faaliyette buldukları takdirde ev sahibi ülkelere önemli faydalar sağlayabilirler. Uzun dönem büyüme ve istikrar ile refahın artışına ve devamlılığına katkı verebilirler. Bu bağlamda TVF'nin UVF'lerin özelliklerini taşıyıp taşımadığı, hangi tür UVF kapsamına girdiği, amaçları ve işleyişinin nasıl olduğu gibi pek çok sorunun bu fonun kamu maliyesi açısından bir fırsat mı yoksa bir tehdit mi olup olmadığını değerlendirmek adına cevaplandırılması gerekmektedir.

3. TÜRKİYE VARLIK FONU (TVF)

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi, 19 Ağustos 2016'da TBMM'de yapılan oylamayla, 22 ret oyuna karşılık 217 oyla kabul edilerekve 26 Ağustos 2016 tarihli Resmi Gazetede yayınlanarak 6741 sayılı yasa ile kurulmuştur. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi'nin kuruluş gerekçesi; sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurt içinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, varlıkların değerini evrensel kurumsal yönetim ilkeleri ile artırmak, yatırım odaklı dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek amacıyla TVF'yi ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmektir. Böylece, TVF'nin, bünyesindeki varlıkların ürettiği katma değer performansını artırarak, büyük projelere finansman sağlaması, bu sayede hem bu projelerin hayata geçmesiyle ek istihdam sağlanması, hem de finansman maliyetleri üzerindeki baskının azaltılması beklenirken; tasarruf ve yatırımlardaki artışın sonucunda ise büyüme ve kalkınma



üzerinde olumlu etkiler yaratması, özellikle büyüme oranına gelecek on yıl içinde yıllık %1,5 oranında ilave artış sağlanması öngörülmektedir (Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.Ş., <http://www.turkiyevarlifikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakimizda>).

TVF, 50 milyon TL sermayeli bir anonim şirkettir. Başbakanlığa bağlı olarak çalışacak olan şirketin sermayesi, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından konulmuştur. Şirketin yönetim kurulu en az 5 kişiden oluşmakta ve başkan ve üyeleriyle şirket genel müdürü Başbakan tarafından atanmaktadır. Yönetim Kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdürün; ekonomi, finans, hukuk, maliye ve bankacılık alanlarından en az birinde 5 yıldan az olmamak üzere tecrübe sahibi olmaları şartı çerçevesinde belirlenmiştir. Bu anonim şirket özel hukuk hükümlerine tabidir. Ayrıca gerek görülmesi halinde TVF'ye bağlı alt fonlar kurulabilecektir (Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, madde 2).

Fon çerçevesinde, proje geliştirme, projeye dayalı kaynak yaratma, dış proje kredisi sağlama, yerli ve yabancı ortaklıklar kurma ve diğer yöntemlerle kaynak temini işlemleri de dahil olmak üzere likidite, yatırım, risk ve getiri tercihlerini dikkate alarak gerçekleştirilecek faaliyetler sırasıyla şöyledir: (Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.Ş., <http://www.turkiyevarlifikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakimizda>; Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, madde 2)

- ❖ Her türlü yatırım aracı (türev ürünler dahil) ile yurtiçi ve dışında yatırım araçlarının (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 araçlarının) alım – satımı (Birincil ve İkincil piyasada)
- ❖ Her türlü para piyasası işlemi (Repo, döviz vs.)
- ❖ Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar ile her türlü gayrimaddi hakların değerlendirilmesi
- ❖ Her türlü ticari ve finansal faaliyetlerdir (Uç bir örnek olsa da isterse bakkal bile açabilir).

Bu faaliyetler şirket ve iştirakleri tarafından TVF veya TVF'ye bağlı alt fonlar aracılığıyla gerçekleştirilebilir. Ayrıca, şirket tarafından, ulusal yatırımlar ile uluslararası alanlarda diğer devletler ve/veya yabancı şirketlerce yapılacak yatırımlara iştirak edilebilir. Tüm bu faaliyetler ışığında fon kapsamında gerçekleştirilmesi amaçlananlar ise sırasıyla şöyle ifade edilebilir (Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.Ş., <http://www.turkiyevarlifikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakimizda>):

- ❖ Önemli kamu varlıklarında değer artışı sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmak,
- ❖ Katılım finansmana uygun varlıkların gelişmesine destek olmak,
- ❖ Türkiye'ye daha fazla yatırımcı ilgisini çekmek ve
- ❖ Yeni yatırımlar için sermaye sağlamaktır.

Yasa metninde yer almamakla birlikte yasanın TBMM'ye sunulan gerekçesinde islami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması, katılım finansmanı sektör payının artırılması, savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerdeki yerli



şirketlerin proje bazında desteklenmesi, arz güvenliğini sağlamak üzere Türkiye için önem taşıyan doğalgaz ve petrol gibi yurt dışındaki sektörler yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi, otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanmasının hedeflendiği de belirtilmiştir (T.C. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü 31853594-101-1310-3105 sayılı Kanun Tasarısı' <http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0405.pdf>). Yasada ve gerekçesinde yer almamış olmasına rağmen daha sonra bakanların yaptığı açıklamalarda, TVF'nin piyasalardaki dalgalanmalara karşı da kullanılacağı ifade edilmiştir. 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" şeklinde bir açıklamada bulunmuştur (Özkul, 2017).

Sermayesinin büyüklüğünün ilerleyen dönemlerde 200 milyar TL'ye ulaşması beklenen TVF, yukarıda da belirttiğimiz üzere, yurt içinde ve dışında her türlü ticari işlemi, para, sermaye ve türev piyasalarında her türlü finansal işlemi yapabilecek. Şirketler kurabilecek, kapatabilecek, bunları alıp satabilecektir. Hisse senedi, varlığa dayalı menkul kıymet, bono, tahvil, katılım finansmanı araçları ihracı ve yatırımı, alım-satımı yapabilecek. Her türlü gayrimenkul işlemi yapabilecek. Bir anonim şirket olan TVF, kendine devredilen şirketlerin üzerinde bir holding gibi olacaktır. Ayrıca kendisi de yeni şirketler kurabilecek. Bu şirketlerin aktifleri ve gelirine dayalı menkul kıymetler çıkartarak iç ve dış piyasalardan kaynak toplayabilecektir. Ancak yönetici şirket olarak TVF'nin asıl yapacağı iş, bir ana fon kurmak olacak. Ana fonun dışında alt fonlar da kurulabilecektir (Finans Teknik, 2017).

Şirketin 50 milyon lira olan kuruluş sermayesi, Özelleştirme Fonu'ndan karşılanmıştır. Tamamı ödenmiş olan bu sermayeyi temsil eden paylar Özelleştirme İdaresi Başkanlığına ait ve şirketin hisse senetleri nama yazılı olarak çıkarılmıştır. **TVF'ye şu ana kadar devredilen kurum ve kaynaklar sırasıyla şöyledir (Özkul, 2017):**

- ❖ *Ziraat Bankası*: 5 milyar TL sermayeli bankanın yüzde 100 hissesi TVF'ye devredildi. Ziraat'ın karı 5.16 milyar TL düzeyindedir.
- ❖ *Halk Bankası*: Yüzde 48.77'si halka açık olan Halk Bankası'nın Hazine'nin elindeki yüzde 51.11 hissesinin tamamı TVF'ye geçti. Ödenmiş sermayesi 1.25 milyar TL olan bankanın karı 2.32 milyar TL düzeyinde. Bankanın aktif büyüklüğü 187.73 milyar TL, piyasa değeri 14.51 milyar TL.
- ❖ *Borsa İstanbul*: Ödenmiş sermayesi 423.2 milyon TL olan Borsa İstanbul'un kamuya ait yüzde 73.6 hissesi TVF'nin kontrolüne geçti. Borsa'nın geliri 783 milyon TL, karı 295 milyon TL. Toplam aktifleri 7.87 milyar TL olan Borsa'nın özvarlıklarının değeri 1.15 milyar TL.
- ❖ *THY*: Yüzde 50.18'i halka açık olan THY'nin kamuya ait yüzde 49.12 hissesi TVF'ye devredildi. THY'nin ödenmiş sermayesi 1.38 milyar TL. 2.99 milyar lira karı bulunan THY'nin aktif büyüklüğü 47.64 milyar TL'ye yaklaşıyor. THY'nin gelirleri 28.75 milyar TL, özvarlıkları 14.09 milyar TL, piyasa değeri ise 7.8 milyar TL dolayında.
- ❖ *BOTAŞ*: 4.15 milyar TL sermayeli Botaş'ın hisselerinin tamamı TVF'ye devredildi. Gelirleri 37.11 milyar TL'yi bulan Botaş'ın karı 542 milyon TL düzeyinde. Botaş 9.96 milyar liralık özvarlığa ve 11.30 milyar liralık aktif büyüklüğüne sahip.
- ❖ *TPAO*: Tamamı kamuya ait olan TPAO'nun hisselerinin tamamı da TVF'ye devredildi. Şirketin ödenmiş sermayesi 3 milyar TL. Gelirleri 4.32 milyar TL olan



TPAO 3.18 milyar TL zararda. Şirketin özvarlıkları 8.75 milyar TL, aktifleri ise 23.18 milyar TL düzeyinde.

- ❖ *TÜRKSAT*: 1.47 milyon TL sermayeli Türksat'ın tamamı TVF kontrolüne geçti. Türksat, 169 milyon liralık özvarlık ve 175 milyon liralık toplam aktif ile 846 milyon TL gelir ve 106 milyon TL kar üretebiliyor.
- ❖ *Türk Telekom*: Yüzde 13.31'i halka açık olan Türk Telekom'un kamuya ait yüzde 6.7 hissesi de TVF'ye devredilen hisseler arasında. Türk Telekom'un ödenmiş sermayesi 3.5 milyar TL. Piyasa değeri 19.53 milyar TL olan Türk Telekom'un özvarlıkları 3.26 milyar TL, toplam aktifleri ise 25.77 milyar TL değerinde. Şirketin gelirleri 14.52 milyar TL, karı 907 milyon TL düzeyinde.
- ❖ *PTT*: 981.5 milyon TL sermayesi bulunan PTT'nin hisselerinin tamamı TVF'ye devredildi. 2.38 milyar TL gelir ile 339 milyon liralık kar elde eden PTT'nin özvarlıkları 1.84 milyar TL, aktif büyüklüğü 3.98 milyar TL düzeyinde.
- ❖ *Eti Maden*: 600 milyon TL sermayeli Eti Maden'in yüzde 100'ü TVF'nin oldu.
- ❖ *ÇAYKUR*: Çaykur da hisselerinin tamamı TVF'ye devredilen şirketler arasında yer aldı. Şirketin ödenmiş sermayesi 1.49 milyar TL .
- ❖ *Milli Piyango*: Milli Piyango'nun elinde bulunan Piyango, Hemen Kazan, Sayısal Loto, On Numara ve Süper Loto oyunları ile ileride verilebilecek tüm şans oyunu lisansları, OHAL çerçevesinde çıkartılan bir kararname ile TVF'ye devredildi. TVF bu lisansları satabilecek ve bu durumda Milli Piyango lisansa konu şans oyunları düzenleyemeyecek.
- ❖ *Türkiye Jokey Kulübü*: Türkiye Jokey Kulübü'nün yurt içi ve dışında müşterek bahis düzenlemeye ilişkin yetkileri ile elindeki gayrimenkuller de aynı OHAL kararnamesi ile TVF'ye devredildi.
- ❖ *Kamu Arsaları*: Antalya, Aydın, Muğla, İzmir, İstanbul, Isparta ve Kayseri'deki toplam 2 milyon 290 bin metrekarelik 46 adet kamu arazisi üzerlerindeki tahsisler kaldırılarak TVF'ye devredildi. Bu araziler üzerinde daha önce verilmiş tahsislerle özel sektörün büyük otel ve turizm yatırımları da bulunuyor. Buradaki yatırımcıların haklarının ne olacağı bilinmiyor. Söz konusu taşınmazlar devir ve tescil işlemleri tamamlanıncaya kadar maliye bakanlığı tarafından yönetilmeye devam edecek. Öte yandan Bakanlar Kurulunca Savunma Sanayi Destekleme Fonu'na ait veya bu fonun tasarrufunda bulunan 3 milyar lira tutarındaki kaynağın en geç aktarım tarihini izleyen 3 ay içinde geri ödenmek kaydıyla Varlık Fonu'na aktarılması kararlaştırıldı (A Haber, 2017).
- ❖ *Nakit Para*: Savunma Sanayi Fonu'ndan 3 milyar TL'nin üç aylık bir süre için TVF'ye verildi. Üç ay sonunda bu para Savunma Sanayi Fonu'na iade edilecek.

Bu kapsamda fon diğer varlık ve nakitler dışında sermaye piyasalarından çeşitli enstrümanları kullanarak kaynak temin edebilecektir. Nitekim bu hususu dikkate alarak finansman temini sırasında Fonun portföyü üzerinde rehin, teminat, kefalet ve ipotek verilebileceği ifade edilmiştir. Ayrıca, şirket, sahibi olduğu gayrimenkulleri SPK'nın listelediği gayrimenkul değerlendirme şirketleri ile anlaşarak değer tespiti yaptırabilecektir.

Varlık Fonu, devraldığı şirketlerde hissedar hakkına sahip olmaktadır. Fon bu kapsamda söz konusu şirketlerin temettülerinin aslında biriktiği yerdir. Ayrıca şirketlerin hisselerini satabilme veya varlığa dayalı olarak menkul kıymet çıkarabilme hakkına da sahiptir. Fon kaynaklarının büyüklüğüne göre yatırımlara ortaklık da yapabilme hakkına sahiptir. Varlık Fonu'nun özellikle büyük projelere finansman sağlaması beklenmektedir.



Devraldığı şirketlerin zararları olması durumunda ise TVF'nin bunu karşılamakla yükümlü olduğu yasada ifade edilmiştir (Hürriyet, 2017a). Bununla beraber, TVF'ye devredilen söz konusu şirketlerin mevcut yönetimleri ve işletme politikaları ile iş planlarının, yatırım ve büyüme stratejilerine uygun olarak devam edeceği, uluslararası finans kuruluşları da dahil olmak üzere ilgili paydaşlarla sağlanan işbirliğinin sürdürüleceği belirtilmiştir.

Temelde yukarıda sözü geçen varlıklara dayanan TVF'nin kaynakları şöyledir: a) Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından; özelleştirme kapsam ve programında bulunan ve TVF'ye devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan TTTF'ye aktarılmasına karar verilen nakit fazlası. (b) Kamu kurum ve kuruluşlarının tasarrufu altında bulunan ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan; Bakanlar Kurulu tarafından TVF'ye aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenler.(c) TVF tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklar. (d) Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklar (Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, madde 4) ile (e) 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 TVF'ye aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenlerdir (Olağanüstü Hal Kapsamında Bazı Düzenlemeler Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, Karar Sayısı: KHK/684, madde 9).

Benzeri kuruluşların dünyada Merkez Bankası, Hazine ya da Maliye Bakanlığı gibi kuruluşlara bağlı çalışmaları bilinmekle birlikte TVF, Başbakanlığa bağlı olarak faaliyetlerini yerine getirmektedir. Varlık Fonu, Sayıştay denetimine tabi değildir. Özel hukuk hükümlerine göre çalışmakta ve bağımsız denetçiler tarafından denetlenebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, TVF ana şirketi ile bağlı şirketler ve tüm fonların mali tabloları bağımsız denetime tabidir. Ayrıca bağımsız denetimden geçen mali tablolar ile şirket ve fonların faaliyetleri, Başbakan'ın görevlendirdiği sermaye piyasaları, finans, ekonomi, maliye, bankacılık, kalkınma alanlarında uzman 3 merkezi denetim elemanı tarafından da bağımsız denetim standartları çerçevesinde denetlenebilmektedir. Bu heyet, her yıl haziran ayı sonuna kadar denetim raporunu Bakanlar Kurulu'na sunacaktır. Daha sonra Başbakanlık bu iki denetim raporu kapsamında hazırladığı raporu Ekim ayında Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu'na gönderecek. Başbakanlığın göndermiş olduğu rapor çerçevesinde Plan Bütçe Komisyonu da bir denetim yapmış olacaktır(Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, madde 6; Özkul, 2017). Fakat denetimin sadece mali denetimle sınırlı kalması, etkinlik denetimini kapsamaması, Sayıştay denetimine tabi olmaması ve sadece 3 kişilik bir grubun o kadar çok şirketi sağlıklı bir şekilde denetleyebilmesinin mümkün olmaması TVF'nin denetim konusunu sıkıntıya sokmaktadır.

TVF ile ilgili bir diğer önemli nokta Şirket ve Türkiye Varlık Fonu ile Şirket tarafından kurulacak şirketler ve alt fonların gelir ve kurumlar vergisinden muaf olmasıdır. Bu muafiyet, bunların kazanç ve iratları üzerinden 31/12/1960 tarihli ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile 13/6/2006 tarihli ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu uyarınca yapılacak



vergi kesintilerini de kapsamaktadır. Şirket ve Türkiye Varlık Fonu ile Şirket tarafından kurulacak şirketler ve alt fonlar, elektrik ve havagazı tüketim vergisi ve yangın sigortası vergisi hariç olmak üzere 26/5/1981 tarihli ve 2464 sayılı Belediye Gelirleri Kanunu gereğince alınan vergi, harç, katılma payı ile tasdik ücretlerinden, sahip olduğu taşınmazlar dolayısıyla emlak vergisinden, satın alınan ve satılan taşınmazlar ile ilgili olarak tapu ve kadastro döner sermaye bedellerinden ve her türlü dava ve icra işlemlerinde teminat yatırma mükellefiyetlerinden de muaftır. Yine, Şirket ve Türkiye Varlık Fonu ile Şirket tarafından kurulacak şirketler ve alt fonların kuruluş ve tescil işlemleri ile esas sözleşmesinin tescil ve ilan işlemleri de dâhil olmak üzere faaliyetleri kapsamında gerçekleştirdikleri işlemlerle ilgili düzenlenen tüm kâğıtlar damga vergisinden, tüm iş ve işlemleri her türlü harçtan, her ne nam adı altında olursa olsun nakden veya hesaben banka ve sigorta muameleleri vergisi mükelleflerine ödedikleri tutarlar ile her ne nam adı altında olursa olsun nakden veya hesaben lehe aldıkları paralar banka ve sigorta muameleleri vergisinden, her türlü kredi kullanım işlemleri kaynak kullanımını destekleme fonundan istisnadır (Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, madde 8). Ayrıca yapacağı işlemlerin bir bölümü de KDV gibi vergilerden istisna edilmektedir. İşte başta bu istisna ve muafiyetler olmak üzere, TVF'nin gelir kaynakları, giderleri, gerçekleştirmesi planlanan faaliyetler ve denetimi gibi birçok konu onu kamu maliyesi açısından sorgulanır hale getirmiştir.

4. TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN KAMU MALİYESİ AÇISINDAN OLASI ETKİLERİ

UVF'ler aslında para ve maliye politikaları üzerinde belirleyici rol oynayarak ekonomik hedeflere ulaşmada yardımcı olabilirler. Ayrıca, mali sisteme iyi entegre edilmiş UVF'ler, talep fazlalığı yaratabilecek gelirleri kaynak olarak kullanarak talebin kontrol altına alınmasına, böylece de enflasyon hedeflemesine katkıda bulunabilirler. Bunun yanında, söz konusu kaynaklar nüfusun yaşlanması durumunda ortaya çıkabilecek gelir ihtiyacının giderilmesi, hâlihazırda sahip olunan zenginliğin gelecek kuşaklara aktarılmasının yanı sıra tasarrufların ülkenin büyümesi için gerekli yatırımlara aktarılmasını da saptayabilirler. UVF'lerin bütçe yönetimi alanında da olumlu katkıları bulunmaktadır. UVF'ler, ülke ekonomisinin hedefleri ile uyumlu şekilde yatırım stratejilerini oluşturdukları takdirde devlet bütçesinin daha etkin kullanımına katkı sağlama potansiyeline sahiptirler (Yalçınar ve Sürekli, 2015: 4). UVF'ler kriz dönemlerinde uluslararası finansal piyasalar açısından da istikrar sağlayıcı bir rol oynayabilmektedir (Gomes, 2008: 6). Diğer bir deyişle UVF'ler likidite darboğazının yaşandığı dönemlerde yatırım yapmaya devam ederek piyasaların stabil kalmasına yardımcı olabilmektedir. Yeterki belirlenen amaç ve hedefler doğrultusunda iyi yönetilebilir.

Türkiye açısından ise yeni kurulan TVF'nin ekonomi ve kamu maliyesi üzerinde yaratabileceği etkilerin ayrıca ele alınmasında fayda vardır. Fonun kuruluş zamanı, statüsü, aktarılan kaynaklar ve sağlanan kolaylıklar gibi pek çok konu TVF'yi tartışılır hale getirmiştir. Yoğun eleştirilere maruz kalan fonun bu eleştirileri hak edip hak etmediğini incelemek ekonomik dengeleri etkileme potansiyeline bağlı olarak bir gerekliliktir. Özellikle bütçe üzerinde ne türden bir etki yaratacağı kamu maliyesi adına bir tehdit mi yoksa bir fırsat mı olduğu konusu Türkiye'nin içinde bulunduğu ekonomik koşullar da dikkate alınarak incelenmelidir.



Dış kaynak kullanımına bağımlılığı olan Türkiye, üç uluslararası derecelendirme kuruluşu tarafından “yatırım yapılamaz ülke” ilan edilince ve bunun üstüne FED faizleri yükseltince, dış kaynak girişi sıkıntıya düşmüştür. Bu durum, 2015’te doları TL karşısında yüzde 25, 2016’da da bunun üstüne yüzde 20 değerlendirmiştir. En büyük zarara ise toplamı 213 milyar doları bulan net döviz açıkları ile özel firmalar maruz kalmıştır. Merkez Bankası bu firmalar arasında kamu-özel ortaklığı kapsamında altyapı yatırımları üstlenen firmaların yükünün ağırlığına dikkat çekmiştir. Devletin ciro, kiralama garantisi verdiği, dış finansmanlarına garantör olduğu bu devasa yatırımları üstlenen firmaları, üstlendikleri büyük riskler dolayısıyla bekleyen darboğazlar bulunmaktadır (Sönmez, 2017). TVF’nin büyük projelere sağlayacağı finansman, hem bu projelerin hayata geçmesiyle oluşturulacak istihdam yoluyla, hem de istikrara katkıda bulunarak, ülkemizin büyüme ve kalkınması üzerinde olumlu etkilerde bulunacağı düşünülmektedir Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.Ş., <http://www.turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>).

Büyüme ve kalkınmaya katkı sağlayacağı düşünülen bu fonun kaynakları ve gelir yaratma potansiyelinin nasıl sağlanacağı tartışma konusudur. Çünkü yukarıda belirttiğimiz gibi bu tip fonlar ya bir doğal kaynak/maden geliri ya da ödemeler dengesi fazlaları olan ülkeler tarafından kurulmaktadır. Türkiye’nin petrol, doğalgaz gibi bir emtiayı ihraç ederek elde ettiği gelirleriyle yaratabildiği bir cari fazlası olmadığı gibi bütçe fazlası veya fazla veren bir kamu emeklilik sistemi bulunmaması, bu fonun daha doğru şekli ve devamlılığını sorgulanır hale getirmektedir. Aksine Türkiye, son dönemlerde azaltmış olsa da bütçe açığı ve cari açık veren, kamu emeklilik sisteminin açığını da bütçeden karşılayan bir sisteme sahiptir.

Ülkeler, UVF’leri tasarruf fazlalarını dışarıya yatırım yapmamada bir araç olarak kullanırlarken, güçlü hammadde ihracatı olmayan, cari açık ve bütçe açığı veren bir ülke olan Türkiye’de varlık fonu yatırımdan ziyade borç alabilmek için kurulmuştur diyebiliriz. Gelir fazlasının olmadığı bir durumda yatırım yapmak olası değildir. O yüzden daha çok borç bulma işlevini yerine getireceği görülen TVF’nin, makroekonomik sorunlara çare olmaktan çok onları öteleyen ve hatta büyüten bir işlev görmesi içten bile değildir.

Denetimi sadece mali denetimle sınırlı olan fona, bütçe kapsamındaki kuruluşların aktarılmasından dolayı alternatif/ikinci bir bütçe oluşturulduğu da gündeme getirilen eleştirilerden bir diğeridir. Böylelikle birçok kurumun gelirinin denetim dışı bir merkeze aktarıldığı savunulmaktadır. Ayrıca, kaynakları azalan bütçe için bir süre sonra yeni kaynak arayışlarının gündeme geleceği ve bütçe dengelerinin olumsuz etkileneceği de yadsınamaz bir gerçektir (Hürriyet, 2017a). Mali disiplinde tekrardan bir bozulma yaşanma ihtimali yüksek görünmektedir. Çünkü bir yandan kamu kurumlarının mevcut fonları TVF’ye aktarılması ve bütçe gelirlerinden fona pay verilmesiyle bütçe gelirlerinde bir azalma ortaya çıkması, bir yandan da yüksek maliyetli ve sınırsız borçlanmayla borç yükünün artması ihtimal dâhilindedir (Kayıran, 2016: 83). Bunun yanında, fonun giderleri konusunda yasada herhangi bir düzenlemenin bulunmaması da ayrı bir eleştiri konusu yaratmaktadır. Devredilen kuruluş, arazi ve aktarılan paraların nereye harcanacağını belirsiz bırakılması fonla ilgili endişeleri arttırmaktadır.

TVF özel şirket statüsü olduğundan gelirleri ve harcamaları kamu hesaplarına dahil edilip konsolide edilmesi mümkün görünmemektedir. IMF’in Government Finance Statistics ve Avrupa İstatistik Standartlarına göre bu şirket “genel yönetim” sınıflaması içinde de yer almamaktadır. Oysa AB’de mali kural ve borçlanma limitleri merkezi yönetim+sosyal güvenlik kuruluşları+mahalli idarelerden oluşan “genel yönetim” tanımı üzerinden uygulanmaktadır. Eğer TVF bütçe dışı niteliğinde bir fon olsaydı bu “genel bütçe” sınıflaması içine girecekti. Dolayısıyla bu fonun varlık ve yükümlülükleri (ki bu çok daha önemli) çok



daha şeffaf olacaktı (Dedeoğlu, 2016: 4). Ama şimdi bu ihtimal zayıftır. Şeffaflığı sağlama ancak fonun ve Başbakanlığa bağlı olduğundan hükümetin iradesinde olduğu söylenebilir. O yüzden burada yönetici pozisyonundakiler tutumu ve biraz da fonun özellikle dış yatırım konusunda karşı karşıya kaldığı durumlar belirleyici olacağı söylenebilir.

TVF'nin daha çok borç bulma amacıyla kullanılacağı düşünüldüğünde, akıllara şu soru gelmektedir: Devlet Hazine aracılığıyla daha düşük faizle borçlanma imkanına sahipken, niye böyle bir fon kurarak borçlanma yolunu tercih etsin ki? Doç. Dr. Ümit Akçay, bu soruyu şöyle cevaplamaktadır: "Sanırım şöyle bir hesap var ortada. Bu varlık fonu vasıtasıyla elde edilecek borçlar, eğer kamu borcu olsaydı, bütçe açığı daha da artacaktı ve bu hem ülkenin kredi notunu hem de uluslararası kurumlar nezdindeki güvenilirliğinin daha da yitirilmesine sebep olacaktı. O nedenle, vergi gelirindeki bu kayıp diğer seçeneğe göre daha iyi bir olasılık diye düşünülmüş olabilirler. Yani vergi geliri kaybı olacak ama, bu borçlar bütçede görünseydi daha kötü olacaktı. O nedenle bunu tercih ediyoruz, diye bir karar verilmiş olabilir" (Sputnik Türkiye, 2017). Özetle, iktidara geldiği süreden beri mali disiplini sağlamaya çalışan hükümet, merkezi bütçeden bu borçlanmalara gitmeye kalksa, şu sıralar milli gelirin yüzde 30'ları dolayında olan kamu borç stoku/milli gelir oranı hemen yukarılara çıkar. Bu bağlamda, merkezi bütçenin büyüyen açıkları ve büyüyen borç yükü özellikle dış yatırımcılar karşısında vitrini bozar. Oysa fon, bu borçlanma ve açık işlevlerinin bir kısmını üstlendiğinde, açık ve yükün iki bütçeye bölünmesiyle beraber göstergelerdeki bozulmanın da önleneceği umulmaktadır (Sönmez, 2017). Ama şu unutulmamalıdır, Hazine tahvillerinden daha az, riski daha çok ve neticede maliyeti daha yüksek olma ihtimali olan TVF'nin borçlanma amacıyla yapacağı ihraçların Hazine garantili olsa da uluslararası finansal piyasalarda Türkiye riski ile ilgili FonHavuzunun bir parçası olarak değerlendirileceği ve TVF'ye aktarılacak bu tür kaynakların esasen Türkiye Cumhuriyeti devletinin öz borçlanma miktarını ve maliyetini artırabileceği dikkate alınmalıdır (Dedeoğlu, 2016: 6).

TVF'nin finansmanı için yasada, "Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklar" yer almaktadır. Bu ifadeyle esas olarak kastedilen, Hazineden izin almadan yapılacak borçlanmalardır. Ayrıca kanunun 10. maddesi ile de Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanuna bir ekleme yapılarak TVF A.Ş. ve bağlı fon ve şirketlerin, Hazineden izin almaksızın, her türlü dış imkân sağlamalarına ve diğer kurum ve kuruluşlar lehine garanti verebilmelerine olanak tanınmıştır. Böylece TVF ve bağlı kuruluşlar, Hazinenin izni olmadan borçlanabilecektir. Ama TVF'nin yurtdışı piyasalardan borç bulabilme potansiyeli Moody's, Standard&Poors gibi uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından puan aldığı takdirde büyümektedir. Ama uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından alacağı puanın en iyi ihtimalle ülke puanıyla aynı olması durumunda dahi, TVF'nin, yurtdışı borçlanmalarda Hazine ile rekabet edebilmesi mümkün görünmemektedir. TVF, ancak daha yüksek faizli ve daha kısa vadeli borçlanabilir. Bu durum ise ülkenin genel borç yükünün artmasına yol açarak ekonominin kırılganlığını artıracaktır (Kayıran, 2016: 80-83).

TVF'nin, ulusal ve uluslararası piyasalardan borçlanma yanında gelir kaynaklarından birisi de mevcut gelir ve gayrimenkuller üzerinden hisse senedi, sukuk gibi araçlarla yaratacağı türev finansal ürünlerden sağlayacağı kazançlardır. Diğer ülke örneklerinde UVF'lerin temel stratejisi riski dağıtarak uzun vadeli getiri sağlamak için ülke içi risklerden dolayı yurtdışı alanlara yönelmek olmasına rağmen Türkiye'de bunun tam tersi yapılmakta, zaten riskli olan yurtiçi uzun vadeli yatırımlara yöneliktürev ürünler çıkartılması planlanmaktadır. Bu kâğıtların değerinde ortaya çıkabilecek ani bir düşüşün hem ülke ekonomisine hem de sözü geçen projelere zarar vermesi yanında, ülke ekonomisinde çıkabilecek bir krizin bu kâğıtların değerine yansımaları kaçınılmazdır (Kayıran, 2016: 82).



TVF konusunda bir diğer endişe verici nokta ise büyük projeler ve turizm tesislerinin durumuyla ilgilidir. Buralardan elde edilen veya edilmesi beklenen gelirlerin ikincil piyasalarda pazarlanarak bir kaynak yaratılması planlandığı görülmektedir. Fakat bu iki alana konu olan gayrimenkullerin sadece gelirleriyle sınırlı kalınmayıp kendilerinin de satışa konu edileceği düşünülmektedir. Bu durum ise oralarda bulunan işletmelerin durumlarını riske sokmaktadır. Gelecekleriyle ilgili belirsiz bir durum yaratmaktadır.

Kamu maliyesi açısından fonun en kaygılandırıcı yanı geçmişte tecrübe ettiğimiz bütçe dışı fonların benzeri bir durum yaratıp yaratmayacağıdır. 80'lerden sonra kamu bünyesinde kurulan çeşitli fonlar bütçedeki bozulmalarla birlikte sayıları artmış böylelikle mali disiplinin daha da bozulması gibi kısır bir döngüye yol açmıştır. 1994 ve 2001 Krizlerini de tetikleyen bu fonlar 90'larda tasfiye edilmiştir. Bu fonlar aracılığıyla kamu kaynakları, bütçe dışındaki bir hesapta toplanıp buradan harcama yapılıyordu. Sürekli kaynak aktarılan bu hesaplar başka bir alandaki dengeyi bozduğu görüldüğünde yeni kaynak arayışına giriliyordu. Dolayısıyla, bu fonun geçmiş tecrübelerden ders çıkararak bir yolda mı gideceği yoksa orta-uzun vadede benzer bir yapıya mı bürüneceği şu an için belirsizdir.

Fakat şu bir gerçektir ki, bütçe dışı fonlar en çok bütçe disiplini bozma yönünde bir risk yaratırken; TVF, bütçe dışı fonlardan farklı olarak, kamusal kaynakların başbakana bağlı ama, özel hukuka tabi bir şirkete teslim edilmesi ve finansal piyasalarda bunlar üzerinden işlem yapılması esasına dayandığından bütçe dışı fonlardan çok daha büyük riskler içermektedir (Kayıran, 2016: 81). TVF, siyasi bir risk de taşımaktadır. Siyasi bir kriz, şirketin zarar etmesi ve iflasıyla sonuçlanabileceği gibi burada ortaya çıkan yolsuzluklar da bir siyasi krize neden olabilir.

Bütün bunlara ek olarak, Hazine Müsteşarlığının yönettiği borçlanma işlemlerini ve Merkez Bankasının yönettiği para piyasası işlemlerini etkileyeceği düşünülen TVF'ye birçok konuda yetki verilmiş ve muafiyet tanınmış, fakat bu kurumlar arasında bir koordinasyon mekanizması tanımlanmamıştır. Bu durum, hazinenin birliği ilkesine aykırılık teşkil etmekte, TVF ile bir tür paralel Hazine kurulduğu yönünde kaygılar uyandırmaktadır (Dedeoğlu, 2016: 4). Hatta, hangi fonların TVF'ye devredileceği konusunda Bakanlar Kurulu'na yetki verildiğinden, kamu kesiminin tasarrufunda olan bütün fonların TVF'ye devredilmesi ihtimali ortaya çıkmaktadır.

Cumhuriyet Halk Partisi'nden milletvekili Faik Öztrak, fonu, Osmanlı İmparatorluğu'nun büyük ölçüde ekonomik sonunu getiren Duyun-u Umumiye'ye benzeterek "Evde dededen kalma son gümüşler de hükümetin bütçe disiplini ve Sayıştay denetimi dışında tutularak ve Hazine ilkesine açıkça aykırı olarak kurulan, Hazine'ye, hassaya yani özel Hazine'ye, diğer adıyla Varlık Fonu'na devredildi. 2001 krizinden sonra en kritik noktalardan birisi de Hazine birliğini sağlamaktı, çünkü krizin nedenlerinden bir tanesi Hazine'nin dışında birçok fonun borçlanma ve harcamayı aşma yetkisine sahip olmasıydı. Yeniden Hazine birliği ihlal edilerek, hem de diğerlerine oranla çok büyük bir fon getiriliyor" şeklinde bir yorum yapmıştır (Cumhuriyet, 2017). Ama bazı yazarlara göre ise söz konusu kuruluşların TVF'ye devri ile daha etkin yönetileceği ve devletin elinde çok önemli bir kaynak olacağı savunulmaktadır. Ayrıca Duyun-u Umumiye benzetmesinin de yanlış olduğu vurgulanarak TVF'nin, milli bir oluşum olduğu ifade edilmektedir.

Şirket tarafından kurulacak varlık kiralama şirketlerinin 28.03.2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un 7/A maddesi çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketlerine tanınan tüm hak, istisna, indirim ve muafiyetlerden yararlanması, ayrıca kurulan varlık kiralama şirketlerinin, ihraç etmiş oldukları menkul kıymetlere ilişkin, ihraççıların tabi olduğu Borsa İstanbul Anonim Şirketine ödenmesi gereken kayıt ücreti ve kotasyon ücretinden de muaf olması öngörülmüştür (Sarısü,



2016a: 229). Şirket, TVF ve alt fonlar, gelir, kurumlar ve emlak vergisinden, yaptıkları işlemler damga, banka ve sigorta muameleleri vergisi, kaynak kullanımı destekleme fonundan ve başka birçok vergi, harç ve katılma payından muaf tutulmuştur. Ayrıca bazı işlemlerinden de KDV alınmayacağı ifade edilmiştir. Finansal piyasalarda özel sektörle rekabet halinde çalışması amaçlanan TVF'ye tanınan bu denli geniş muafiyet ve istisnaların bir haksız rekabete konu olup olmayacağı ve TVF varlıklarına yatırım yapacaklara haksız kazanç sağlayıp sağlamayacağı tartışma konusudur. Ama en önemlisi de, sağlanan vergisel ayrıcalıklar yüzünden zaten fona aktarılan kaynaklarla gelir kaybı yaşanan bütçedeki açık büyüyecek ve bütçe açıkları artmaya başlayacaktır.

Fona sağlanan vergisel ayrıcalıkların yanı sıra, ihale ve rekabet sisteminin dışında işlem yapabilmeye olanağı getirilmiştir. Bu yetkilerle, Fon, Türkiye'deki zor duruma düşen bankaları ve özel şirketleri kurtarabilir, İstanbul Borsası'nda oluşacak fiyatlara, döviz piyasasına ve hatta faiz oranlarına müdahale edebilir. Zaten fonun amaçları arasında, istikrar görevi sayıldığından bu sağlayacakları çok da istenmeyen durumlar değildir. Ama burada sıkıntı olan Merkez Bankası'yla bir görev kargaşası yaşanmasına yol açabilme ihtimalidir. Eğer kurumlar arası entegrasyon sağlarsa bu belki aşılabilir. Özetle, Hazine ve Merkez Bankasının yanısıra para ve sermaye piyasalarında devlet adına hareket edecek bir üçüncü kurumun oluşturacağı problemler ancak kurumlar arasında koordinasyonun sağlanarak çözümlenebilir. Santiago Prensiplerine göre de TVF ve bu fona bağlı alt fonların başta Maliye Bakanlığı ve Hazine olmak üzere kamu nitelikli diğer kurumlar ile ilişkisi şeffaf ve kurallara dayalı olarak netleştirilmelidir. Ama 6741 sayılı Kanun bu konuda bir netlik içermemesi belirsiz bir durum yaratmaktadır (Sarısü, 2017: 234). Fakat asıl sorun fonun hangi amaca hizmet ettiği. Fonun yatırım ve finansman tercihlerinde hangi önceliğe göre davranacağı belirlenmiş olmalıdır. Yani fon istikrar mı büyüme mi için kurulmuştur. Büyüme odaklı fonun uzun dönemli, riskli ve likit olmayan varlıklara yönelmesi uygunken; istikrar amaçlı bir fonun tam tersine kısa vadeli düşük riskli ve likit varlıklara yatırım yapması beklenir. Kanunda anlaşılan her iki hedefe de ulaşılmak istendiği yönündedir. TVF ile bu iki amacın bir arada gerçekleştirilmek istenmesi bunları gerçekleştirmeye yönelik yatırım stratejilerinin birbiriyle çelişmesine yol açacaktır. Diğer bir deyişle, bu durum özellikle maliye politikası açısından amaçlar arasında bir çatışma yaratabilir. O yüzden fonun temel amacının ne olduğunun konulmasında yarar vardır.

TVF'ye ilişkin olarak bir diğer sıkıntılı taraf, mal varlığının başka bir amaçla tasarruf edilemeyeceği, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemeyeceği, üzerine ihtiyati tedbir konulamayacağı ve iflas masasına dahil edilemeyeceği yönündedir. Ayrıca, gerektiğinde, envanterindeki malları da rehin verebilme imkanı getirilmiştir. Bu durum hem diğer özel sektör şirketleriyle aralarında bir rekabet dezavantajı yaratılmasına tol açabilir, hem de kaynak etkin olmayan bir fonunun devamlılığını sorgulanır hale getirir

S&P Türkiye analisti Frank Gill, TVF'nin kamu maliyesi üzerindeki başlıca riskin "yurtiçi harcamalarda keskin düşüşe yol açacak ödemeler dengesi şoku" olduğunu belirterek, bu durumun vergi gelirlerinde düşüşe yol açarak bütçe açığının artmasına yol açabileceğini belirtmiştir. "Hızlı büyüyen daralan ekonomiler hakkındaki deneyimlerimiz büyümedeki yavaşlamayla birlikte cari açığın çok hızla daralabildiği, ancak bu durumun bütçe performansını zayıflatması, tıpkı Türkiye'de 2009'da gördüğümüz gibi" şeklinde bir açıklamada bulunmuştur. Kamu maliyesi üzerindeki diğer riskin ise büyük kamu bankalarının sermaye desteğine ihtiyaç duyması halinde ortaya çıkabilecek hükümlülükler olduğunu ifade etmiştir (Hürriyet, 2017b).

TVF, yapısı, kaynakları ve planlanan faaliyetleri açısından bakıldığında bir yolsuzluk riskini de barındırmaktadır. Bunun en önemli nedeni, fonların yurtiçindeki şirketlere uygun olmayan



yatırımlar yapabilmesi ve rant kollama faaliyetlerine açık olmasıdır. Ayrıca fonun kötüye kullanılabilmesi de mümkündür. En basit şekliyle UVF'ler oy satın almak, destekleyicileri ödüllendirmek ve siyasi patronaj için kullanılabilir (Rose, 2015: 11).

Varlık fonuna yönelik bir diğer eleştirel nokta, TVF'nin, Sayıştay Kanunu başta olmak üzere, Kamu İhale Kanunu, Devlet İhale Kanunu, Devlet Memurları Kanunu, özelleştirmeye ilişkin yasalar, KİT yasaları, Fonlar ve KİT'lerin TBMM tarafından denetlenmesine ilişkin yasalar gibi kamu kuruluşlarının tabi olduğu temel yasalardan muaf tutulması, ayrıca özel sektör şirketlerinin uymak zorunda olduğu Sermaye Piyasası Kanunu ve Rekabet Kanunu'na da uymak zorunda olmadığıdır. Diğer bir ifadeyle, tamamen devlete ait olmasına rağmen kamu kurum ve kuruluşlarının tabi olduğu yasalar, TVF için geçerli olmayacak. Ama "özel hukuk" hükümlerine de tabi değildir. Bu nedenle TVF'yi bir "özel şirket" olarak değerlendirmek de doğru olmayacaktır. Bu bağlamda, TVF'yi hem kamu kuruluşlarına ilişkin yasal yükümlülüklerin, hem de özel şirketlere ilişkin yasaların gerektirdiği yükümlülüklerin dışında tutan özel imtiyazlı bir statüye sahip olduğu ifade edilebilir (Özkul, 2017). Bu durum, en temelde, şirketin genel müdürünün ve yönetim kurulu üyelerinin statüsünün ve ücretlerinin nasıl belirleneceği, kamusal kaynakların elde edilmesinde ve yapılacak işlemlerde özelleştirme, kamu ihale kanunu, rekabetin korunması gibikanunlara tabi olmadan nasıl işlem yapılacağına dair çok ciddi sorunlar gündeme getirmektedir (Kayıran, 2016: 80).

Fona devredilen kurumların yapısının birbirinden farklı olması ayrı bir sorun yaratmaktadır. İçinde TJK, Süper Loto, Milli Piyango, profesyonel bankalar, BOTAŞ, PTT gibi uzmanlık alanı yönetim açısından çok farklı mezzetler gerektiren oluşumlar bulunmaktadır. Bunların hepsini tek bir çatı altında toplanıp nasıl yönetileceği soru işareti yaratmaktadır (Sputnik Türkiye, 2017). Bu şirketler Varlık Fonu'na geçtiği için, bu şirketlerde çalışanlar da artık Varlık Fonu'na ait şirketlerin çalışanı olduğu ifade edilebilir. Sadece Ziraat Bankası'nda çalışan sayısının 25 bin 697, TPAO'da çalışan sayısının 4 bin 780 olduğu düşünüldüğünde; bu süreçten çalışanların statüsünün nasıl etkileeneceği konusunda ise şu anda bir netlik bulunmamaktadır (Hürriyet, 2017a). Bu durum da ileride kamunun üzerindeki yükün artıp artmayacağı sorusunu akıllara getirmektedir. Özellikle düşük ücret, sosyal güvence kayıpları ve işsizlik gibi sorunların ortaya çıkma ihtimali ekonomi, mali ve sosyolojik anlamda başka sorunları gündeme getirebilir.

Bu fonun piyasalara müdahale amacıyla kullanılması durumunda oluşacak zararlarının hükümet tarafından karşılanması ihtimali ise TVF'nin başka bir eleştirel boyutudur. Fon kapsamındaki varlıklarının kısa vadeli müdahalelerde kullanılması halinde karşı karşıya kalınabilecek kayıpların görev zararı kabul edilmesi öngörülmektedir. Bununla beraber kurumların kamu bankaları gibi algılanamayacağı, karşılamaları gereken yükümlülükleri olmadığı müddetçe (sosyal güvenlik kurumları benzeri) kaynak aktarımına gerek olmadığı savı da kabul görebilmektedir (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 8).

TVF'ye yönelik en büyük eleştirilerden biri de denetime yöneliktir. TVF tamamen kamu varlıklarıyla kurulmuş olmasına ve 200 milyar lirayı bulacağı söylenen devasa bir kamu fonunu yönetecek olmasına rağmen, kamu kuruluşlarının faaliyetlerini bütçe ve yasalara uygunluk açısından TBMM adına denetleyen Sayıştay denetimine tabi değildir. Başbakanlığın gönderdiği rapor üzerinden Plan ve Bütçe Komisyonu bir denetim yapacaktır. Ama bu denetimin bir yaptırım gücü mevcut yasada yer almamaktadır. Ayrıca denetçiler tarafından yapılacak denetimlerin sadece mali denetim ile sınırlı kalıp kalmayacağı belirsizdir. Denetimin etkinlik denetimi ve uygunluk denetimlerini de içermesine yönelik yasada herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Diğer bir ifadeyle, milyonlarca lira değerindeki kamu



varlığını hangi alanlara harcandığı ve bunların neden o alanlara harcandığına yönelik bir denetim yapıp yapılmayacağı ya da yapılan yatırım kararlarının olumsuz sonuçlanması durumunda bunun mesuliyetinin ne olacağı konuları belirsizdir. Zaten, hem yöneticiler, hem de denetçiler Başbakan tarafından atandığı bir yapı, denetimin güvenilirliğini gölge düşürmektedir. Bunun yanında, üç kişilik bir heyetin bu kadar çok şirket ve fonun faaliyetlerini layıkıyla denetleyebilmesi mümkün görünmemektedir. TVF'nin yapabileceği işlemlerin mevcut yapıyı değiştirmeden de kotarılabilir olması karşısında kamu kaynaklarının Sayıştay ve bütçe denetimi dışına çıkartılması kuşku yaratmaktadır (Özkul, 2017).

Yine, Doç. Dr. Ümit Akçay, getirilen yeni uygulamalar ile vatandaşa hesap verilebilirliğin ortadan kaldırıldığını savunarak, "Örneğin şu anda hazineye bağlı bir kamu iktisadi teşekkülü düşünün. Botaş, yanlış yatırım kararı aldı. Biz vatandaşlar olarak bir kış doğalgazsız kaldık. Bunun hesabını hükümetten soracağız. Diyeceğiz ki, ben oy verdim ama hükümetin bu tür ekonomi politikalarını desteklemiyorum. Bir dahaki seçimde ona oy vermeyeceğim. Dolayısıyla cezalandırmış olacağım. Türkiye Varlık Fonundaya ve bu tüzel şirket anonim şirket ise biz bunun hesabını nasıl soracağız. Vatandaşın demokratik olarak oradaki yatırım kararlarına herhangi bir erişimi yok. Denetim konusunda bence önemli olan yan bu. Yoksa kağıt denetimi, evrak denetimi vs. bunlar yapılmazsa zaten teminat göstererek borçlanma da yapamaz uluslararası piyasada. Burada kast edilen kamu kaynaklarının yatırım kararlarının demokratik bir şekilde vatandaşlara hesap verebilir olması" dedi (Sputnik Türkiye, 2017).

TVF'nin dış politika aracı olarak da 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" ifadesiyle belirtilmektedir. Oysa, UVF'lerle ilgili tartışmalarda ve uluslararası kurumların belirledikleri ilkelerde, üzerinde durulan noktaların başında, UVF'lerin bu amaçla kullanılmaması konusudur. Santiago ilkelerinin 2. maddesinde "UVF'nin yatırımlarını, hükümetin herhangi bir jeopolitik hedefini doğrudan veya dolaylı şekilde gerçekleştirmek niyeti veya yükümlülüğü ile yapmadığını garanti etmesi gerektiği" şeklinde açıkça belirtilmektedir (IWG, 2008: 12). Bu durum, süreç içerisinde diğer UVF'lerde olduğu gibi TVF'nin de satın aldığı şirketler aracılığıyla yatırım yaptığı ülkenin piyasalarına veya para birimine yönelik spekülasyon saldırılarda bulunma endişesi doğurmaktadır. TVF'nin bu kurala aykırılık teşkil etmesi, özellikle uluslararası anlamda meşruiyetini sorgulanır duruma sokmaktadır. Ayrıca, dış yatırım imkanlarının da daraltıp daraltmayacağı sorusunu da akıllara getirmektedir.

Bu tür fon yönetimlerinde temel hareket noktası varlıkları risk ve getiri dengesini gözeterek kazanç amaçlı kullanmaktır. Bu işlemleri, bütçe kısıtlamaları ve parlamentonun sıkı denetimi altında yürütmek kolay değildir. Varlık fonu bu kısıtlamalardan kurtulma imkanı tanımaktadır (A Haber, 2017). Bu bağlamda kaynakların etkin kullanımını sağlayabilmektedir. Ayrıca TVF, otoyol ve köprü projeleri, hızlı tren ve demiryolları, savunma sanayi ve sağlık sektörü gibi stratejik alanlarda ve özellikle nükleer santraller olmak üzere enerjide dışa bağımlılığın kırılması noktasındaki projelerin finansmanında kaynak sağlayabilecektir. Bu sayede yerli üretim desteklenecek ve kaynak aktarımının dışarıya çıkması engellenerek elde edilecek gelir fazlalarının varlık fonuna aktarılmasıyla sürekli kaynak akışı mümkün hale gelecektir.

Analizlere göre; varlık fonları, özellikle kriz döneminde gerçekleşen ekonomik dalgalanmalara ve piyasa baskısına karşı uzun vadeli yatırımcı niteliğiyle direnç



gösterebilmektedir (Beşgül, 2015). Bu bağlamda, doğru yönetilen TVF'nin de bu fonksiyonu yerine getirebileceği iddia edilebilir.

Fonun büyük bir yatırımcı gibi hareket edebilmesi ve hisse arzı gibi yetkilere sahip olması, Türkiye Piyasalarının derinleşmesi ile gelişmesi açısından olumlu katkı sağlayabilir. Bununla yanında, piyasada ya da ekonomide sert dalgalanmaların olduğu dönemlerde özellikle yabancı yatırımcıların gerçekleştirebileceği fon çıkışlarının etkilerinin en aza indirilmesi ve spekülatif ataklara yönelik dengeleyici bir role sahip olabilecek olması bir diğer olumlu nokta olarak ifade edilebilir.

5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

UVF'ler, özellikle büyük projelere destek vererek ekonomide sürdürülebilir büyümenin sağlanması, istihdam artışı yaratılması ve ekonomik istikrarın korunup geliştirilmesinde önemli fonksiyonlar üstlenmektedir. 1950'li yıllardan beri faaliyette olan UVF'ler şüana kadar kriz yaratmamışlardır. Hatta, son küresel krizde olduğu gibi piyasada dengeyi korumak adına sisteme likidite sağlamaktadırlar. Bu gibi olumlu yanlarına rağmen, UVF'lerin ticari olmaktan çok politik amaçlarla kullanıldığı endişesi bertaraf edilememiştir. UVF'lerin Norveç ve Kanada örneğinde olduğu gibi bir kaç hariç, yeterince bilgi paylaşımında bulunmuyor olmaları bu endişeleri körükleyen unsurların başında gelmektedir.

Sürelili ya da süresiz ortaklıklar kurmak suretiyle hisse senetlerine, tahvillere, yatırım fonlarına, çeşitli yatırım projelerine kaynak tahsis ederek yatırım yapan UVF'ler; genel faaliyetlerinde ve yönetim süreçlerinde şeffaf olmamaları, yatırım kararlarında iktisadi sebeplerin yanında çoğunlukla siyasi etkilerin yüksek olması ve büyük ölçekteki varlığın az sayıda aktörün elinde toplanması (Kunzel vd., 2017:12), yükümlülüklerinin az olması, risk yönetim sistemlerinin yetersiz olması, tüm sermayenin sahibinin kamu sektörünün olması, bu fonların ve şirketlerin küresel ekonomideki etkilerinin denetimsiz olarak artmakta olmasının piyasalardaki serbest rekabet koşullarının işleyişine olumsuz etki ve müdahale niteliğinde olması yönlerinden eleştirilmektedir (Dedekoca, 2012: 75). Gomes (2008) ise UVF'lerin piyasalarda kaldıraçsız yatırımlar yaptığını ve volatilitiyi azaltacak roller üstlenebileceğini belirtir. Ayrıca, söz konusu fonların ve şirketlerin orijin ülke piyasalarına müdahale amacıyla kullanılması durumunda oluşacak kamusal zararların hükümetlerce karşılanması hususu da tartışmalı bir durum yaratmaktadır.

Yatırım veya sigorta fonları gibi fonların aksine, varlık fonları genellikle özel hissedarlara veya sigortalılara karşı ödeme yükümlülüğüne sahip değildir. Bu nedenle, faaliyetleri ve yatırım stratejileri daha az şeffaf olmasına yol açmaktadır. Şeffaflığını artırmak amacıyla, IMF çalışma grubu tarafından formüle edilen Santiago Prensipleri, fonların, büyük yatırım yapılmadan önce hedef ülkenin hükümetiyle istişarede bulunma ve faaliyetleri hakkında sürekli raporlar yayınlama yönünde tavsiye niteliği taşımaktadır. Bununla birlikte, Santiago İlkelerine uyma zorunlu değildir (Csoma, 2015: 274). UVF'lerin kurumsal yapısı, sahip oldukları fon miktarı, yöneldikleri yatırım alanları, şirket satın almaları, temel yatırım stratejileri gibi konulardaki şeffaflık düzeyi benzeri pek çok uluslararası finansal yapılara kıyasla zayıftır. Bu yüzden varlık fonların takip ve kontrolünde güçlükler bulunmaktadır. Piyasayı bozmaya yönelik bir amaç gütmeseler de yeterli şeffaflığın bulunmaması, piyasadaki diğer oyuncuların bu fonlarla rekabetini zora sokmaktadır (Aykın, 2011: 14).

TVF ise bu eleştirilerin yanı sıra, bütçe disiplini bozacağı, yolsuzluklara sebep olacağı ve hazine birliğine aykırılık teşkil edeceği gibi pek çok açıdan kaygı uyandırmaktadır.



Bununla beraber bazıları da, özellikle kamusal likit varlıkları, “mega proje” olarak adlandırılan Kamu-Özel İşbirliği yatırım projelerini düze çıkarmada can simidi olacağını iddia etmektedirler. Mega projelerin finansmanının kamu kesimi üzerindeki ağırlığını alması beklenen Varlık Fonu ile özellikle savunma sanayi ve yüksek teknoloji üretimi gibi sermaye yoğun ve stratejik sektörlerin finansmanın fon ile sağlanabileceği belirtilmektedir. Eğer bu yapılabilirse hem yeni istihdam alanları yaratılarak ekonomik büyümeye katkı sağlanacağı hem de Ar-Ge, ileri teknoloji gibi stratejik alanların gelişimi sayesinde dışa bağımlılık azaltılacağı öngörülmektedir. Bu bağlamda kısa vadeli şokların etkilerinin azaltılması, döviz kurları ve finansal piyasalardaki dalgalanmaların etkilerinin bertaraf edilmesi açısından da TVF'nin önemli rol oynayacağı düşünülmektedir.

Yukarıda bahsi geçen amaçlara ulaşması TVF'nin sahip olduğu bir takım niteliklerden dolayı zor görünmektedir. İlk olarak, TVF diğer fonların aksine tasarruf fazlası üzerine kurulmamıştır. Türkiye'nin tam tersine tasarruf açığı vardır. Varlık fonu kuran ülkelerin çoğu enerji ihracatçısı iken, Türkiye enerji ithalatçısıdır. Varlık fonu olan ülkelerin yüksek döviz rezervleri ve doğal kaynak ihracından dolayı yüklü döviz girişleri vardır. Türkiye'nin döviz rezervleri ise yeterli düzeyde olmadığı gibi kronik olarak cari açık vermektedir. Bu nedenle dünyada varlık fonu sahibi ülkeler, varlık fonunu ellerindeki fonları dışarıda yatırıma dönüştürmek için kurarken, TVF amacının da yatırım yapmak olduğu ifade edilse de esas olarak dışarıdan borç alabilme amacını taşıdığını söylemek yanlış olmayacaktır (Özkuş, 2017). Ayrıca, denetim yönünün zayıf bırakılması TVF'nin siyasi etkilere maruz kalma, amaç dışı kullanımlara açık ve kaynak etkinsiz yaratacak bir fona dönüşmesi ihtimali yaratmaktadır. O yüzden TVF'nin yolsuzluk, mali disiplinsizlik ve kaos mu çıkaracağı; yoksa büyüme ve istikrar mı sağlayacağı zamanla görülecektir.

UVF'ler sağlam bir zemin üzerine kurulup doğru yönetilirse ülkelerinin uzun vadeli refahını arttıran kazançlı organizasyonlar olma fırsatına sahipler. Büyüme ve kalkınma amaçlarını gerçekleştirmede sivil toplumun desteği ve gücünü arkalarına almaları önem taşımaktadır. Bununla birlikte, siyasi etkileri bertaraf edilip toplumsal refahı artırma amacına odaklandığı ve kurumlar arası koordinasyon sağlanabildiği takdirde başarı şansları artmaktadır. En iyi UVF'ler, sosyal açıdan önemli endüstrilerin büyümesi yoluyla olumlu gelişme sağlayabileceklerdir.

UVF'lerin yönetim organları arasında rol ve sorumlulukları bölüşümünde açık ve şeffaflığın sağlanması önemlidir. Bu durum, hesap verebilirlik sağlama ve yasal belirsizliği gidermede gerekli bir şarttır. Görevler ve sorumluluklar konusundaki boşluklar ve çakışmalar önlenmelidir. Aksi takdirde sorumluluklar belirsizleşir ve hesap verebilirliği zayıflatır. Diğer bir ifadeyle, hesap verilebilirlik ve hukuki işlem kesinliği açısından UVF bünyesindeki birimlerin, bakanlıklar... vb. sair kamu otoriteleri arasındaki rollerin ve sorumlulukların açık, net ve şeffaf bir işbölümü içinde gerçekleştirilmesi, idari boşluklardan ve çatışmalardan kaçınılması gerekmektedir. Varlık yönetimi son derece beceri yoğun bir iştir. O yüzden bir varlık fonunun başarıyla yönetilmesi için sağlam bir strateji gerekli olmakla birlikte, değişen piyasa koşullarıyla başa çıkabilmek için stratejinin uygulanmasında da esneklik olmalıdır (Al-Hassan vd., 2013: 14). Fleischer (2008), ise UVF'lerle konusunda farklı bir öneri sunmaktadır. Fonun en iyi uygulamalara uyumuna veya şeffaflık ve hesap verebilirliği sağlamasına bağlı olarak ek vergi ile egemen varlığa bir tüketim vergisi koymasını önermektedir.

TVF için ise bu önermelerin yanı sıra ilave edilebilecek başka tavsiyeler şöyle ifade edilebilir (Gürcan, 2017):



- ❖ Popülizmden uzak bir bakış açısıyla,
- ❖ Stratejik yatırım tercihleriyle,
- ❖ Doğru hesaplanmış bir risk – getiri yaklaşımıyla,
- ❖ Konunun uzmanı yetkin kişilerle,
- ❖ Devletin ve milletin çıkarını her zaman en önde tutarak,
- ❖ Şeffaflıktan ve hesap verilebilirlikten kaçınmayarak

yönetilirse TVF Türkiye ekonomisine önemli katkılar sunabilir. Dolayısıyla, önemli olan fona ilişkin yapının sağlıklı ve güven bir şekilde hayata geçirilmesi olup; zaman içinde yeni fon kaynakları bulunarak fon ölçeğinin genişletilmesi mümkündür. TVF'nin şu ana kadar gördüğümüz ve açıklanan temel kaynakları iç kaynaklardan ve normalde Hazine'nin tasarrufundaki kaynaklardan oluşmaktadır. O yüzden, kontrolsüz, hesapsız ve popülist yaklaşımlar; Türkiye Ekonomisi'nin en güçlü taraflarından biri olan bütçe disiplini ile dış borçluluk göstergelerinin bozulmasına yol açarak ülke ekonomisine duyulan güvenin ve ekonominin dirençli yapısının sarsılmasına neden olabilir. Geçmiş tecrübeler, diğer ülke deneyimleri ve ülkenin içinde bulunduğu sosyal, siyasi, mali ve ekonomik koşullar dikkate alınarak fonun yönetimi sağlanmalıdır.



KAYNAKÇA

- A Haber, 2017, 6 Şubat, *Türkiye Varlık Fonu nedir? Yönetim Kurulu'nda kimler var?* <http://www.ahaber.com.tr/ekonomi/2017/02/06/turkiye-varlik-fonu-nedir-yonetim-kurulunda-kimler-var> (Erişim Tarihi: 17 Şubat 2017)
- AIZENMAN, J. ve GLICK, R., 2007, Sovereign wealth funds: Stumbling blocks or stepping stones to financial globalization? *FRBSF Economic Letter*, No:2007-38 (December),
- ALHASEL, B., 2015, Sovereign Wealth Funds: A Literature Review, *Journal of Economics and Business*, Cilt: 78: 1-13.
- AL-HASSAN, A., PAPAIOANNOU, M., SKANCKE, M. and SUNG, C. C., Novemner 2013 Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, *IMF Working Paper*, WP/13/ 231.
- AYKIN, H., Ağustos 2011, Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?, *SDE-Stratejik Düşünce Enstitüsü Analiz*.
- BECK, R. ve FIDORA, M., July 2008, The Impact of Sovereign Wealth Funds On Global Financial Markets, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No:91.
- BEŞGÜL, B., 2016, 6 Ağustos, Türkiye'de Ulusal Varlık Fonu: Bilinenler ve Bilinmeyenler, ASEM: <http://asem.org.tr/tr/publication/details/7112/T%C3%BCrkiye%E2%80%99de-Ulusal-Varl%C4%B1k-Fonu-Bilinenler-ve-Bilinmeyenler> (Erişim Tarihi: 7 Nisan 2017)
- BUTT, S., SHIVDASANI, A., STENDEVAD, C. ve WYMAN, A., 2008, Sovereign Wealth Funds: A Growing Global Force In Corporate Finance, *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(1), 73–83
- CLARK, P. B. ve MONK, A. H. B., 2015, September 30, Sovereign Development Funds: Designing High-Performance, Strategic Investment Institutions, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2667974> (Erişim Tarihi: 12 Mart 2017).
- CSOMA, R., 2015, Appreciation of the Role of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy, *Public Finance Quarterly*, 2: 270-287
- Cumhuriyet, 2017, 6 Şubat, CHP'li Faik Öztrak'tan 'Varlık Fonu' tepkisi: Osmanlı'yı çökerten zihniyet <http://www.cumhuriyet.com.tr/haber/siyaset/671512/CHP-li-Faik-Oztrak-tan-Varlik-Fonu-tepkisi-Osmanli-yi-cokerten-zihniyet-buydu.html> (Erişim tarihi: 12 Şubat 2017)
- DEDEKOCA, E., 2012, Devlet Yoluyla Kapitalizm, *21. Yüzyılda Sosyal Bilimler Dergisi*, 1, Eylül-Ekim-Kasım: 73-89.
- DEDEOĞLU, E., Eylül 2016, “Kamu Mali Yönetiminde Neler Oluyor? Varlık Fonu ve Tamamlayıcı Ödenek”, *Tepav Değerlendirme Notu*, No: 201629.
- DoT, 2007, Sovereign Wealth Funds, *Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies*, Washington, D.C.: U.S. Department of The Treasury.
- ECB, 2008, The Impact of Sovereign Wealth Funds On Global Financial Markets, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No:91.



- EĞİLMEZ, M., 2016, 25 Ağustos, Varlık Fonu, *Kendime Yazılar*, <http://www.mahfiyegilmez.com/2016/08/varlik-fonu.html> (Erişim Tarihi: 1 Nisan 2017).
- Finans Teknik, 2017, 22 Nisan, Varlık Fonu, <http://www.finansteknik.com/> (Erişim Tarihi: 30 Nisan 2017).
- FIEISCHER, V., 2008, Should We Tax Sovereign Wealth Funds. *Yale Law Journal Pocket Part*, 118, 93–97.
- GOFF, J., 2007, Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization, *Federal Reserve Bank of San Francisco Letter*, <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2007/december/sovereign-wealth-funds-financial-globalization/> (Erişim Tarihi: 17 Nisan 2017).
- GOMES, T., September 2008, The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability, *Bank of Canada Discussion Papers* No: 2008: 14.
- GÜRCAN, E., 2017, 8 Şubat, Soru, Cevap ve Rakamlarla Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Varlık Fonu, *Bilge Yatırımcı*, <https://www.bilgeyatirimci.com/2017/02/08/erol-gurcan-soru-cevap-ve-rakamlarla-ulusal-varlik-fonlari-ve-turkiye-varlik-fonu/> (Erişim Tarihi: 11 Mart 2017)
- HACIHASANOĞLU, E. ve SOYTAŞ, U., 2010, Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü, *MARC Working Paper Series*, W.P. No.2010.02.
- HELLEINER, E. ve LUNDBLAD, T., 2008, States, Markets ve Sovereign Wealth Funds, *German Policy Studies*, 4 (3): 59-82.
- Hürriyet, 2017a, 6 Şubat, *10 Soruda Varlık Fonu*, <http://www.hurriyet.com.tr/10-soruda-varlik-fonu-40357682> (Erişim Tarihi: 7 Nisan 2017).
- Hürriyet, 2017b, 10 Şubat, S&P'den 'Varlık Fonu' açıklaması, <http://www.hurriyet.com.tr/s-pden-varlik-fonu-aciklamasi-40361826> (Erişim Tarihi: 11 Mart 2017)
- IMF, 2008, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> (Erişim Tarihi: 1 Mart 2017).
- IMF, 2013, Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, *IMF Working Paper*, WP/13/ 231.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, October 2008, Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices: Santiago Principles, http://www.ecgi.org/codes/documents/iwg_santiago_principles_oct2008_en.pdf (Erişim Tarihi: 20 Mart 2017)
- INTERNATIONAL FORUM OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS –IFSWF, 2014, Santiago Principles: 15 Case Studies, How IFSWF Members Implement the Santiago Principles, *International Forum of Sovereign Wealth Funds Publication* is published at the IFSWF's 6th Annual Meeting in Doha, <http://www.ifswf.org/sites/default/files/Publications/SantiagoP15CaseStudies1.pdf> (Erişim Tarihi: 11 Nisan 2017).



- KARAGÖL E. T. ve KOÇ, Y. E., 2016, Dünyada Ve Türkiye’de Varlık Fonu, *SETA Yayınları: Analiz*, Sayı: 169.
- KAYIRAN, M., 2016, Türkiye Varlık Fonu’nun Kuruluş Amaçları Ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme, *Eğitim Bilim Toplum Dergisi / Education Science Society Journal*, 14 (56)Güz / Autumn: 55-90.
- KUNZEL, P., LU, Y., PETROVA, I., PIHLMAN, J., 2011, Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds - A Shifting Paradigm, *IMF Working Paper*, WP/11/19, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1119.pdf> (Erişim: 8 Nisan 2017).
- Olağanüstü Hal Kapsamında Bazı Düzenlemeler Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, Karar Sayısı: KHK/684, Tarih: 23 Ocak 2017, <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/01/20170123-3.htm> (Erişim Tarihi: 2 Mayıs 2017).
- ÖZKUL, İ., 2017, 10 Şubat, 11 Soruda Tüm Yönleriyle Türkiye Varlık Fonu, *Dünya Gazetesi*, <http://www.dunya.com/ekonomi/11-soruda-tum-yonleriyle-turkiye-varlik-fonu-haberi-349431> (Erişim Tarihi: 6 Nisan 2017)
- ROSE, P., 2015, Sovereign Funds and Domestic Political Legitimacy, Public Law and Legal Theory, *The Ohio State University Moritz College of Law Working Paper Series* No. 312.
- SANTISO, J., October 2008, Sovereign Wealth Funds: Key Financial Actors of The Changing Wealth of Nations, *OECD Emerging Markets Network Paper*, <http://www.oecd.org/dev/41944381.pdf> (Erişim Tarihi: 11 Mart 2017)
- SARISU, A., 2016a, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. Kurulmasına Dair Kanunun Değerlendirilmesi- II, *Yaklaşım*, 25 (286) Ekim: 225-232.
- SARISU, A., 2016b, Dünyada Ulusal Varlık fonu Yönetim Şirketleri, *Yaklaşım*, 24 (287) Kasım: 231-238.
- SARISU, A., 2016c, Ulusal Varlık Fonlarının Yönetim ve Teşkilat Yapısı, *Yaklaşım*, 24 (288) Aralık: 228-235.
- SARISU, A., 2017, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. (TVFY)’nin Önemi ve Değerlendirilmesi, *Yaklaşım*, 25 (289) Ocak: 230-239.
- Sovereign Wealth Fund Institute-SWFI, 2017, *What is a SWF?*, <http://www.swfinstitute.org/%20sovereign-wealth-fund/> (Erişim Tarihi: 21 Mart 2017)
- Sovereign Wealth Fund Institute-SWFI, 2017, *Sovereign Wealth Funds Rankings*, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (Erişim Tarihi: 3 Mayıs 2017)
- SÖNMEZ, M., 2017, 9 Şubat, Varlık Fonu Şirket Kurtarma Fonu, *AlMonitor: Türkiye’nin Nabzı*, <http://www.al-monitor.com/pulse/tr/originals/2017/02/turkey-wealth-fund-company-rescue-fund.html> (Erişim Tarihi: 11 Mart 2017).
- Sputnik Türkiye, 2017, 7 Şubat, Türkiye'deki 'Varlık Fonu dünyadaki örneklerden farklı, *Ceyda Karan ile Eksen*, https://tr.sputniknews.com/ceyda_karan_eksen/201702071027121830-turkiyedeki-varlik-fonu-dunyadaki-orneklerden-farkli/ (Erişim Tarihi: 7 Nisan 2017).



SURENDRANATH R. J., PERRY, M. J. ve HEMPHILL, T.A. 2010, The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Financial Intermediation, *Thunderbird International Business Review*, 52 (6) November/December, 589-604, .

ŞEN, G. 2016, 28 Temmuz, Türkiye ve Yeni Başlayan Varlık Yönetim Fonu Hikayesi, *Business HT*, <http://www.businessht.com.tr/yorum/haber/1273315-turkiye-ve-yeni-baslayan-varlik-yonetim-fonu-hikayesi> (Erişim Tarihi: 5 Nisan 2017).

T.C. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü 31853594-101-1310-3105 sayılı Kanun Tasarısı, <http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0405.pdf> (Erişim Tarihi: 21 Nisan 2017)

TRUMAN, E.M., April 2008, A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices, *Peterson Institute for International Economics, Policy Brief*, No: PB08.

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, Kabul No: 6741, Kabul Tarihi: 19 Ağustos 2016, Sayı: 29813.

Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.Ş., <http://www.turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda> (Erişim Tarihi: 21 Nisan 2017).

YALÇINER, K. ve SÜREKLİ, A. M. 2015, “Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği”, *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 17 (3): 1-29.



JOURNAL OF AWARENESS