



ANKARA  
HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ  
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

DÜNYADA VARLIK FONU UYGULAMALARININ İNCELENMESİ VE  
TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN KURULUŞ AMACININ  
BU UYGULAMALAR ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ

Salih ÇAP

Tez Danışmanı  
Dr. Öğr. Üyesi Haydar Lütfü EJDER

YÜKSEK LİSANS TEZİ  
MALİYE ANABİLİM DALI  
MALİYE BİLİM DALI

EKİM 2019



**DÜNYADA VARLIK FONU UYGULAMALARININ İNCELENMESİ VE  
TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN KURULUŞ AMACININ BU  
UYGULAMALAR ÇERÇEVESİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ**

**Salih ÇAP**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
MALİYE ANABİLİM DALI  
MALİYE BİLİM DALI**

**ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ  
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

**EKİM 2019**

Salih ÇAP tarafından hazırlanan “Dünyada varlık fonu uygulamalarının incelenmesi ve Türkiye Varlık Fonu’nun kuruluş amacının bu uygulamalar çerçevesinde değerlendirilmesi” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ / ~~OY ÇOKLUĞU~~ ile Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Maliye Anabilim Dalında Maliye Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

**Danışman:** Dr. Öğr. Üyesi Haydar Lütfü EJDER

Maliye Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~ .....



**Başkan :** Prof. Dr. Duran BÜLBÜL

Maliye Anabilim Dalı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~ .....



**Üye :** Doç. Dr. Serkan ERKAM

Maliye Anabilim Dalı, Hacettepe Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~ .....



Tez Savunma Tarihi: 03 /10/2019

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

.....  
Prof. Dr. Figen ZAİF

Enstitü Müdürü

## ETİK BEYAN

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Salih ÇAP

03/10/2019

DÜNYADA VARLIK FONU UYGULAMALARININ İNCELENMESİ VE TÜRKİYE VARLIK  
FONU'NUN KURULUŞ AMACININ BU UYGULAMALAR ÇERÇEVESİNDE  
DEĞERLENDİRİLMESİ  
(Yüksek Lisans Tezi)

Salih ÇAP

ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ  
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

Ekim 2019

**ÖZET**

Ulusal varlık fonlarının temeli dünya ekonomisinde ve finansal sistemde 1950'lerden itibaren atılmaya başlamıştır. 1970'li yıllardan sonra petrol ihraç eden ülkelerin gerçekleşen petrol krizi sebebiyle bu gelirlerini farklı alanlarda değerlendirerek risk düzeyini azaltmak istemelerine bağlı olarak artış göstermiştir. 2007 yılı sonrasında ise ABD kaynaklı küresel kriz sürecinde bu fonların kriz döneminde finansal sistemde var olmalarının etkileri ve öneminin daha iyi anlaşılması, ulusal varlık fonu sayısının hızla artmasına neden olmuştur. Başlangıçta genel olarak petrol ve doğal gaz gibi kıt olan ve yenilenemeyen maden gelirlerinin gelecek kuşaklara aktarılması amacıyla kurulan varlık fonları zamanla ulusal kalkınmanın desteklenmesi ve ekonomik büyümenin sağlanması gibi çeşitli amaçlara yönelik olarak kurulmaya başlamış ve günümüzde 8 milyar dolara yakın bir varlık büyüklüğüne ulaşmıştır. 2016 yılında kurulan Türkiye Varlık Fonu ile Türkiye ekonomisi de varlık fonuna sahip olan ülkeler arasında yerini almıştır. Çalışmada Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluş amacının dünyada diğer varlık fonu uygulamaları çerçevesinde değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Çalışma altı bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde çalışma ile ilgili genel bilgilere değinilmiştir. İkinci bölümde ulusal varlık fonlarının tanımı, özellikleri, amaçları ve gelişim süreci gibi genel bilgilere yer verilmiştir. Üçüncü bölümde bazı varlık fonu uygulamalarına değinilmiştir. Dördüncü bölümde, ayrıntılı bir şekilde Türkiye Varlık Fonu'na ilişkin bilgilere ve kuruluş amaçlarına yer verilmiştir. Çalışmanın beşinci bölümünde TVF'nin ulusal varlık fonları arasındaki konumu ile kamu maliyesi ve ekonomiye olası etkilerinden bahsedilmiştir. Çalışmanın son bölümünde ise ulaşılan sonuçlarla birlikte politika önerileri sunulmuştur.

Bilim Kodu : 1120  
Anahtar Kelimeler : Bağımsız Varlık Fonu/Egemen Varlık Fonu/Ulusal Varlık Fonu, Ulusal Refah Fonu, Türkiye Varlık Fonu, Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü, Refah Fonu, Santiago İlkeleri, Varlık Fonu, Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi  
Sayfa Adedi : 119  
Tez Danışmanı : Dr. Öğr. Üyesi Haydar Lütfü EJDER

INVESTIGATION OF ASSET FUND APPLICATIONS IN THE WORLD AND THE  
PURPOSE OF FOUNDATION OF TURKEY WEALTH FUND EVALUATED IN THIS  
APPLICATIONS FRAMEWORK.

(M.Sc. Thesis)

Salih ÇAP

ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY  
GRADUATE SCHOOL FOR ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY

October 2019

**ABSTRACT**

The foundation of sovereign wealth funds started to emerge from 1950s in the world economy and financial system. After 1970s, petroleum exporting countries increased due to the oil crisis that they wanted to reduce their risk level by evaluating their income in different areas. In the aftermath of the US crisis in 2007, a better understanding of the effects and the implications of the existence of these funds in the financial system during the crisis caused the rapid increase in the number of national asset funds. In the beginning, asset funds, which were established in order to transfer scarce and non-renewable mineral incomes such as oil and natural gas to future generations, have started to be established for various purposes such as supporting national development and providing economic growth over time. In the present day, they have reached about asset size of 8 billion dollars. Turkey has also taken its place among countries which have the Wealth fund by means of Turkey Wealth Fund which was founded in 2016. In this study, aimed investigation of purpose of foundation of Turkiye Wealth Fund among the other sovereign wealth fund applications framework in the world. The study consists of six parts. In the first part, general information about the study is mentioned. In the second part, general information such as definition, characteristics, purposes, development process of sovereign wealth funds are given. In the third part, some wealth fund applications in the world are mentioned. In the fourth part, detailed information and evaluations about Turkey Wealth Fund and purpose of foundation are explained. In the fifth part of the study, the status of Turkey Wealth Fund in the sovereign wealth funds and its possible effects on public finance and economy are mentioned. In the final part of study, policy recommendations with the conclusions reached are presented.

Science Code : 1120  
Key Words : Sovereign Wealth Fund, The National Welfare Fund, Turkey Wealth Fund  
Sovereign Wealth Fund Institute, Welfare Fund, Santiago Principles,  
Wealth Fund, Linaburg-Maudell Transparency Index  
Page Number : 119  
Supervisor : Dr. Lecturer Haydar Lütü EJDİR

## TEŞEKKÜR

“Dünyada Varlık Fonu Uygulamalarının İncelenmesi ve Türkiye Varlık Fonu’nun kuruluş Amacının Bu Uygulamalar Çerçevesinde Değerlendirilmesi” başlıklı bu çalışmada, ulusal varlık fonlarının genel özellikleri göz önünde bulundurularak Türkiye Varlık Fonu’nun mevcut varlık fonu uygulamaları arasındaki konumu ile kuruluş amaçlarının bu çerçevede değerlendirilmesi ve niteliğinin ortaya konulması amaçlanmakta, ayrıca eksik yönleri belirlenerek bu eksikliklerin giderilmesi ve amaçlarına ulaşılmasını kolaylaştıracak çözüm ve politika önerileri sunulması amaçlanmıştır.

Bu çalışma sürecinde, ulusal varlık fonlarına ilişkin uluslararası kuruluşların veri ve bilgi paylaşımı için kurumsal nitelik araması ulaşılmak istenilen bilgi ve verileri elde etmeyi zorlaştırmış, bu nedenle doğrudan iletişim yoluyla verilere ulaşılmaya çalışılmıştır. Ayrıca, Türkiye Varlık Fonu kuruluş aşamasını tamamlamış olmasına rağmen faaliyete geç(e)memesi ve faaliyet raporunu yayımlamaması nedeniyle değerlendirmeler mevcut düzenlemeler çerçevesinde yapılmıştır. Bununla birlikte hazırlanması gereken stratejik planın yayımlanmaması nedeniyle de hedef ve politikalar kuruluş mevzuatındaki amaçlar çerçevesinde değerlendirilmiştir. Öte yandan 703 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile getirilen değişiklikle Başbakanlık kurumunun kaldırılması nedeniyle Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi’nin Kurulmasına ilişkin 6741 sayılı Kanun’da “Başbakan” ve “Bakanlar Kurulu” ile ilgili bölümler “Cumhurbaşkanı” olarak değiştirilmiştir.

Son olarak gerek tez çalışma konusunun belirlenmesinde gerekse çalışma sürecinde yol gösterici olan ve benden yardımlarını esirgemeyen Tez Danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Haydar Lütfü EJDİR’e ve bu çalışma sürecinde bana gerekli çalışma ortamını sağlayan muhterem aileme teşekkürlerimi sunarım.



# İÇİNDEKİLER

	<b>Sayfa</b>
ÖZET .....	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR.....	vi
İÇİNDEKİLER .....	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLERİN LİSTESİ .....	xii
KISALTMALAR.....	xiii
1. GİRİŞ .....	1
2. ULUSAL VARLIK FONLARI.....	3
2.1. Ulusal Varlık Fonu Kavramı .....	3
2.1.1. Varlık Fonu Tanımı .....	3
2.1.2. Varlık Fonlarının Özellikleri .....	4
2.1.3. Varlık Fonlarının Amaçları .....	6
2.1.4. Varlık Fonlarının Kaynakları ve Türleri .....	7
2.2. Ulusal Varlık Fonlarının Tarihi, Gelişimi ve Mevcut Durumu.....	10
2.3. Ulusal Varlık Fonlarının Denetimi ve Yönetimi .....	17
2.4. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Finans Sistemindeki Yeri ve Etkileri.....	20
2.5. Ulusal Varlık Fonlarına Yönelik Düzenleme Çalışmaları .....	23
2.5.1. Ulusal Varlık Fonlarına Karşı Politika ve Uygulamalar .....	24
2.5.1.1. AB ve üye ülkeler tarafından yapılan düzenlemeler .....	24
2.5.1.1.1. Almanya .....	28
2.5.1.1.2. İngiltere .....	30
2.5.1.1.3. Fransa .....	30
2.5.1.1.4. Hollanda .....	31

	<b>Sayfa</b>
2.5.1.2. ABD tarafından yapılan çalışmalar ve ABD, Singapur, Abu Dabi ortak açıklaması .....	32
2.5.1.3. Rusya.....	34
2.5.1.4. Kanada.....	34
2.5.1.5. Japonya.....	35
2.5.1.6. Çin .....	35
2.5.1.7. Hindistan .....	36
2.5.2. OECD ve IMF Tarafından Yapılan Çalışmalar.....	37
2.5.2.1. OECD öncülüğünde yapılan çalışmalar .....	38
2.5.2.2. IMF öncülüğünde yapılan çalışmalar .....	38
2.5.3. Santiago Prensipleri.....	39
2.5.4. Linaburg - Maduell Şeffaflık Endeksi (Linaburg-Maudell Transparency Index-LMTI).....	44
3. DÜNYADA VARLIK FONU UYGULAMALARI .....	47
3.1. Ulusal Varlık Fonlarının Bölgesel Özellikleri .....	47
3.1.1. ABD Merkezli Fonlar.....	47
3.1.2. Latin Amerika Merkezli Fonlar.....	48
3.1.3. Afrika (Sahra Altı) Merkezli Fonlar.....	49
3.1.4. Kuzey Afrika Merkezli Fonlar .....	49
3.1.5. Asya (Pasifik) Merkezli Fonlar .....	50
3.1.6. Asya (Orta Asya) Merkezli Fonlar .....	50
3.1.7. MENA Merkezli Fonlar .....	51
3.1.7.1. Körfez Arap Ülkeleri İş Birliği Konseyi (KİK) merkezli fonlar.	51
3.1.7.2. Orta Doğu (Filistin-Irak-İran) merkezli fonlar.....	52
3.1.7.3. Avrupa Merkezli Fonlar .....	53
3.2. Dünyada Ulusal Varlık Fonu Uygulama Örnekleri.....	53

	<b>Sayfa</b>
3.2.1. Norveç Devlet Emeklilik Fonu Global (Government Pension Fund Global).....	53
3.2.2. Çin Yatırım Şirketi (China Investment Corporation-CIC).....	56
3.2.3. Abu Dabi Yatırım Otoritesi (Abu Dabi Investment Authority) .....	59
3.2.4. Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority-KIA).....	61
3.2.5. Hong Kong Parasal Otorite Yatırım Portföyü (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio) .....	61
3.2.6. Singapur Yatırım Şirketi Yönetimi (Government of Singapore Investment Corporation- GIC) .....	62
3.2.7. Katar Yatırım Otoritesi (Qatar Investment Authority- QIA) .....	63
3.2.8. Rusya Ulusal Refah Fonu (Russian National Welfare Fund- RNWF).....	64
3.2.9. Rusya Doğrudan Yatırım Fonu (Russian Direct Investment Fund-RDIF) .....	64
3.2.10. Singapur Temasek Holding (Singapore Temasek Holdings- STH) .....	65
4. TÜRKİYE VARLIK FONU .....	67
4.1. Türkiye’de Varlık Fonu Kuruluşunu Getiren Süreç.....	67
4.2. Türkiye Varlık Fonu’nun Kurulması.....	70
4.2.1. Türkiye Varlık Fonu’nun Statüsü ve Faaliyet Alanı .....	71
4.2.2. Türkiye Varlık Fonu’nun Yönetim ve Denetim Yapısı .....	72
4.2.3. Türkiye Varlık Fonu’nun Kaynakları ve İşleyişi .....	75
4.2.4. Türkiye Varlık Fonu’na Tanınan Muafiyet ve İstisnalar .....	79
4.3. Türkiye Varlık Fonu’nun Kuruluş Amaçları.....	82
5. TÜRKİYE VARLIK FONU’NUN KAMU MALİYESİ AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ.....	89
5.1. Türkiye Varlık Fonu’nun Ulusal Varlık Fonları Arasındaki Konumu.....	89
5.2. Türkiye Varlık Fonu’nun Kamu Maliyesi Açısından Değerlendirilmesi ve Ekonomiye Etkileri.....	92
6. SONUÇ VE ÖNERİLER .....	105
KAYNAKLAR .....	113

ÖZGEÇMİŞ ..... 119



## ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 2.1. 2007-2008 yıllarında ulusal varlık fonları tarafından yapılan önemli yatırımlar.....	12
Çizelge 2.2. Sahip olunan varlığın değerine göre ulusal varlık fonları sıralaması .....	14
Çizelge 2.3. Varlık fonlarının bölgelere göre dağılımı .....	16
Çizelge 2.4. Linaburg-Maduell Şeffaflık ilkeleri ve puan tablosu.....	45
Çizelge 2.5. Ulusal varlık fonlarının Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'ne göre oranları .....	46
Çizelge 3.1. Varlık sınıfına göre portföylerin dağılımı.....	60
Çizelge 4.1. Türkiye varlık fonu portföyünde bulunan varlıklar .....	79

## ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 2.1. Ulusal varlık fonlarının artış trendi (2007-2019).....	13
Şekil 2.2. Ulusal varlık fonlarına ilişkin örnek yönetim ve denetim yapısı.....	19
Şekil 3.1. Küresel portföydeki kamu sermayesinin sektörler itibariyle dağılımı .....	59



## KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar açıklamalarıyla birlikte aşağıda sunulmuştur.

### Kısaltmalar Açıklamalar

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>ADIA</b>	Abu Dabi Yatırım Otoritesi
<b>ADIC</b>	Abu Dabi Yatırım Konseyi
<b>ADNOC</b>	Abu Dhabi National Oil Company
<b>AFF</b>	Avustralya gelecek Fonu
<b>BAE</b>	Birleşik Arap Emirlikleri
<b>BOTAŞ</b>	Boru Hatları ile Petrol Taşıma Anonim Şirketi
<b>CEO</b>	Yönetim Kurulu Başkanı
<b>CFIUS</b>	Yabancı Yatırımlar Komitesi
<b>CIC</b>	Çin Yatırım şirketi
<b>DIPP</b>	Endüstriyel Politika ve Tanıtım Dairesi
<b>DYY</b>	Doğrudan Yabancı Yatırım
<b>EC</b>	Avrupa Komisyonu
<b>EFTA</b>	Avrupa Serbest Ticaret Birliği
<b>FEMA</b>	Döviz Yönetimi Yasası
<b>FGF</b>	Gelecek Nesiller Fonu
<b>FINPRO</b>	Endüstriyel Sanayi Devrimi Fonu
<b>FINSA</b>	Yabancı Yatırım ve Ulusal Güvenlik Yasası
<b>FIPB</b>	Yabancı Yatırım Teşvik Kurulu
<b>FONSIS</b>	Bağımsız Stratejik Yatırım Fonu
<b>GAO</b>	Hükümet Sorumluluk Ofisi
<b>GAPP</b>	Genel Kabul Görmüş Prensip ve Uygulamalar
<b>GFTPO</b>	Almanya Dış Ticaret ve Ödemeler Yönetmeliği
<b>GIC</b>	Singapur Yatırım Şirketi
<b>GİB</b>	Gelir İdaresi Başkanlığı
<b>GPF</b>	Devlet Emeklilik Fonu
<b>GPFG</b>	Devlet Emeklilik Fonu Global

## **Kısaltmalar Açıklamalar**

<b>GRF</b>	Genel Rezerv Fonu
<b>HKMA</b>	Hong Kong Para Otoritesi
<b>IFSWF</b>	Uluslararası Egemen Servet Fonları Forumu
<b>IMF</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>IMFC</b>	Uluslararası Para ve Finans Komitesi
<b>ISIF</b>	İrlanda Stratejik Yatırım Fonu
<b>IWG</b>	Uluslararası Çalışma Grubu
<b>IWG-SWF</b>	Ulusal Varlık Fonları Uluslararası Çalışma Grubu
<b>KHK</b>	Kanun Hükmünde Kararname
<b>KIA</b>	Kuveyt Yatırım Otoritesi
<b>KIC</b>	Kuveyt Yatırım Şirketi
<b>KİK</b>	Körfez Arap Ülkeleri İş Birliği Konseyi
<b>LIA</b>	Libya Yatırım Otoritesi
<b>LMTI</b>	Linaburg - Maduell Şeffaflık Endeksi
<b>MENA</b>	Orta Doğu ve Kuzey Afrika
<b>NBIM</b>	Norges Bank Investment Management
<b>NDFI</b>	İran Ulusal Kalkınma Fonu
<b>NDRC</b>	Ulusal Kalkınma ve Reform Komisyonu
<b>NFHR</b>	Hidrokarbon Rezervleri Ulusal Fonu
<b>NPRF</b>	Ulusal Emeklilik Rezerv Fonu
<b>NSSF</b>	Ulusal Sosyal Güvenlik Fonu
<b>OECD</b>	Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü
<b>OIF</b>	Umman Yatırım Fonu
<b>PIF</b>	Devlet Yatırım Fonu
<b>PTT</b>	Posta ve Telgraf Teşkilatı Anonim Şirketi
<b>PUF</b>	Kalıcı Üniversite Fonu
<b>QIA</b>	Katar Yatırım Otoritesi
<b>RDIF</b>	Rusya Doğrudan Yatırım Fonu
<b>RERF</b>	Gelir Eşitleme Rezerv Fonu
<b>RNWF</b>	Rusya Ulusal Refah Fonu
<b>SAFE</b>	Çin Ulusal Döviz İdaresi



## **Kısaltmalar Açıklamalar**

<b>SAMA</b>	Suudi Arabistan Para Otoritesi
<b>SCIC</b>	Devlet Sermaye Yatırım Şirketi
<b>SGRF</b>	Devlet Genel Rezerv Fonu
<b>SIA</b>	Sovereign Investment Authority
<b>SIC</b>	State Investment Council
<b>SIL</b>	Sovereign Investment Lab
<b>SITFO</b>	Okul ve Kurumsal Güvenlik Fonları Ofisi
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SWC</b>	Sovereign Wealth Center
<b>SWF</b>	Ulusal Varlık Fonu
<b>SWFI</b>	Ulusal Varlık Fonları Enstitüsü
<b>TBMM</b>	Türkiye Büyük Millet Meclisi
<b>TCDD</b>	Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demir Yolları
<b>THY</b>	Türk Hava Yolları
<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>TPAO</b>	Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı
<b>TWF</b>	Turkey Wealth Fund
<b>U.S.</b>	Birleşik Devletler
<b>UBS</b>	Union Bank of Switzerland
<b>UKF</b>	Ulusal Kalkınma Fonu
<b>UNCTAD</b>	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Geliştirme Konferansı
<b>UTIMCO</b>	University of Texas Investment Management Company
<b>UVF</b>	Ulusal varlık Fonu
<b>VEB</b>	Vnesheconombank

## 1. GİRİŞ

Varlık fonları dünya genelinde birçok ülkede uzun süredir var olmasına karşılık Türkiye ekonomisinde yer alması 2016 yılı ağustos ayı itibariyle gerçekleşmiştir. Uluslararası finans sisteminde özellikle 2008 küresel krizinin ardından payının gittikçe artması nedeniyle son on beş yıllık dönemde çokça tartışılan ve bu alandaki düzenlemelerin yoğunlaştığı bir husus olan ulusal varlık fonları Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluşunun ardından gündemde yerini artırmıştır.

Varlık fonu kavramı, İngilizce "Sovereign Wealth Fund" kavramından gelmekte olup Egemen Servet Fonu, Bağımsız Refah Fonu, Ulusal Varlık Fonu, Ulusal Refah Fonu, Refah Fonu gibi kavramlarla da ifade edilmekte ve hepsi aynı anlamda kullanılabilir. Ancak bu kavramla ifade edilmek istenen fon uygulamaları çerçevesinde bakıldığında saf anlamıyla "bir servet veya varlığın refah artışını sağlaması için bir araya getirilmesi suretiyle fon oluşturulması" olarak değerlendirilebilir. Bu çalışmada "Türkiye Varlık Fonu" kurulması sebebiyle Varlık Fonu ve Ulusal Varlık Fonu kavramları kullanılacaktır.

Bu çalışmanın genel amacı, Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluş amaçlarını dünyadaki diğer uygulamalar çerçevesinde değerlendirmek, olumlu ve olumsuz yanlarını saptayarak katkı sunmaktır. Ayrıca dünyada varlık fonu uygulamalarının genel hatlarıyla incelenmesi suretiyle bu fonlarının amaçları, türleri, kuruluş nedenleri, yatırım stratejileri ve küresel finans sistemi içerisindeki konumu incelenerek, Türkiye'de varlık fonu kurulmasına ihtiyacın olup olmadığını, TVF'nin kaynaklarını, işleyişini, ekonomik ve siyasi riskleri ile uygulama örnekleri çerçevesinde kuruluş amaçlarını değerlendirmek ve gerekli görülen hususlarda daha etkili olmasına yardımcı olacağı düşünülen politika önerileri sunulacaktır. Bu kapsamda, dünyada ulusal varlık fonlarının özellikleri, gelişim süreci ile finansal sistemdeki etkilerine değinilerek örnek ülke uygulamaları çerçevesinde Türkiye Varlık Fonu'na ilişkin inceleme ve değerlendirmelere yer verilecektir.



## **2. ULUSAL VARLIK FONLARI**

### **2.1. Ulusal Varlık Fonu Kavramı**

Küresel ekonomide özellikle finansal piyasalarda önemli bir yer tutan ve devlet sahipliğindeki yatırım araçlarından biri olan ulusal varlık fonları, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren gerek sayılarının gerekse de yönetmiş oldukları varlıkların boyutunun artmasına bağlı olarak gittikçe daha fazla önem kazanmaya başlamıştır. Ulusal varlık fonlarının tarihi 1950'li yıllara kadar uzanmakta olup geleneksel anlamda, petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynaklardan elde edilen gelir fazlalarının farklı sektörlerde değerlendirilmesi amacıyla kurulmuştur. Daha sonra ise petrol ve doğal gaz fiyatlarının oynaklığı sebebiyle daha yüksek getiri elde etmek amacıyla riskin yüksek olduğu finans piyasalarına yönelmişlerdir. Bununla birlikte zamanla ekonomide daha fazla yer edinmeye başlamış ve çeşitlenerek belirli gelirlerin yönlendirilmesi, ihracat gelirleri, fonlar ve bütçe fazlaları gibi unsurların değerlendirilmesi için kurulmaya başlamıştır. Son on yıllık süre içindeki gelişmelere bakıldığında petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynak geliri, bütçe fazlası ve ihracat fazlası olmayan ülkelerin de ulusal varlık fonu kurdukları görülmektedir.

#### **2.1.1. Varlık Fonu Tanımı**

Ulusal varlık fonlarının kaynakları, yatırım hedefleri, sahip olunan varlıkların nasıl değerlendirildiği ve yönetim yapısı açısından çeşitlilik göstermesi ve geçen süre boyunca bu çeşitliliğinin artması nedeniyle genel kabul görmüş bir tanım yapılması mümkün görünmemekle birlikte daha önce yapılmış tanımlamalar bulunmaktadır. Ulusal varlık fonu tanımı ilk kez Andrev Rozanov tarafından ifade edilmiştir. (Rozanov, 2005) Daha sonra farklı kuruluş ve yazarlar tarafından çeşitli tanımlar yapılmıştır.

Ulusal varlık fonları dar anlamda, yabancı para varlıklarını merkez bankası döviz rezervlerinden daha yüksek risk toleransı ve daha yüksek getiri ile yöneten bir hükümet yatırım aracı (Gieve, 2008), döviz varlıklarıyla finanse edilen ve resmi rezervlerden ayrı olarak yönetilen hükümet yatırım araçları (Kimmitt, 2008), küresel boyuttaki finansal yatırım araçlarından reel düzeydeki yatırım araçlarına kadar bir dizi varlığa yatırım yapan devlet mülkiyetindeki yatırım araçları (Alhashel, 2015) olarak tanımlanmıştır.

Bununla birlikte devlet sahipliğinde olan devletin diğer mali ve politik kurumlarından bağımsız olarak yönetilen, yükümlülükleri olmayan, ticari getiri elde etmek amacıyla çeşitli

finansal varlık sınıflarına yatırım yapan ve yatırımlarının önemli bir bölümünü uluslararası düzeyde gerçekleştiren yatırım aracı olarak daha geniş perspektifte de tanımlanmaktadır. (Bortolotti, 2012) Ayrıca gerek ulusal gerekse de uluslararası kuruluşlar tarafından da ulusal varlık fonlarına ilişkin tanımlamalar yapılmıştır.

ABD Hazine Bakanlığı, ulusal varlık fonlarını döviz varlıklarıyla finanse edilen ve bu varlıkları parasal otoritelerin resmi rezervlerinden (Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığının rezervle ilgili işlevlerinden) ayrı olarak geleneksel resmi rezerv yöneticilerinden daha yüksek bir risk toleransına ve daha yüksek bir geri dönüşe sahip devlet yatırım araçları şeklinde ifade etmiştir. (U.S. Department of The Treasury, 2007)

Uluslararası Para Fonu (IMF) ise çeşitli makroekonomik amaçlar için kurulmuş, genellikle yurtdışında ve uzun vadede yatırım yapılan döviz varlıklarının transferi ile finanse edilen devlet sahipliğinde olan yatırım fonları olarak tanımlamıştır. (Allen & Carauna, 2008)

Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından yapılan tanıma göre ulusal varlık fonları, ulusal hedeflere ulaşmak için doğrudan veya dolaylı olarak hükümetlerin sahip olduğu ve yönettiği varlık havuzlarıdır. (OECD, Blundell-Wignall, Hu, & Yermo, 2008)

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI) tarafından yapılan tanım ise daha kapsamlı olup, devlet sahipliğinde olan ve genel olarak ödemeler dengesi fazlalarından, resmi döviz kuru işlemlerinden, özelleştirme gelirlerinden, devletin transfer ödemelerinden, mali fazlalardan ve doğal kaynak ihracatı sonucunda elde edilen hasılat ile kurulan devlet mülkiyetindeki bağımsız yatırım fonu veya kuruluşlar şeklindedir. (SWFI, 2018)

Yukarıdaki tanımlamalarda görüldüğü üzere ulusal varlık fonlarının mevcut bütün varlık fonlarını kapsayacak bir şekilde tanımlanması mümkün gözükmemektedir. Bununla birlikte varlık fonlarına ilişkin belirgin özellikler bulunmaktadır.

### **2.1.2. Varlık Fonlarının Özellikleri**

Ulusal varlık fonları, devlet sahipliğinde olan ve Merkez Bankası veya diğer mali kurumlardan bağımsız olarak yönetilen kurumsal kimliğe sahip fonlardır. Kısa vadeli yatırım gerçekleştirirler de ağırlıklı olarak uzun vadeli yatırım stratejisi ile ticari getiri elde etmek için yatırım yapmaktadırlar. Geleneksel olarak doğal kaynak ihraç gelirleri, ödemeler dengesi fazlaları, bütçe fazlası ve özelleştirme gelirleri gibi unsurlardan elde edilen gelirlerle kurulmaktadır. Ancak SWFI, geleneksel olarak ödemeler dengesi ya da para politikaları

amaçları için para politikasını yönlendirmekle yetkili kurumlarca tutulan döviz rezervleri, kamu iktisadi teşebbüsleri, devlet emeklilik fonları veya bireylerin yararı için devlet tarafından işletilen fonları ulusal varlık fonu olarak nitelememektedir. (SWFI, 2018) Ulusal varlık fonlarının, Merkez bankaları, istikrar fonları veya kamu emeklilik fonlarından farklı olarak, açık ve doğrudan yükümlülükleri olmadığı için varlıklarını istikrar veya emeklilik katkıları için sabit olarak tutma zorunluluğu yoktur. Bu nedenle daha yüksek riskli yatırımlar yapabilirler ve likit olmayan varlıklara sahip olabilirler. Buna bağlı olarak, arzulanan hedefe ulaşmak için portföylerini coğrafya ve sektörlere göre çeşitlendirebilir, hisse senetleri, tahviller, özel sermaye, gayrimenkul, altyapı, hedge fonları, borsa yatırım fonları, türev sözleşmeler ve emtialar gibi stratejik bir varlık tahsisi yapabilmektedir. Ayrıca gelir kaynakları ağırlıklı olarak petrol gibi tek bir emtiaya dayandığından finans piyasaları gelişmemiş küçük ekonomilere çok miktarda yatırım yapmak yerine portföylerinin çoğunu gelir akışını çeşitlendirmek için yurt dışı piyasalarda değerlendirmektedirler. Bu açıklamalar çerçevesinde bakıldığında ulusal varlık fonlarının özellikleri aşağıdaki şekilde sıralanabilir. (SIL, 2017)

- Ulusal varlık fonları doğrudan devlet sahipliğinde olan fonlardır.
- Devlete ait diğer fonlardan, varlıklarından ve kuruluşlardan bağımsız ve ayrı olarak yönetilmektedir.
- Açıktan ve doğrudan emeklilik katkısı için yükümlülükleri bulunmamaktadır.
- Ticari getiri elde etmek amacıyla çeşitli finansal varlık sınıflarına yatırım yapmaktadırlar.
- Yatırımlarının büyük çoğunluğunu uluslararası piyasalara yaparlar
- Ağırlıklı olarak uzun dönemli ve riskli yatırımlara yönelmektedirler.

Bu özellikler kullanılarak ulusal varlık fonlarına ilişkin bir tanım oluşturulabilir. Buna göre ulusal varlık fonları “doğrudan devlet sahipliğinde olup diğer mali kuruluşlardan bağımsız ve ayrı olarak yönetilen, açıktan ve doğrudan emeklilik katkısı için yükümlülükleri bulunmayan, uzun dönemli ticari getiri elde etmek amacıyla yatırımlarının büyük çoğunluğunu uluslararası piyasalarda çeşitli ve riskli varlık sınıflarına yönelten kuruluşlar” şeklinde ifade edilebilir.

Ulusal varlık fonlarının genel özellikleri yukarıda belirtildiği şekilde ifade edilmiş olmakla birlikte bununla sınırlı değildir. Küresel ekonomide birbirlerinden çok farklı amaçları gerçekleştirmek için kurulabilen bu fonların özellikleri, amaçlarının çeşitliliğine bağlı olarak değişebilmektedir.

### 2.1.3. Varlık Fonlarının Amaçları

Devlet kontrolünde faaliyet gösteren varlık fonları için genel bir amaç belirlenmesi doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Ancak varlık fonu kurulmasına yol açan sebeplerin aynı olduğu durumda aynı amaçlar doğrultusunda faaliyette bulunan fonlar olabilmektedir. Bununla birlikte varlık fonu kuruluş amaçlarından en çok karşılaşılanlar özellikle petrol ve doğal gaz gibi sınırlı rezerve sahip doğal kaynakların ihracatından elde edilen gelirlerin farklı sektör ve piyasalarda değerlendirilmek suretiyle değerinin korunması ve elde edilen zenginliğin gelecek kuşaklarla paylaşımının sağlanması için fon kurulmasıdır.

Petrol ve doğal gaz gibi çeşitli doğal kaynak ihraç eden ülkelerin bu faaliyetlerinden elde etmiş oldukları gelirleri optimal bir şekilde kullanmak için kurmuş oldukları fonlar ile bütçe fazlası olan ülkelerin bu fazlaları değerlendirmek için kurmuş oldukları fonlar geleneksel anlamda varlık fonu olarak nitelendirilir. Zamanla değişen ihtiyaçlar ve gelişen ekonomi içerisinde belirli sektörlerin kalkınmasına yardımcı olmak, resmi döviz rezervlerinin yüksek getirili piyasalarda değerlendirilmesi, ekonomik kalkınmanın sağlanması, belirli yatırımlara finansman sağlanması ve ekonomik dalgalanma dönemlerinde bu dalgalanmanın giderilmesi ve zararlarının telafi edilmesi gibi çeşitli amaçlar için de devletler tarafından fon kurulduğu görülmektedir.

Ulusal varlık fonlarının kurulması için her birinin kendine özgü kuruluş nedeni bulunmaktadır. Ayrıca bütün varlık fonlarının kendi amacı bulunmaktadır. Bununla birlikte varlık fonları için ortak olabilecek amaçlardan da bahsedebilmek mümkündür. Aşağıda belirtilen amaçlar varlık fonları için yaygın olan amaçlara örnek gösterilebilir. (SWFI, 2018)

- Bütçeyi ve ekonomiyi gelir ve ihracattaki aşırı oynaklık karşısında korumak ve ekonomik istikrarı sağlamak.
- Yenilenemeyen emtia ihracatının çeşitlendirilmesini sağlamak.
- Döviz rezervlerini daha yüksek getiri sağlayacak alanlarda değerlendirmek.
- Para otoritesine istenmeyen likiditenin dağıtılmasında yardımcı olmak.
- Gelecek nesiller için yapılan tasarrufu artırmak.
- Sosyal ve ekonomik kalkınmayı geliştirmek için fon oluşturmak.
- Hedef ülkeler için uzun vadeli sürdürülebilir sermaye artışı sağlamak.
- Politik strateji oluşturmak.

Ulusal varlık fonlarının kuruluş amaçları kategorize edildiğinde ise daha çok, sermaye birikimi sağlanması, ekonomik istikrar ve iktisadi kalkınmanın sağlanması çerçevesine oturduğu görülmektedir.

#### **2.1.4. Varlık Fonlarının Kaynakları ve Türleri**

Ulusal varlık fonlarının finansmanı genellikle petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynakların ihracından elde edilen gelirler ile yüksek bütçe gelirleri, cari işlemler fazlası ve özelleştirme gelirleri gibi unsurlardan sağlanmaktadır. ABD Hazine Bakanlığı tarafından döviz varlıklarının kaynakları açısından fonlar emtiaya dayalı fonlar ve emtia dışı fonlar olmak üzere ikiye ayrılmıştır. (U.S. Department of The Treasury, 2007) İhracat ürünlerinin gelirleriyle kurulan fonlar emtiaya dayalı fon, bütçe fazlası veya özelleştirme gelirleri gibi finansman kaynaklarına sahip fonlar ise emtia dışı fon olarak adlandırılmaktadır.

*Emtia fonları;* Devlet tarafından vergilendirilen veya devlet sahipliğinde olan malların ihracatı ile finanse edilmektedir. Petrol kaynaklı körfez fonları ile Norveç fonu örnek olarak gösterilebilir. Bu fonlar mali gelirlerin istikrarı, nesiller arası tasarruf ve ödemeler dengesi sterilizasyonu gibi çeşitli amaçlara hizmet etmektedir. Son zamanlarda emtia fiyatlarındaki keskin artışlar göz önüne alındığında, başlangıçta mali istikrar veya ödemeler dengesi sterilizasyonu için kurulan birçok fon tasarruf fonlarına dönüşmüştür. Tasarruf fonları, genellikle likit ve nispeten güvenli varlıklara odaklanan istikrar fonlarından daha geniş bir varlığa yatırım yapabilmektedir.

*Emtia dışı fonlar;* Genellikle resmi döviz rezervlerinden varlık transferi yoluyla oluşturulan fonlardır. Büyük cari işlemler fazlası veren ve yüksek miktarda döviz rezervine sahip ülkeler bu fazlalarını bağımsız fonlara transfer ederek değerlendirmektedir. Emtia dışı fonlara örnek olarak Çin Yatırım Şirketi (CIC) ve Singapur Yatırım Şirketi (GIC) gösterilebilir.

Emtiaya dayalı fon varlıkları, genellikle doğrudan devlete tahakkuk eden döviz biriminden kaynaklandığı için ülke ekonomisinde enflasyonist bir baskı oluşturmamaktadır. Ancak emtia dışı varlıklar ülke ekonomisinde istenmeyen enflasyonist baskı oluşturacağından varlık fonlarına aktarılacak suretiyle uluslararası piyasalarda değerlendirilmektedir. (U.S. Department of The Treasury, 2008) Dolayısıyla ekonomileri cari işlemler fazlası vermesiyle öne çıkan Çin, Hong Kong ve Singapur gibi ülkelerde emtia dışı varlık fonu kurulması süreci söz konusu enflasyonist baskıya bağlı olarak hızlanmıştır.



IMF varlık fonlarını çeşitli makroekonomik amaçlar için kurulmuş, genellikle yurtdışında ve uzun vadede yatırım yapılan döviz varlıklarının transferi ile finanse edilen devlet sahipliğinde olan yatırım fonları olarak görmektedir. Bu makroekonomik amaçlar doğrultusunda amaçları açısından ulusal varlık fonları, istikrar fonları, tasarruf fonları, rezerv yatırım fonları, kalkınma fonları ve emeklilik ihtiyat fonları olmak üzere beş kategoride sınıflandırılmaktadır. (IMF, 2007, s. 46), (IWG, 2008) (Csoma, 2015)

*İstikrar fonları;* Genellikle doğal kaynaklar bakımından zengin ülkeler tarafından ekonomiyi ve bütçeyi emtia fiyatlarındaki oynaklık ve dışsal şoklardan korumak için kurulan fonlardır. Yatırım stratejileri açısından resmi rezerv yönetimlerine benzemekte olup çoğunlukla, kısa vadeli devlet tahvilleri başta olmak üzere sabit getirisi olan araçlara yatırım yapma eğilimindedirler. Şili (Economic and Social Stabilization Fund) ve Rusya (Oil Stabilization Fund) örnek olarak gösterilebilir.

*Tasarruf fonları;* Petrol ve madenler gibi yenilenemeyen doğal kaynaklardan elde edilen finansal zenginliğin uluslararası piyasalarda çeşitlendirilmiş yatırım araçları kullanılarak değerlendirilmesi suretiyle gelecek nesillere aktarılması veya uzun dönemli hedeflere ulaşmak için kaynak sağlamak amacıyla kurulmuş olan fonlardır. Başka bir şekilde ifade edilecek olursa bu fonlar mevcut neslin sahip olunan kıt doğal kaynakların ihracıyla elde etmiş oldukları servetin gelecek nesillerle paylaşılması suretiyle kuşaklar arası dengeyi sağlamayı hedeflemektedir. Bu fonlar genellikle, uzun dönemde refahı korumak üzere daha yüksek getiri elde etmek için yurtdışındaki uzun vadeli ve yüksek riskli, hisse senedi gibi araçlara yatırım yapmaktadır. Ayrıca yatırım stratejilerini ekonomik konjonktürün tersi yönünde belirlemektedir. Abu Dabi (Abu Dhabi Investment Authority) ve Rusya (National Wealth Fund) bu tür fonlara örnek olarak gösterilebilir.

*Rezerv yatırım fonları (Şirketi);* Ülkelerin sahip olduğu fazla döviz rezervlerinin yatırımlardaki karlılığı artırmak ve fazla rezerv tutmanın getireceği negatif maliyetlerden kurtulmak amacıyla geleneksel rezerv yönetiminden farklı olarak daha uzun vadeli ve daha yüksek riskli alanlara yönlendirilmesi için kurulmuş fonlardır. Fonda bulunan fazla varlıklar rezerv olarak kabul edilmektedir. İhtiyaç duyulması halinde ülkenin döviz kuru politikalarını desteklemek ve dış ekonomik dengenin sağlanması gibi amaçlarla kullanılabilirler. Bu nedenle likidite ve getiri arasında iyi bir denge kurulması gerekmektedir. Güney Kore, Çin ve Singapur fonları örnek olarak gösterilebilir.

*Kalkınma fonları;* Ülkenin gelişimine katkı sağlamak, ekonomik büyümeyi destekleyen sanayi politikalarını yönlendirmek ve genellikle alt yapı gibi öncelikli sosyoekonomik

projelerin gerçekleştirilmesi için finansman sağlamak amacıyla kurulan fonlardır. Ulusal Kalkınma Fonları (UKF), yatırım stratejilerini genellikle uzun vadeli ve yüksek riskli varlıklara yönelik belirlemektedir. BAE (Mubadala Investment Company) ve İran (National Development Fund) fonları bu tür fonların bir örneğidir.

*Emeklilik ihtiyat fonları;* Emeklilik ile ilgili yükümlülükleri finanse etmek amacıyla nüfusun yaşlanmasına bağlı olarak artan emeklilik maliyetlerini karşılamaya yönelik bir hazırlık olarak, devlet bütçesinde beklenmedik bir dönemde oluşabilecek belirsiz boyuttaki ödeme yükümlülüklerine karşı oluşturulan ihtiyati rezerv kaynağıdır. Bu fonlar doğrudan emeklilik fonu değil gelecekte ortaya çıkması muhtemel yükümlülükler için ayrılan ilave rezervlerdir. Gelecekte ortaya çıkacak yükümlülükler için kullanılacak olması açısından nesiller arası tasarruf dengesi kurmayı hedefleyen tasarruf fonlarına benzerliği bulunmaktadır. Örneğin, Avustralya (Future Fund) ve Yeni Zelanda (Pension Fund) varlıklarının büyük bir bölümünü, nüfusun yaşlanmasıyla ilişkili artan emeklilik maliyetlerini karşılamaya yönelik bir hazırlık olarak öz kaynaklarında tutmakta olan emeklilik ihtiyat fonlarıdır.

IMF bünyesinde kurulan Uluslararası Çalışma Grubu (IWG) tarafından başlangıçta yukarıda belirtildiği şekilde amaçları açısından beş grupta sınıflandırılmıştır. (IWG, 2008) Daha sonraki çalışmalarda ise kalkınma fonları ulusal varlık fonları arasından çıkarılarak beşli sınıflandırmadan vazgeçilmiştir. (Kunzel, Lu, Petrova, & Pihlman, 2010). 2014 yılındaki çalışmada ise üçlü sınıflandırma yapılmış ve ulusal varlık fonları, istikrar fonları, tasarruf fonları ve rezerv yatırım fonları olarak ifade edilmiştir. (IFSWF, 2014)

Ulusal varlık fonları yukarıda belirtildiği üzere çeşitli amaçları gerçekleştirmek için kurulmuş olmalarına rağmen genellikle bu fonlar tasarruf fonu veya ekonomik istikrar fonu şeklinde oluşturulmuştur. Buna karşılık Avustralya Gelecek Fonu (AFF) ve İrlanda Ulusal Emeklilik Rezerv Fonu (Ireland-NPRF) gibi az sayıda emeklilik ihtiyat fonu ile Çin Yatırım Şirketi (CIC) ve Kore Yatırım Şirketi (KIC) gibi rezerv yatırım şirketleri bulunmaktadır. Amaçlarına göre sınıflandırılan varlık fonları belirtilen amaçlardan birine sahip olabileceği gibi bazen Azerbaycan Devlet Petrol Fonu (State Oil Fund of Azerbaijan), Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority-KIA) ve Norveç Devlet Emeklilik Fonu-Global (Government Pension Fund Global) gibi hem istikrar hem de tasarruf veya emeklilik gibi birden fazla amaç içerecek şekilde kurulan fonlar da bulunmaktadır. (Kunzel, Lu, Petrova, & Pihlman, 2010, s. 3)

Öte yandan belirli bir amaç için kurulan fonların zamanla çeşitli sebeplerle amaçlarının değiştiği durumlar olabilmektedir. Rusya ve Botsvana istikrar fonlarında birikmiş rezervler

kısa vadeli mali istikrar için gerekli olan miktarları giderek daha fazla aştığı için, tasarruf amaçlı fonlara dönüşmüştür. Fonların amaçları, bu fonların yönetiminde farklı yaklaşımlara yol açan farklı yatırım stratejilerini beraberinde getirmektedir. İstikrar hedefine sahip fonlar likiditeye daha fazla önem verirken kısa vadeli yatırım stratejisine, likidite ihtiyaçları düşük olan tasarruf fonları ise uzun vadeli bir yatırım ufkuna sahip olmaktadır. (Allen & Carauna, 2008, s. 5-6)

## **2.2. Ulusal Varlık Fonlarının Tarihi, Gelişimi ve Mevcut Durumu**

Devlet sahipliğindeki ulusal varlık fonlarının tarihi 1854 yılında ABD'nin Teksas eyaletinde kurulan ve kamusal eğitimin finanse edilmesi amacını güden Permanent School Fund ile 1876 yılında yine Teksas eyaletinde kurulan ve üniversitelere finansman sağlamayı amaçlayan Permanent University Fund'a kadar dayanmaktadır. Ancak günümüzde yukarıda belirtilen IMF tanımına uygun olarak modern anlamda ilk ulusal varlık fonunun Kuveyt'in 1953 yılında Kuveyt Yatırım Kurulu (Kuwait Investment Board) bünyesinde petrol ihracatından elde edilen gelir fazlasının yönetimi için kurmuş olduğu ve 1982 yılında Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority) adını alarak resmileşen fon olduğu genel kabul görmektedir. Kuveyt Yatırım Otoritesi'nin ardından bir dizi yeni fonlar kurulmaya başlamış ve 1990'lara kadar devam etmiştir. Bu fonlar arasında 1956 yılında kurulan Kiribati Gelir Eşitleme Rezerv Fonu, 1958'de kurulan ABD- New Meksiko Yatırım Konseyi, 1969 da kurulan ABD-Idaho Bağış Fonu, 1974'te kurulan Singapur Temasek Holding, 1976 yılında kurulan BAE-Abu Dabi Yatırım Otoritesi, ABD-Alaska Daimi Fonu ve Kanada Albert Miras Fonu bulunmaktadır. Ayrıca Alaska Daimi Fonu gelişmiş ekonomilerde kurulan ilk varlık fonu olma özelliğini taşımaktadır. 1980'li yıllardan itibaren ise fon sayılarında ve fon oluşturma çabalarında önemli artış ortaya çıkmıştır. (Anthopoulos, Pitelis, & Liakou, 2016) Özellikle petrol ve doğal gaz gibi maden kaynaklarına sahip olup bu kaynakları ihraç eden Asya ülkeleri gibi ülkeler, likidite fazlalarını optimal şekilde yönetmek amacıyla varlık fonları kurma eğilimine girmişlerdir.

1990'lı yıllardan itibaren ise kurulan fon sayısında hızlı bir yükseliş görülmüş ve İran, Katar gibi gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra Norveç gibi gelişmiş ülkeler de varlık fonu kurmuştur. Öte yandan Körfez ülkelerinden Asya ülkelerine doğru yayılarak çeşitlenmeye başlamıştır. Bu çeşitlenme doğal kaynak gelirlerinden bütçe fazlası veren ülkelerde gelir fazlalarının değerlendirilmesi şeklinde olmuştur. Bir başka ifade ile ilk başta petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynaklardan elde edilen gelirlerin değerlendirilmesi için kurulan varlık

fonları 1990'lerden itibaren mali fazla veren Asya ülkelerinde bu fazlaların dış ekonomilerde değerlendirilmesi amacıyla kurulmaya başlamış ve hızlı bir şekilde artmaya devam etmiştir. Varlık fonlarının zaman içerisinde emeklilik ihtiyat fonları, istikrar fonları ve kalkınma gibi amaçlar doğrultusunda da kurulduğu görülmektedir.

2000'li yıllara gelindiğinde ise petrol fiyatlarında yaşanan yükselişle birlikte dış ticaret dengelerinde ortaya çıkan dengesizlik ve Asya krizinden sonra gelişmekte olan ekonomilerde ortaya çıkan rezerv biriktirme çabası, kurulan varlık fonlarının sayısındaki artışı tetikleyen faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. (Hacıhasanoğlu & Soytaş, 2010) Özellikle 1997-1998 Asya krizi sonrasında birçok Doğu Asya ülkesi yeniden bir finansal kriz yaşamamak için tedbir alma yoluna gitmiştir. Kriz esnasında ülkelerin finansal açıdan diğer ülkelere veya IMF'ye bağımlılığı önemli bir zafiyet unsuru olarak değerlendirilerek rezerv biriktirme amacına yönelik kur ve ihracat politikaları tercih edilmeye başlanmıştır. 2002 sonrasında Dolar ve Euro'da meydana gelen değer kaybı ile hazine kağıtlarının getirisindeki düşüşler nedeniyle bu yatırımların getirisi iyice azalmıştır. Bununla birlikte hızlı bir şekilde yükselen döviz rezervleri ülkelerin yüksek getirili alternatif yatırım araçlarına yönelmesine sebep olmuştur. Sahip olunan rezervlerin yüksekliği, bunların bir kısmının alternatif araçlar için kullanılması konusunda ülkelere baskı oluşturarak varlık fonlarının Asya ülkeleri için tercih edilir bir araç haline gelmesine bağlı olarak giderek yaygınlık kazanmasını sağlamıştır. (Beck & Fidora, 2008)

Ulusal varlık fonlarına ilişkin değer artışını tetikleyen bir başka önemli husus ise 2008 küresel krizi olmuştur. 2008 krizinden sonra Çin, BAE, Singapur ve Kuveyt gibi ülkelere ait varlık fonları, gelişmiş Batı ülkelerindeki bankacılık ve finansman sektöründe faaliyet yürüten Merrill Lynch, Morgan Stanley, Barclay's ve Citigroup gibi bankacılık ve finansman sektöründeki büyük firmaların krizden dolayı değeri düşmüş olan hisselerini satın almıştır. Aynı zamanda 2007 yılında özellikle Körfez ülkelerinin petrol kaynaklı varlık fonlarının likidite sıkıntısı yaşayan ABD ve Avrupa Birliği'nin önemli finans kuruluşlarına yapmış oldukları yatırımlar önem arz etmektedir. 2008'in başından 2012'nin sonuna kadar UVF'lere ait aktiflerin değeri %59,1 artmış, 32'den fazla yeni ulusal varlık fonu kurulmuştur. Günümüzde, Latin Amerika ülkelerinden Afrika ülkelerine kadar geniş bir coğrafyaya yayılmış olan varlık fonları, kalkınmanın desteklenmesi, uluslararası yardımların değerlendirilmesi, bazı sektörlerin geliştirilmesi gibi çeşitli amaçlara yönelik olarak kurulmaya başlanmış ve bunların yatırımları bankacılık ve finansman sektöründen altyapı, gayrimenkul, ulaşım gibi alanlara doğru genişlemiştir. (Kayıran, 2016, s. 62)

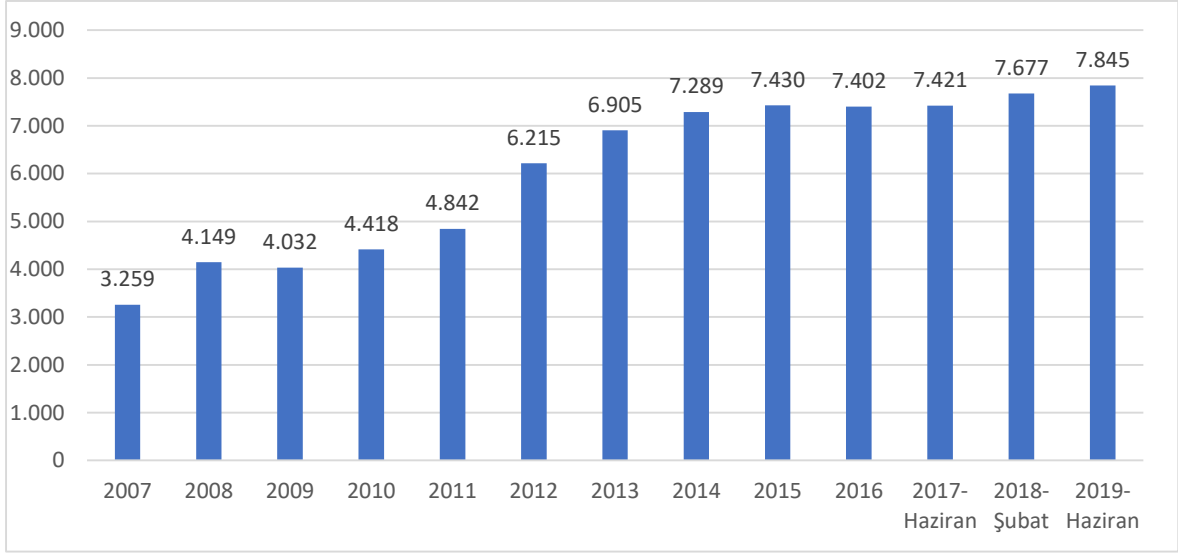
2007-2008 yıllarında finans sektöründe yer alan varlık fonları tarafından yapılan önemli yatırımlara ilişkin bazı değerlere aşağıda yer verilmiştir. (Gieve, 2008) (Heyward, 2008)

Tarih	Fon Sahibi Ülke	Varlık Fonu	Yatırım (Milyar dolar)	Finansal Kurum
Mayıs 2007	Çin	Foreign Exchange Investment Corporation	3,0	Blackstone Group
Temmuz 2007	Singapur	Temasek Holdings	2,0	Barclay's
Kasım 2007	BAE	Abu Dhabi Investment Authority	7,5	Citigroup
Aralık 2007	Singapur	Government Investment Corporation	11,5	UBS
Aralık 2007	Çin	Foreign Exchange Investment Corporation	5,0	Morgan Stanley
Aralık 2007	Singapur	Temasek Holdings	4,4	Merrill Lynch
15.01.2008	Singapur	Government Investment Corporation	6,9	Citigroup
15.01.2008	Kuveyt	Kuwait Investment Authority	3,0	Citigroup
15.01.2008	Kuveyt	Kuwait Investment Authority	2,0	Merrill Lynch
15.01.2008	Güney Kore	Korean Investment Corporation	2,0	Merrill Lynch
Toplam			47,3	

Çizelge 2.1. 2007-2008 yıllarında ulusal varlık fonları tarafından yapılan önemli yatırımlar

Kaynaklar: <https://www.bis.org/about/index.htm?m=1%7C1> ve <http://apps.americanbar.org/buslaw/newsletter/0069/materials/pp4.pdf> adreslerinden 10 Mart 2018'de alınmıştır.

Ulusal varlık fonlarının 2007 sonrasında yıllar itibariyle gelişim trendi ise Şekil 2.1'de gösterilmiştir. Buna göre son 12 yılda varlık fonlarının değerinin 3.259 milyar dolardan 7.849 milyar dolara yükselerek iki kattan daha fazla arttığı görülmektedir. Bu artışta önemli bir etken petrol fiyatlarındaki artış nedeniyle petrol kaynaklı fonların önemli derecede gelir elde etmesine bağlı olarak varlıklarının artış göstermesi olmakla birlikte yeni kurulan fonların da etkisi büyüktür. Bu fonların Şubat 2018 itibariyle %44,10'u emtia dışı kaynaklara dayalı fonlardan, %55,90'ı ise petrol ve doğal gaz ile diğer emtialara dayalı fonlardan oluşmaktadır. Emtia dışı kaynaklardan oluşan varlık fonlarının büyüklüğü 3.385 milyar dolar iken petrol ve diğer emtia kaynaklı varlık fonlarının büyüklüğü ise 4.295 milyar dolar değerindedir. (SWFI, 2018)



Şekil 2.1. Ulusal varlık fonlarının artış trendi (2007-2019)

Kaynak: Sovereign Wealth Fund Institute, <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> Web sitesinden alınan verilerle düzenlenmiştir. Erişim tarihi: 10.06.2019

Ulusal varlık fonlarının varlık değerinin büyüklüğü göz önünde bulundurulduğunda Haziran 2019 itibariyle Çizelge 2.2. belirtildiği şekilde sıralanmaktadır.

	Ülke	Ulusal Varlık Fonu Adı	Değeri (Milyar Dolar)	Başlangıç	Türü
1	Norveç	Government Pension Fund - Global	1.072	1990	Petrol
2	Çin	China Investment Corporation	941	2007	Emtia Dışı
3	B.A. Emirlikleri	Abu Dhabi Investment Authority	696	1976	Petrol
4	Kuveyt	Kuwait Investment Authority	592	1953	Emtia Dışı
5	Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	509	1993	Emtia Dışı
6	Çin	National Council for Social Security Fund	437	2000	
7	Çin	SAFE Investment Company	417	1997	Emtia Dışı
8	Singapur	Government Of Singapore Investment Corporation	390	1981	Emtia Dışı
9	Singapur	Temasek Holdings	374	1974	Emtia Dışı
10	Suudi Arabistan	Public Investment Fund	320	2008	Petrol
11	Katar	Qatar Investment Authority	320	2005	Petrol ve Gaz
12	B.A. Emirlikleri	Investment Corporation of Dubai	233	2006	Petrol
13	B.A. Emirlikleri	Mubadala Investment Company	226	2002	Petrol
14	Güney Kore	Korea Investment Corporation	134	2005	Emtia Dışı
15	Avustralya	Australian Future Fund	109	2006	Emtia Dışı
16	İran	National Development Fund of Iran	91	2011	Petrol ve Gaz
17	Canada	Alberta Investment Management Corporation	79	2008	Emtia Dışı
18	Kazakistan	Samruk-Kazvna JSC	71	2008	Emtia Dışı
19	Rusya	National Welfare Fund	68.5	2008	Petrol
20	ABD Alaska	Alaska Permanent Fund	66.1	1976	Petrol
21	Brunei	Brunei Investment Agency	60	1983	Petrol
22	Libya	Libyan Investment Authority	60	2006	Petrol
23	Kazakistan	Kazakhstan National Fund	57.6	2000	Petrol
24	ABD Texas	Texas Permanent School Fund	46.5	1854	Petrol
25	B.A.E	Emirates Investment Authority	45	2007	Petrol
26	ABD Texas	UTIMCO	44	1996	Petrol ve Gaz
27	Türkiye	Turkey Wealth Fund	40	2016	Emtia Dışı
28	Azerbaycan	State Oil Fund	38.9	1999	Petrol
29	Malezya	Khazanah Nasional	32.7	1993	Emtia Dışı
30	Yeni Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	25	2003	Emtia Dışı
31	İrlanda	Ireland Strategic Investment Fund	24.5	2001	Emtia Dışı
32	ABD N.Mexico	New Mexico State Investment Council	23.2	1958	Petrol ve Gaz
33	Özbekistan	Fund for Reconstruction and Development of Uzbekistan	20	2014	Petrol ve Gaz
34	Umman	State General Reserve Fund	18.1	1980	Petrol ve Gaz
35	Doğu Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	16.7	2005	Petrol
36	Bahreyn	Mumtalakat Holding Company	16.6	2006	Emtia Dışı
37	Şili	Social and Economic Stabilization Fund	14.2	2007	Bakır
38	Rusya	Russian Direct Investment Fund	13	2011	Emtia Dışı
39	Şili	Pension Reserve Fund	10.1	2006	Bakır
40	ABD Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	8	1974	Mineraller
41	İtalya	CDP Equity	6.7	2016	Emtia Dışı
42	Trinidad- Tobago	Heritage and Stabilization Fund	6.1	2000	Petrol
43	Umman	Oman Investment Fund	6	2006	Petrol
44	ABD	North Dakota Legacy Fund	5.7	2011	Petrol ve Gaz
45	Peru	Fiscal Stabilization Fund	5.7	1999	Emtia Dışı
46	Finlandiya	Solidium	5.7	1991	Emtia Dışı
47	Botswana	Pula Fund	5.5	1994	Elmas Ve Mineraller

Çizelge 2.2. Sahip olunan varlığın değerine göre ulusal varlık fonları sıralaması

48	Çin	China-Africa Development Fund	5	2007	Emtia Dışı
49	Angola	Fundo Soberano de Angola	4.2	2012	Petrol
50	Kolombiya	Saving and Stabilization Fund	3.4	2011	Petrol ve Maden
51	ABD Alabama	Alabama Trust Fund	3.1	1985	Petrol ve Gaz
52	Belçika	Federal Holding and Investment Company	2.6	2006	Emtia Dışı
53	ABD Utah	Utah SITFO	2.4	1896	Toprak ve Mineral
54	ABD Idaho	Idaho Endowment Fund Investment Board	1.8	1969	Toprak ve Mineral
55	Nijerya	Nigerian Sovereign Investment Authority	1.6	2012	Petrol
56	Yunanistan	Hellenic Corporation of Assets and Participations	1.5	2016	Emtia Dışı
57	ABD	Louisiana Education Quality Trust Fund	1.4	1986	Petrol ve Gaz
58	Panama	Fondo de Ahorro de Panama	1.3	2012	Emtia Dışı
59	ABD	Oklahoma Tobacco Settlement Endowment Trust	1.3	2000	Emtia Dışı
60	Bolivya	FINPRO	1.2	2012	Emtia Dışı
61	Senegal	Senegal FONSI	1	2012	Emtia Dışı
62	Avustralya	Western Australian Future Fund	0.92	2012	Mineraller
63	Irak	Development Fund for Iraq	0.90	2003	Petrol
64	Filistin	Palestine Investment Fund	0.85	2003	Emtia Dışı
65	ABD	Colorado School Trust Endowment	0.82	1985	Emtia Dışı
66	BAE- Sharjah	Sharjah Asset Management	0.79	2008	Emtia Dışı
67	Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0.60	1956	Fosfat
68	Meksika	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	0.54	2000	Petrol
69	ABD	Native Hawaiian Trust Fund	0.40	-	Emtia Dışı
70	Gana	Ghana Stabilisation Fund	0.29	2011	Petrol
71	Gana	Ghana Heritage Fund	0.25	2011	Petrol
72	Lüksemburg	Intergenerational Sovereign Fund	0.22	2015	Emtia Dışı
73	Ekvator Yeni Gine	Fund for Future Generations	0.16	2002	Petrol
74	Tuvalu	Tuvalu Trust Fund	0.16	1987	Emtia dışı
75	Gabon	Sovereign Fund of the Gabonese Republic	0.14	1998	Petrol
76	Uganda	Uganda Petroleum Fund	0.11	2015	Petrol
77	Kazakistan	National Investment Corporation	0.10	2012	Petrol
78	Ruanda	Agaciro Development Fund	0.05	2012	Petrol ve Maden
79	Moritanya	National Fund for Hydrocarbon Reserves	0.03	2006	Petrol ve Gaz
80	İran	Oil Stabilization Fund of Iran	0.02	2011	Petrol
81	Butan	Bhutan Economic Stabilization Fund	0.01	2012	Emtia Dışı
		Genel Toplam	7.849		

Çizelge 2.2. (devam) Sahip olunan varlığın değerine göre ulusal varlık fonları sıralaması

Kaynak: Sovereign Wealth Fund Institute, *Sovereign Wealth Funds Rankings*, <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> adresinden 10 Haziran 2019'da alınmıştır.

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsünden sağlanan yukarıdaki veriler incelendiğinde dünya genelindeki varlık fonlarının sahip olup yönettiği 7.849 milyar dolarlık varlığın yaklaşık %48'inin ilk 5 varlık fonunun hakimiyetinde olduğu, yaklaşık %73'ünün ise ilk 10 fon tarafından yönetildiği görülmektedir. Ülke bazında değerlendirildiğinde ise toplam varlık büyüklüğünün yaklaşık %68'inin 6 ülke (Çin, BAE, Norveç, Suudi Arabistan, Singapur, Kuveyt) tarafından yönetildiği anlaşılmaktadır. Norveç aynı zamanda varlık fonları arasında en çok varlığa sahip olmasıyla bilinen tek fon ile toplam varlığın %13'ünü yönetmektedir.



Yukarıdaki verilerden hareketle varlık fonları kuruluş yıllarına göre değerlendirildiğinde varlık fonlarının sayısal olarak önemli bir kısmı 2000 yılından sonra kurulmuştur. 2000 yılı sonrasında kurulan fonların toplam fon sayısı içerisindeki oranı %65'ten fazladır. 2000 yılı sonrasında görülen varlık fonu sayısındaki artışın temel sebebi dış fazla veya bütçe fazlası veren ülkelerin bu fazlalarını farklı şekilde değerlendirmek istemelerine bağlı olarak kurulan fonlardır. Özellikle sermaye hareketlerinden yararlanmak için sabit kur politikası uygulayan Asya ülkelerinin fazla döviz rezervleri nedeniyle ulusal para biriminin güçlenmesine bağlı olarak rekabet güçlerini kaybetmesi sonucu ortaya çıkan 1997-1998 Asya krizi sonrasında krizden etkilenen birçok Asya ülkesinin tekrar benzer bir finansal krizle karşılaşmamak için tedbir almaya başlamaları etkili olmuştur. Alınan tedbirlerden biri de varlık fonu kurmak suretiyle döviz varlıklarının yurt dışı piyasalarda değerlendirilmesi olup varlık fonu uygulamalarının yayılması sonucunu doğurmuştur

Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü fon sıralamasını yukarıdaki şekilde yapmış olmasına rağmen varlık fonlarının bölgelere göre sınıflandırmasına ilişkin verilerde 115 fon bulunmaktadır. Çizelge 2.3'te varlık fonlarının bölgelere göre dağılımı ve sayısı gösterilmiştir.

Bölge	Varlık Fonu Sayısı	Yaklaşık Oran (%)
Afrika	17	15
Asya	22	19
Avrupa	15	13
Avustralya ve Pasifik	8	7
Kuzey Amerika	17	15
Latin Amerika	12	10
Orta Doğu	24	21
Toplam	115	100

Çizelge 2.3. Varlık fonlarının bölgelere göre dağılımı

Kaynak: Sovereign Wealth Fund Institute, *Sovereign Wealth Funds*, <https://www.swfinstitute.org/profiles/sovereign-wealth-fund> adresindeki verilerden oluşturulmuştur. (Erişim Tarihi: 10 Haziran 2019)

Devlet sahipliğinde olan varlık fonları devlete ait kaynakların toplandığı bir havuza benzetilebilir. Devlet bütçesinden ayrı bir yapı içerisinde oluşturulan bu fonlar, karşılaşılan riskin büyük oranda dağıtılması kriterini dikkate alarak genellikle farklı ülkelerin çoğunlukla sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmaktadır. Daha önce sermaye hareketlerine ilişkin düzenleyici rol üstlenen ve krizlere karşı önlem alma rolünü üstlenen devletler, ulusal varlık fonları ile birlikte bizzat küresel sistemin bir aktörü haline gelmiştir. (Şahin, 2017)

### 2.3. Ulusal Varlık Fonlarının Denetimi ve Yönetimi

Ulusal varlık fonlarının yönetsel özellikleri ve organizasyon yapısı, fonun kuruluş amaçlarına, izlemiş oldukları yatırım stratejilerine ve fon sahibi devletin kurumsal özelliklerine göre değişkenlik göstermektedir. Bu nedenle 40'tan fazla ülke tarafından kurulan varlık fonları için standart bir yönetim ve organizasyon yapısı ile denetim sürecinden bahsetmek oldukça zordur. Bununla birlikte yukarıda bahsedildiği gibi varlık fonlarına ilişkin tanımlamalar ve ortak özelliklerinden yola çıkıldığında resmi para otoritesinden ve Maliye Bakanlığı'ndan bağımsız bir şekilde örgütlendiklerini ve açık veya örtülü bir şekilde hükümetten gelen direktiflere göre yönetildiklerini söylemek mümkündür. (Kayıran, 2016, s. 68)

Ulusal varlık fonlarının etkin bir şekilde yönetilmesi için sağlam kurumsal ve yönetim düzenlemelerini içeren bir yasal çerçeveye ihtiyaç duyulmaktadır. Bu yasal çerçeve, fonun hukuki yapısı ve diğer devlet organlarıyla olan ilişkisini Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası dahil açık bir şekilde göstermeli, hükümetin bütçe sürecini yönlendiren yasal çerçeve ile tutarlı olmalı, fon ve işlemlerinin yasal dayanağını göstermeli, fonun ekonomik ve mali nitelikte olan belirlenmiş politika hedeflerinin gerçekleştirilmesini desteklemeli, ayrıca etkin yönetişimi, hesap verebilirliği ve şeffaflığı teşvik edici nitelikte olmalıdır.

Varlık fonu uygulamaları değerlendirildiğinde kurumsal çerçeveler ülkelerin geleneksel yönetim yapılarına göre farklılık gösterebilmektedir. Ulusal varlık fonlarının örgütlenme biçimleri "Yönetici Modeli" ve "Yatırım Şirketi Modeli" olmak üzere iki temel başlıkta ifade edilebilir. Yönetici modelinde, genellikle fonu oluşturan varlık havuzunun yasal sahibi olan Maliye Bakanlığı varlık yöneticisine yatırım talimatları vermektedir. Yatırım şirketi modelinde ise mal sahibi olarak devlet, fonun varlıklarına sahip olan bir yatırım şirketi kurar. Bu model tipik olarak, yatırım stratejisi bireysel olan şirketlerde (Temasek, Singapur gibi) daha yoğun yatırımlar ve aktif sahiplik anlamına geldiğinde ya da fonun finansal bir geri dönüş hedefine ek olarak bir kalkınma hedefine sahip olduğu durumlarda kullanılmaktadır. ( Al-Hassan, Papaioanno, Skancke, & Sung, 2013) Ancak her iki modelde de yönetim çerçevesine bakılmaksızın, bir fonun operasyonel yönetimi, fonun hedeflerine ulaşılmasını engelleyebilecek potansiyel politik etkiyi veya müdahaleyi en aza indirmek için bağımsız bir temelde yürütülmesi gerekmektedir. Bu nedenle fonların politik amaç ve müdahalelerden bağımsızlığının sağlanması için gerekli yasal ve kurumsal düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

Ulusal varlık fonlarının organizasyonel yapısında, yönetim ve denetim organları arasında görev dağılımı yapmak fonun amaçlarına ulaşması ve etkin bir şekilde çalışmasını sağlama açısından önemlidir. Yönetici organların örgütlenmesi, varlık yönetimine ilişkin sorumlulukların devredilmesi esasına dayalı bir sistemdir. Yatırım yapma yetkisi, yönetim organizasyonu sisteminin en üst kuruluşundan, çeşitli yönetim organları aracılığıyla, bireysel varlık yöneticilerine (iç veya dış) devredilmektedir. Örgütsel sistemde hiyerarşik olarak yukarıdan aşağıya doğru hareket ederken sorumluluklara ilişkin düzenlemelerin ayrıntı düzeyinde tedrici bir artış olmaktadır. Her bir yönetim organı, yönetim organını doğrudan aşağıdan denetlemeye yardımcı olacak bir denetim organı kurmalıdır. Söz konusu denetim organının rolü, denetlenen birimin yöneticisinin üstündeki yönetim organı tarafından belirlenen yönetmeliklere uygun olarak hareket edip etmediğini tespit etmek veya uygun hareket edildiğini doğrulamaktır. ( Al-Hassan, Papaioanno, Skancke, & Sung, 2013)

Öte yandan örgüt içinde yer alan kurumlar ile dışsal organlar arasında da ayırım yapmak gerekmektedir. İç organlar fonun yasal yapısının bir parçası olsa da dış kuruluşlar, fonun yönetiminde açıkça tanımlanmış bir role sahip olan (örneğin, sahibi veya dış denetçi) diğer tüzel kişilere aittir. Şekil 2.2’de de görüleceği üzere ulusal varlık fonlarının yönetim ve denetim süreçleri içsel ve dışsal olarak yönetici ve denetleyici organlardan meydana gelmektedir. Genel olarak bir varlık fonunun yönetim şekli belirli rol ve sorumluluklar üstlenen beş temel organdan oluşmaktadır. Bu organlar, parlamento, genellikle hükümet (Kabine veya Bakanlar Kurulu) veya Maliye Bakanlığı, Yönetim Kurulu, CEO ve bireysel yöneticilerden oluşmaktadır. ( Al-Hassan, Papaioanno, Skancke, & Sung, 2013, s. 12-13)

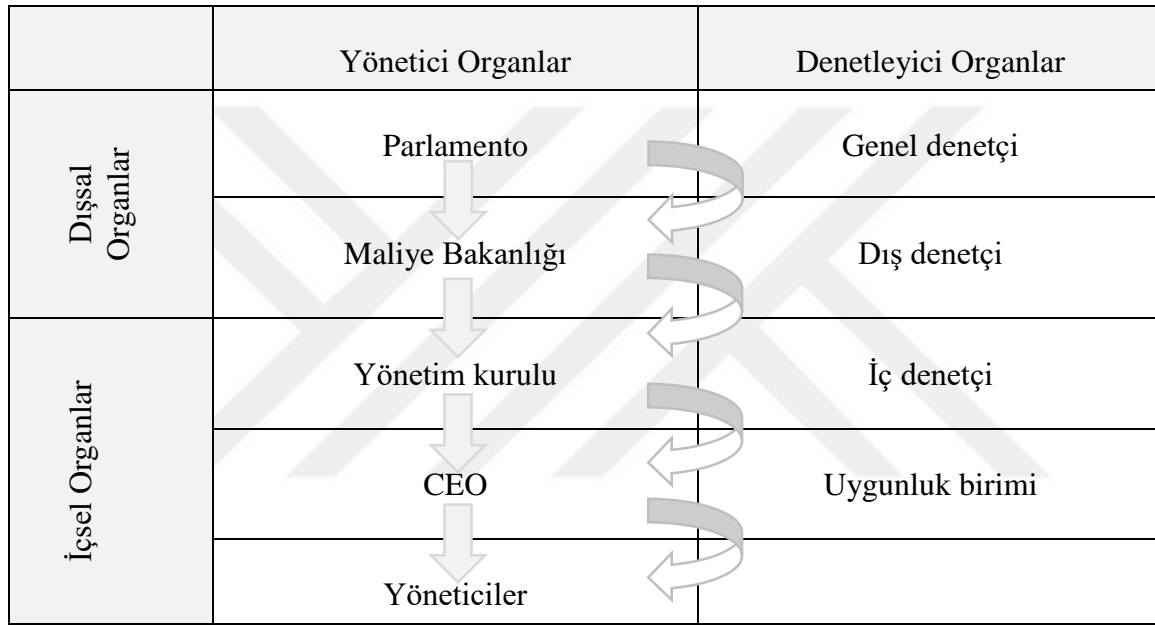
*Parlamento:* Fonun hukuki yapısını belirleyen yasaları ve dolayısıyla faaliyetlerinin yasal dayanağını oluşturan kanunları onaylamaktadır. Ayrıca parlamento ile yürütme organı arasındaki genel yetki dağılımına bağlı olarak, fona ait uygun toplam risk düzeyini belirlemede de rolü olabilmektedir.

*Bakanlar Kurulu veya Maliye Bakanlığı:* Fon sahibi olarak görevlerini yerine getirecektir. Bu görevlerini parlamento tarafından sağlanan yasal çerçevede dahilinde, yatırım faaliyetleri için bir görevlendirme talimatı göndermek suretiyle yerine getirmektedir.

*Yönetim kurulu:* Fon yönetim organizasyonunun yasal yapısı içindeki en yüksek yönetim organıdır. Yatırım rehberi gibi iç kurallar ve düzenlemeleri mal sahibinin belirlediği yetki ve yasal kısıtlar dahilinde belirlemektedir. Ayrıca yatırım organizasyonunun baş yöneticisi olan CEO (chief executive officer)’sunu atamaktadır.

*Baş yönetici (CEO):* Yatırım organizasyonunun idari başkanı olup yönetim kurulu tarafından belirlenen kurallar dahilinde günlük operasyonların sorumluluğunu üstlenmektedir.

*Bireysel yöneticiler (iç ve dış):* CEO ve onun personeli tarafından belirlenen risk limitleri dahilinde faaliyet göstermektedir. Normal olarak, CEO yatırım departmanının işleyişini yatırım kılavuzları içinde faaliyet gösteren bir ana yatırım memuruna (chief investment officer) devredecek ve her bir seviye, hiyerarşide her bir yönetici seviyesine kadar daha dar bir yatırım yetkisine sahip olacaktır.



Şekil 2.2. Ulusal varlık fonlarına ilişkin örnek yönetim ve denetim yapısı

Kaynak: Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management IMF Working Paper, WP/13/231, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13231.pdf> adresinden alınmıştır.

Yönetim organları, hiyerarşik olarak kendilerinin hemen altındaki seviyede bulunan kurumların kanunlar ve yönetmelikler çerçevesinde faaliyet gösterip göstermediğini tespit etmek için çalışan denetleyici organlara sahiptir. Bu organlar tipik olarak, genel denetçi, dış denetçi, iç denetçi ve uygunluk denetim biriminden oluşmaktadır. ( Al-Hassan, Papaioanno, Skancke, & Sung, 2013, s. 13)

*Genel denetçi:* Çoğu ülkede, yürütme organı olan hükümetin faaliyetlerini denetlemek ve kontrol etmek üzere parlamento tarafından atanmakta olup parlamento adına faaliyet göstermektedir. Rollerinden en önemlisi, maliye bakanlığının ya da resmi olarak hareket eden herhangi bir organın parlamento tarafından belirlenen yasalar ve düzenlemeler

çerçevesinde faaliyet gösterdiğini ve parlamentoya ilişkin her türlü raporun doğruluğunu tespit etmektir. Birçok ülkede genel denetim ülke Sayıştaylarınca gerçekleştirilmektedir.

*Dış denetçi:* Fon sahibini (genellikle Maliye Bakanlığı) temsil eden yönetim organı tarafından atanmaktadır. Dış denetçi varlık fonunun hesaplarını denetlemekte olup fonun, fon sahibi tarafından belirlenen kurallar ve düzenlemelere uygun bir şekilde yönetilip yönetilmediğini incelemektedir. Dış denetçi geçici olarak, iç kontrol sisteminin değerlendirilmesi ve kalitesinin ölçülmesi gibi diğer kontrol faaliyetlerini de gerçekleştirebilir.

*İç denetçi:* Yönetim kurulu tarafından atanır ve ona rapor verir. İç denetçi, fonun yönetimini iç düzenlemelere bağlı kalınıp kalınmadığı hususunda denetleyerek denetim bulgularını yönetim kuruluna raporlamaktadır.

*Uyum birimi:* Baş yönetici olan CEO tarafından belirlenir ve tüm faaliyetlerin fonun bütün faaliyetlerinin belirlenmiş kurallara ve düzenlemelere uygun olup olmadığını doğrulamak amacıyla CEO için bir araç görevi görmektedir.

IMF tarafından yapılan bu yönetim modelinde ulusal varlık fonlarına ilişkin ortak tanımlardan ve fonların ortak özelliklerinden yola çıkılarak bir örnek sunulmuştur. Ancak her ülkenin kendi geleneksel idari yaklaşımıyla birlikte fonların amaç ve hedeflerinin farklı olması ve izlemiş oldukları yatırım stratejisi fonun organizasyon yapısını etkilemekte olup ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bu nedenle ulusal varlık fonlarının yönetim ve denetim sürecinde standart bir modelleme yapılamamaktadır.

#### **2.4. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Finans Sistemindeki Yeri ve Etkileri**

Klasik ekonomi teorisi bağlamında geliştirilen ve bu teori çerçevesinde gelişen ekonomik yaklaşımlarda genel olarak kabul gören devletin piyasa içerisinde mümkün olduğunca az yer alarak piyasadaki konumunun düzenleme işlevinden öteye gitmemesi anlayışına dayanan ve kısaca minimal devlet anlayışı olarak ifade edilen ekonomik yaklaşım küresel anlamda da benimsenmiştir. Bu çerçeve içerisinde uluslararası sermaye hareketliliğinde de devletin müdahil olmaması ve belirli düzenlemeler yapmasının dışında sermaye hareketliliğinin kısıtlanmaması anlayışı önem kazanmıştır. Finansal küreselleşmenin ilerlemesi ve dünya ekonomisinin global bir finans sistemi içerisinde değerlendirildiği günümüzde devletler ulusal ekonomi içinden sıyrılarak ulusal varlık fonları aracılığıyla küresel ekonominin bir parçası ve hatta önemli bir unsuru haline gelmişlerdir. Devlet mülkiyetinde olmasına rağmen

finansal piyasalarda etkin bir şekilde rol alması ve gerek yatırım stratejileri gerek kar amacı gütmeleri yönüyle özel şirket gibi hareket etmesiyle bunu kanıtlar niteliktedir. Devlet sahipliğinde ve kontrolünde olan ulusal varlık fonları, finansal küreselleşmenin en yüksek boyutlarına ulaştığı bu dönemde devletlerin küreselleşerek finansal sistemle bütünleşmelerinin de bir aracı konumundadır. Ayrıca her ne kadar sadece finansal yatırım aracı gibi bir rol üstleniyor görünse de ulusal varlık fonları küresel ekonomik piyasalar içerisinde devletlerin egemenlik ve ekonomik güç kazanmak amacıyla kullanmış oldukları bir araç oldukları gerekçesiyle eleştirilmeye devam etmektedir.

Geçmiş dönemlerde küresel sermaye hareketliliğinin devamı üzerinde önemli rol oynayan ve daha önce meydana gelen ekonomik şoklara yeniden maruz kalmamak için önleyici bir konumda bulunan devletler, faaliyete geçirdikleri varlık fonu uygulamalarıyla küresel finans sisteminin önemli bir unsuru haline gelmiştir. Bu durum ise global ekonomi içinde küresel nitelikli varlıklar açısından kamu kesiminin rolünün özel kesim karşısında artmasına neden olmuştur.

Çeşitli makro iktisadi amaçlarına yukarıda değinilmiş olan ulusal varlık fonları, devletlerin ulusal kalkınma politikalarının da bir aracı olma özelliği taşımaktadır. Varlık fonları aracılığıyla küresel ve ekonomik güç olmanın bir yöntemi olarak önce ulusal anlamda gücü artırabilecek yatırımlara yönelen devletler, böylelikle küresel ekonomide rekabet gücü elde etmek ve küresel üretim sürecine daha yoğun bir şekilde dahil olmak amacıyla küreselleşme nedeniyle geri plana itilmiş görünen ulusal kalkınmaya yönelmişlerdir.

Varlık fonlarının birçoğu sahip ülkelerin döviz rezervlerini değerlendirme isteği doğrultusunda kurulmuştur. Fonlar sahip oldukları varlıkları para politikasını uygulayan ve yönlendiren otoriteyi etkileyerek döviz kuruna istikrar sağlayabilmektedir. Başka bir ifadeyle genellikle ülke dışında yatırım yaptıklarından, elde etmiş oldukları döviz gelirlerinin sahip ülkeye getirilerek ülke döviz rezervlerinin artmasına katkıda bulunup döviz kuruna istikrar kazandırabilmektedir. Aynı zamanda ülkede biriken döviz rezervlerinin yurt dışı piyasalarda değerlendirilmesi suretiyle yurt içinde para bolluğunun getireceği talep artışına bağlı olarak ortaya çıkacak enflasyonist baskının engellenmesini sağlamaktadır. Ek olarak ekonominin daralma veya durgunluk dönemlerinde yurt içine likidite sağlayarak piyasaların canlanmasını sağlayabilmektedir.

Sahip oldukları varlıkların büyüklüğü ile hedef ülkeler açısından yaratmış oldukları ve olası kaynak rezervi olması açısından ulusal varlık fonları, yatırım yaptıkları ülke ekonomilerinin gelişmesine ve ülkelerin kalkınmasına da katkıda bulunmaktadır. Ancak bazı ülkelere

politik amaç güdebilecekleri gerekçesiyle özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik güvenlik tehlikesi oluşturacağı yönünde risk unsuru olarak görülmüştür. Bu endişelerin altında genel olarak, ulusal varlık fonlarının yatırım stratejilerinin değişerek daha agresif bir hale gelmesi, fonların dış politika aracı olarak kullanılabilme riski taşınması, devlet sahipliğinde olması, şeffaflık düzeylerinin düşük olması, kurumsal yapı ve risk yönetimlerinin gelişmemiş olması, piyasayı yönlendirme kabiliyetlerinin olması ve sahip oldukları varlıklar karşısında çok az yükümlülüklerinin bulunması gibi gerekçeler yatmaktadır.

Öte yandan bu endişelere karşılık ulusal varlık fonlarının sebep olduğu bir ekonomik kriz olmamakla birlikte özellikle 2008 küresel ekonomik kriz ortamında önemli uluslararası finansal kuruluşlara yapmış oldukları yatırımlar ile sağladıkları likidite göz önünde bulundurulduğunda ekonomi piyasalarının dengede kalmasına katkı sağladıkları görülmektedir. Uzun vadeli yatırımcı olma özelliğiyle ön plana çıkmaları nedeniyle alıcı ülke ekonomilerinde bir istikrar sağlama görevi üstlenmeleri ve ulusal tasarrufların küresel piyasalarda dolaşımını sağlamalarına bağlı olarak yukarıda söz edilen endişeler yerini olumlu düşüncelere bırakmıştır.

Ayrıca fonların sahip olduğu varlıklar ve bu varlıklar aracılığıyla elde etmiş oldukları getirilerin ülkelerin maliye politikaları ve ödemeler dengesi üzerinde olumlu etkileri bulunmaktadır. Bununla birlikte ülkelerin makro ekonomik hedeflere ulaşmasında gerek para politikası gerekse de maliye politikası uygulayıcılarına yardımcı olabilmektedir. Mali sistemle iyi entegre edilmesi halinde ise talep fazlalığına neden olma olasılığı bulunan gelirler kaynak olarak kullanılarak talebin kontrol edilmesiyle beraber enflasyon hedeflemesine katkıda bulunabilmektedir. Söz konusu kaynaklar nüfusun yaşlanması halinde sahip olunan mevcut zenginliğin gelecek kuşaklara aktarılmasının yanında atıl tasarrufların ekonomik büyüme için gerekli olan yatırımlara yönlendirilmesine de imkan sağlamaktadır. (Kayıran, 2016, s. 4)

Daha geniş bir açıdan bakıldığında, daha geniş bir yelpazedeki araçlara yatırım yapan devlet fonları, bu yatırımlar ticari kriterlere dayanıyorsa kaynak tahsisini iyileştirmeye yardımcı olabilir. Aynı zamanda yatırım yapılan şirketlerin ve faaliyet gösterdiği piyasaların iyi performans göstermesi durumunda hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkelerde ekonomilerin gelişmesine ve faiz oranlarının daha düşük bir düzeye gerilemesine katkıda bulunabilir. Böylelikle gelişmekte olan ekonomileri küresel finansal sisteme entegre etmeye

ve küresel politika yapımına daha fazla katılmaya teşvik etmeye yardımcı olabilir. (Gieve, 2008, s. 199)

Devlet sahipliğinde olan ve genellikle uzun vadeli yatırım yapma eğilimi oldukça yüksek olan varlık fonlarının küresel finansal piyasalar açısından dengeleyici bir rol oynadığı da öne sürülebilir. Bu düşüncenin temelinde varlık fonlarınca yapılan yatırımların kısa sürede geri çağırılmaması yatmaktadır. Ayrıca ekonomik dengenin sağlandığı dönemlerin yanı sıra kriz ortamlarında da yatırım yapma eğilimi devam ettiği için ekonomik canlılığın sağlanmasına katkı sunmaktadır. Özellikle körfez kaynaklı fonların 2008 global ekonomik krizindeki rolüne bakıldığında bu fonların genel olarak istikrara katkıda bulunduğu görülmektedir. Daha önce bahsedildiği üzere fonların, kriz döneminde özellikle gelişmiş batı ekonomilerinde acil likidite ihtiyacı duyan finansal kuruluşlara sermaye aktarımında bulunduğu ve uzun vadeli yatırımcı kimliğiyle piyasadan ani olarak meydana gelebilecek sermaye çıkışlarına karşı piyasalara güvence sağlayarak piyasada dengeleyici bir rol üstlendikleri görülmüştür.

Varlık fonlarının küresel finans sistemindeki en önemli etkisi ise ulusal ekonomiler için bir denge unsuru olmasının ötesinde ulusal tasarrufların küresel finans sistemine dahil olmasıyla birlikte sermaye hareketlerinin yaygınlaşmasını ve uluslararası piyasalarda etkinliğin sağlanmasına yardımcı olmasıdır.

## **2.5. Ulusal Varlık Fonlarına Yönelik Düzenleme Çalışmaları**

Küresel düzeyde ulusal varlık fonlarının hızlı bir şekilde büyümesi ve etkinliklerini artırması, bu fonların düzenlenmesine ilişkin tartışmaları da beraberinde getirmiştir. Genellikle uluslararası kurumlar finansal sermayenin sınırlanmaması için böyle bir düzenlemeye gerek olmadığı yönünde fikir beyan etmektedirler. Bir düzenleme faaliyeti olmamakla birlikte 2008 yılında IMF'nin koordinasyonu ile bir araya gelen Ulusal Varlık Fonu Uluslararası Çalışma Grubu, "genel kabul görmüş ilkeler ve uygulamalar" başlığı altında ulusal varlık fonlarıyla ilgili temel ilkeleri belirlemişlerdir. (IWG, 2008) Kısaca "Santiago İlkeleri" veya "Santiago Prensipleri" olarak anılan 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 etmektedir. (IFSWF, 2014) Daha sonra ayrıntılı bir şekilde değinilecek olan Santiago Prensipleri yatırımcıların gönüllü bir



şekilde uymasının istendiği genel düzenlemeler içermektedir. Bu düzenlemelerle alıcı ülkeler tarafından korumacı politikalar uygulanmasının önüne geçilmesi amaçlanmıştır.

### **2.5.1. Ulusal Varlık Fonlarına Karşı Politika ve Uygulamalar**

Sayıları gittikçe artan ve devlet kontrolünde olan ulusal varlık fonları, yönetmiş oldukları varlıkların büyüklüğüyle ve özellikle 2007 sonrasında ABD ve AB gibi gelişmiş finansal piyasalara yapmış oldukları yatırımlarla küresel finans sisteminde önemli bir konum elde etmeye başlamışlardır. Bu gelişmelerle birlikte petrol fiyatlarının düşmesi ve 2008 küresel krizinde finans piyasalarında önemli derecede kayıplar yaşayan fonlar yatırım stratejilerini değiştirmeye başlayarak portföylerini çeşitlendirme eğilimine girmişler ve finans piyasalarının yanı sıra enerji, emlak, teknoloji ve bilişim sektörlerinde de yer edinme yoluna gitmişlerdir. Buna paralel olarak ulusal varlık fonlarının yatırım yaptıkları ülkelerde, fonların yatırım faaliyetleri izlenmeye başlamış yatırım amaçlarının ticari amacın dışında yatırım yapılan ülkelere yönelik politik amaçlar da içerebileceği endişesi bu fonlar tarafından yapılan yatırımlara yönelik önleyici ve kısıtlayıcı tedbirler içeren düzenleme çalışmalarını hızlandırmıştır.

Bu çalışmaların hızlanmasında dikkat çeken husus, söz konusu düzenleme çalışmalarının, ulusal güvenlik kaygılarından hareketle, uluslararası sermayenin dolaşımına kısıtlama getirilmesiyle birlikte yatırım yapacak ülkeler arasında ayrımcılık yapılması sonucuna yol açmasıdır. Bir başka önemli husus, küresel finans piyasalarının, ulusal varlık fonlarının ticari amacın dışında siyasi amaçlarla yatırım yapmasına mı, yoksa yatırım yapılan ülkelerin ulusal güvenlik endişesi altında politik amaçlarla ulusal varlık fonları tarafından yapılan yatırımları engellemeleri mi daha olumsuz sonuçlar doğuracağına bilinmemesidir. (Akbulak, 2008, s. 8)

Ulusal varlık fonları tarafından yatırım yapılan bazı ülkelerece yapılan düzenleme çalışmalarına ilişkin örneklere aşağıda yer verilmiştir.

#### **2.5.1.1. AB ve üye ülkeler tarafından yapılan düzenlemeler**

Yatırımlara açıklık ve sermayenin serbest dolaşımına olan bağlılık, AB'nin uzun süredir devam eden bir ilkesi olup gittikçe küreselleşen uluslararası sistemde de başarının anahtarıdır. Dünyada önde gelen ticaret merkezi ve aynı zamanda doğrudan yabancı yatırımların en büyük alıcısı olan AB, açık bir dünya ekonomik sisteminden en çok fayda

sağlayan ekonomik birimdir. Bu nedenle de piyasaların yatırım için açık kalmasını sağlama yönünde düzenlemelere destek vermektedir.

Ancak üye ülkelerin ulusal varlık fonlarının yatırım faaliyetleri karşısındaki endişelerine de hak vermektedir. Ulusal varlık fonları devlete ait yabancı yatırım araçları olduğu için, yatırımları alıcı ülke açısından kaygı yaratabilmektedir. Yaygın bir şekilde öne sürülen endişeler arasında, fon yatırımlarının getiri maksimizasyonu dışında politik sebeplerle yönlendirilebileceği hususu yer almaktadır. Örneğin, yatırım hedefleri, yeni ürün ve pazarlara girmek suretiyle normal ticari çıkarlar için yönlendirilmek yerine, ulusal stratejik menfaatlere fayda sağlamak için teknoloji ve uzmanlık elde etme arzusunu yansıtabilir. Kısaca ifade edilecek olursa, iş ve yatırım kararlarının fon sahibi ülkelerin politik çıkarlarından etkilenebileceği düşüncesi, alıcı ülkelerin korumacı politikalar üretmesine yönelik endişelerini desteklemektedir. (Commission of The European Communities, 2008)

Ulusal varlık fonlarının gittikçe artan ve çeşitlenen portföyleri nedeniyle bazı üye devletler, ulusal mevzuatı güncellemek ve sermayenin ve kuruluşun serbest dolaşım ilkelerinin uygulanmasına istisna uygulanmasını araştırmak için baskı altında kalmıştır. Bu nedenle fon faaliyetlerinin şeffaflığını, tahmin edilebilirliğini ve hesap verebilirliğini arttıracak gereksiz endişelerin ortadan kaldırılması ihtiyacı doğmuştur.

AB açısından söz konusu endişelerin azaltılması, üye devletlerin fon yatırımlarının faydalarından yararlanmaya devam etmesini sağlayacak ve açık bir yatırım ortamını sürdürmeyi kolaylaştıracaktır. Bu sebeple, Avrupa Birliği'nin yürütme organı olan ve yasama sürecini başlatan Avrupa Komisyonu, ulusal varlık fonları ile ilgili kaygıları azaltmak ve açık bir yatırım ortamı sürdürürken fonlara ait yatırımların şeffaflığını, tahmin edilebilirliğini ve hesap verebilirliğini arttırmak için ortak bir AB yaklaşımı önermektedir. (European Commission Press Release Database, 2008, s. 3)

*Ulusal varlık fonları için ortak bir Avrupa yaklaşımını gerektiren üç neden bulunmaktadır.* (Commission of The European Communities, 2008, s. 7)

Birincisi, ulusal varlık fonları küresel bir sorun olduğundan, çok taraflı çözümler bireysel ulusal tepkilerden daha büyük avantajlar sunmaktadır. Uluslararası bir yaklaşım, fonlar tarafından ortaya atılan zorlukların ve bunların ele alınabileceği olası mekanizmaların ortak anlayışını destekleyecektir.

İkincisi, açık ve ayrımcı olmayan kurallara dayanan iyi işleyen bir iç pazarın sürdürülmesi zorunluluğu, ortak bir yaklaşımın takip edilmesini gerektirmektedir. Entegre bir tek pazarda

bireysel önlemlerin avantajları yanıltıcı olabilir ve potansiyel diğer yatırımcıların kararlarına etki edebileceğinden Avrupa ekonomisine bir bütün olarak zarar verebilir.

Üçüncüsü ise, AB ticaret politikasının temel amaçlarından biri, iç pazarın yönetimi için kullanılan ilkeler temelinde üçüncü ülke pazarlarını AB yatırımcılarına açmaktır. Bu nedenle AB'nin AB içinde engeller koyduğu görülürse bu çabalar oldukça zorlaşacaktır.

Bu sebepler çerçevesinde AB ortak yaklaşımı açık sermaye piyasalarını ve dünya çapında yatırımları teşvik ederek açık, öngörülebilir ve güvenilir bir yasal ortamı sürdürmeyi amaçlamaktadır. AB ve üye ülkeler korumacılık tuzağına düşmeden meşru politika hedeflerini koruyabilmeli ve iç pazar bağlamında AB'nin yatırımları ile ilgili olarak alınan önlemler arasındaki dengeyi sağlamaya çalışmaktadır.

Komisyon'a göre, ulusal varlık fonlarına karşı yapılacak düzenlemelere ilişkin ortak AB yaklaşımı aşağıdaki ilkelere dayanmalıdır:

*Açık bir yatırım ortamına bağlılık:* Lizbon Stratejisi doğrultusunda AB, yabancı sermaye ve yatırımcı dostu bir yatırım ortamı için açık pazarlara olan bağlılığını teyit etmelidir;

*Çok taraflı çalışmaların desteklenmesi:* AB, uluslararası örgütler tarafından aktif olarak ileriye dönük çalışmalar yürütmeli ve SWF sahibi ülkelerle diyalogu teşvik etmelidir;

#### Mevcut araçların kullanımı

*AT Antlaşması ve uluslararası taahhütlerle ilgili yükümlülüklerin karşılanması;*

*Orantılılık ve şeffaflık:* Benimsenen önlemler, haklı hedefe ulaşmak için gerekli olanın ötesine geçmemelidir.

Bu ilkeler doğrultusunda Avrupa Birliği, yatırımlara açıklık ve sermayenin serbest dolaşımına olan bağlılık ilkelerinden taviz vermeden, fon faaliyetleri karşısında ortak bir yaklaşım geliştirirken ulusal varlık fonlarının yatırımlarında şeffaflık, önceden tahmin edilebilirlik ve hesap verebilirlik özelliklerinin desteklenmesi ve üye ülkelerin fon faaliyetlerine karşı düzenleme çalışmalarında orantılı olunmasını tavsiye ederek birliğe üye ülkelerce gönüllülük esasına bağlı olarak uygulanabilecek öneriler geliştirilmesi ve bu konuda da IMF ve OECD gibi uluslararası organizasyonlarla birlikte hareket edilmesi gerektiğini vurgulamıştır. (European Commission Press Release Database, 2008)

Ulusal varlık fonları ile ilgili endişeleri etkili bir şekilde ele almak için fon yönetimine daha fazla açıklık ve anlayış kazandırmakla beraber faaliyetlerinde ve yatırımlarında daha fazla

şeffaflık sağlanması gerekmektedir. Bu çerçevede 2001 yılında hazırlanan “IMF Döviz Rezervleri Yönetim Rehberi” genişletilerek burada belirtilen ilkelerin ulusal varlık fonları içinde uygulanabileceği belirtilmiştir. Aynı şekilde “Devlet Sahipliğinde Olan İşletmelerin Kurumsal Yönetimine İlişkin OECD Rehberi” sınır ötesi yatırımları üstlenen ulusal varlık fonları ile ilgili ilkeleri ortaya koymaktadır. (Commission of The European Communities, 2008, s. 10)

Bu çerçevede ulusal varlık fonlarının yönetimi ve şeffaflığı açısından geliştirilen başlıca öneri ve ilkeler aşağıda belirtilmiştir.

#### Ulusal varlık fonlarının yönetimi açısından

- Fonun iç yönetim yapısındaki sorumlulukların net olarak tahsis edilmesi ve ayrılması,
- Yatırımların genel hedeflerini açıklayan bir yatırım politikasının geliştirilmesi ve yayınlanması,
- İşletmenin tanımlanmış hedeflerine ulaşması için yönetsel özerkliğin varlığı,
- Fonun hükümet yetkilisi ile olan ilişkisini yöneten genel ilkelerin kamuya açıklanması,
- Dürüstlük temin eden genel iç yönetim ilkelerinin açıklanması,
- Risk yönetimi politikalarının geliştirilmesi ve yayınlanması,

#### Şeffaflık açısından ise

- Özellikle çoğunluk mülkiyetinin olduğu yatırımlar için yatırım pozisyonlarının ve varlık tahsisinin yıllık olarak açıklanması,
- Mülkiyet haklarının kullanılması,
- Kaldıraç ve para birimi kompozisyonunun kullanımının açıklanması,
- Fonun büyüklüğü ve kaynaklarının açıklanması,
- Fonun ait olduğu ülkenin düzenlemesinin ve yapılan denetimin açıklanması

gibi ilkeler oluşturulmuştur.

Bu düzenlemelerin yanı sıra birliğe üye ülkelerin ulusal düzeyde yasal ve düzenleyici eylem yapma olanağına sahiptir. Birleşme Yönetmeliği, rekabet dışındaki meşru çıkarları korumak için önlem almalarına imkân sağlamaktadır. Kamu güvenliği, medyanın çoğulluğu ve ihtiyati kurallar meşru menfaatler olarak kabul edilirken, duruma göre Komisyona bildirimde bulunulması halinde diğer konularda dikkate alınabilmektedir. Üye ülkeler,

anlaşmayla uyumlu, amaç ve düzenleme arasında orantılı ve ülkeler arasında ayrımcılık teşkil etmeyecek ve uluslararası yükümlülüklerle çelişmedikleri sürece, belirli ihtiyaçlar ortaya çıkarsa, başka önlemler de alabilmektedir. Ancak Avrupa Adalet Divanı tarafından yalnızca ekonomik nedenlerin hiçbir zaman anlaşmanın yasakladığı engelleri haklı çıkaramayacağı hususu vurgulanmıştır. (European Commission Press Release Database, 2008)

Son çalışmalara bakıldığında ise AB pazarı, genellikle yabancı yatırımlara açık olarak kabul edilmektedir ve yabancı yatırımları kontrol etmek veya taramak için kapsamlı bir rejime sahip değildir. Bununla birlikte, AB ülkelerinin on ikisinin<sup>1</sup> ulusal güvenlik kaygılarını artıran işlemleri taramak için kendi ulusal yönetmelikleri bulunmaktadır. Sonuç olarak, AB’de yabancı yatırım taramasına yönelik mevcut yaklaşım, kapsam ve ölçütler açısından farklılık gösteren, üye devletlere ait yasaların bir parçası olarak görülmektedir.

Küreselleşmeyle ilgili olarak Mayıs 2017’de yayınlanan Avrupa Komisyonu (European Commission-EC) raporunda, yabancı yatırımlara açıklığın AB için kilit bir ilke ve önemli bir büyüme kaynağı olduğu sonucuna varmış, ancak Avrupa’da yatırımların çokluğuyla dikkat çeken devlet sahipliğindeki fonlar hakkında endişeleri olduğu sonucuna varmıştır. Ancak devlete ait işletmelerin stratejik nedenlerle kilit teknolojilere sahip Avrupalı şirketleri devralması ve Avrupa yatırımcılarına tanınan haklarla AB’ye yatırım yapan firmalara ev sahipliği yapan ülkelere göre bir eşitsizlik olmasından da endişe duymaktadır. (European Commission, 2017)

Birliğe üye bazı ülkeler tarafından yapılan yabancı yatırımlara ilişkin düzenlemelere aşağıda yer verilmiştir.

#### **2.5.1.1.1. Almanya**

Almanya’da yabancı yatırımların gözden geçirilmesi Savunma Bakanlığı, Dışişleri Bakanlığı ve ilgili diğer bakanlıkların yanı sıra ulusal güvenlik kaygılarının olup olmadığı konusunda bilgi edinen Federal Ekonomi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından yürütülmektedir.

---

<sup>1</sup> Avusturya, Danimarka, Almanya, Finlandiya, Fransa, Letonya, Litvanya, İtalya, Polonya, Portekiz, İspanya ve İngiltere’dir.

Almanya'nın yapmış olduğu düzenlemelere bakıldığında ulusal güvenlik ve ulusal çıkarların tehdit edilmesi endişelerinin olduğu görülmektedir. Avrupa Birliği'nin, sermaye hareketlerinin serbest dolaşımının engellenmemesine yönelik çabalarını desteklemekle birlikte stratejik sektörlerin yabancı yatırımlar karşısında ulusal çıkarlar doğrultusunda korunmasına yönelik bir denge arayışına yönelmiştir. Federal Ekonomi ve Teknoloji Bakanlığı bu meseleleri ele almak için Alman dış ticaret yasasında değişiklikler önermiştir. Bu durum varlık fonları ve diğer nakit açısından zengin denizaşırı yatırımcılar tarafından, hedeflenen Alman şirketlerinin yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmasını veto etmek için bakanlığın yetkilendirilmesi olarak değerlendirilmiştir. (Fischer, 2008)

Söz konusu yasal düzenleme ile stratejik sektörlerde faaliyet gösteren Alman şirketlerinde %25 ve daha fazla pay sahibi olmasını sağlayan yabancı yatırımların değerlendirmeye tabi tutulması ön görülmektedir. Aynı zamanda yatırımların onaylanması için sınırlı bir inceleme süresi verilmesi ile birlikte yatırım iptali için de devralma teklifinin imzalanmasından veya ilan edilmesinden itibaren 3 ay içerisinde kararlaştırılması gerekmektedir. Öte yandan yatırımların iptali Federal Almanya Cumhuriyeti'nin kamu hukukunu ve güvenliğini garanti altına almak için gerekli olduğu durumda yasaklanabilecek veya sınırlanabilecektir. Sadece doğrudan ve ciddi bir tehlike söz konusu olduğu durumda toplumun çıkarlarının korunması bu yasağı veya kısıtlamayı haklı çıkaracaktır.

18 Temmuz 2017'de, Almanya'nın Dış Ticaret ve Ödemeler Yönetmeliği'nde (Germany's Foreign Trade and Payments Ordinance-GFTPO) bir değişiklik yapılmıştır. Bu değişiklik kritik endüstrilerde yatırım yapıldığında yetkililerin bilgilendirilmesi için yükümlülükler getirmektedir. Buna ek olarak inceleme için gözden geçirme sürelerini uzatmıştır.

Mevcut düzenlemelere göre GFTPO sektörler arası incelemeler ve sektöre özgü incelemeler arasında ayırım yapmaktadır. Yatırımcının AB ve Avrupa Serbest Ticaret Birliği (European Free Trade Association-EFTA) bölgesi dışında yer alması halinde sektörler arası incelemeler yapılabilir ve yatırım yatırımcının doğrudan veya dolaylı olarak bir Alman şirketindeki oy haklarının %25'i bulunduğu durumda inceleme kapsamına alınmaktadır.

Yapılan son değişiklik ile aşağıda belirtilen sektörlerde kamu düzenini veya güvenliğini tehdit edebilecek şirketlerinin satın alımları hususu düzenlenmiştir.

- Kritik altyapı yatırımları (özellikle enerji, ulaştırma, su, bilgi teknolojisi ve telekomünikasyon, finans, sigorta ve sağlık sektörlerinde);
- Kritik altyapı çalışmalarında kullanılan yazılım geliştiricileri;

- Telekomünikasyon ve gözetim teknolojisi alanında belirli şirketler;
- Bilişim alanında belirli şirketler; ve
- Telematik alanında belirli şirketler.

Bu değişikliğe göre yukarıda listelenen endüstrilerdeki şirket satın alımları, İşlemin gerçekleşmesinden itibaren üç ay içinde ve işlemin bitiminden itibaren beş yıl içinde yatırım işlemi ile ilgili firmalar tarafından Ekonomi ve Enerji Bakanlığına bildirilirse derinlemesine inceleme yapabilecektir. (Jackson J. K., 2018, s. 30-31)

#### **2.5.1.1.2. İngiltere**

İngiltere, ticarete dayalı bir ekonomi ile liberal bir yatırım politikasını tarihsel olarak korumuştur ve Birleşmiş Milletler Ticaret ve Geliştirme Konferansı'nın (UNCTAD) 2016 yılı Dünya Yatırım Raporu'na göre dünyanın en büyük 12. doğrudan yabancı yatırım (DYY) alıcısıdır. Birleşik Krallık genellikle yerli ve yabancı yatırımlar arasında politika ayrımı yapmamaktadır. Temel istisna ise diğer Avrupa ülkelerinde olduğu gibi ulusal güvenliği etkileyen yatırımlar içindir. İngiliz hükümeti, İngiltere'nin ulusal güvenliği için önemli gördüğü belirli şirketlere yabancı yatırımları kısıtlayabilmektedir.

#### **2.5.1.1.3. Fransa**

Fransa tarafından yapılan düzenlemeler belirli sektörlerin yabancı yatırımcılar karşısında korunmasına yönelik tedbirler çerçevesinde gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda “Law 2004-1343” ve “Decree 2005-1739” ile kamu düzeni, kamu güvenliği ve savunma ihtiyaçları göz önüne alınarak belirlenen 11 stratejik sektör (Gazino ve kumarhaneler, özel güvenlik, patojen ve toksinler, haberleşmelerin gözetimi/izlenmesi/dinlenmesi, bilgi teknolojisi, bilgi teknolojisi güvenliğine ilişkin test sistemleri, çok amaçlı (savunma/askeri ve diğer) kullanılabilen teknolojiler, kriptoloji, ulusal güvenlik, askeri amaçlı araştırma ve üretim yapan sektörlerdir. Bunlara ilaveten medya, bankacılık/sigortacılık, havacılık/uzay, atom enerjisi, demiryolu taşımacılığı, kömür madenleri, posta ve patlayıcı üretimi sektörüne ilişkin başkaca kısıtlamalar da mevcuttur.) yabancı yatırımlar karşısında korunmaya alınarak bu sektörlerde yapılacak yatırımlar ilgili bakanlıkların görüşüne de başvurulmak suretiyle ekonomi, maliye ve çalışma bakanlıklarının onayına bağlanmıştır. (Akbulak, 2008, s. 12) Ayrıca silah, mühimmat veya patlayıcı maddelerin araştırma, üretim ve pazarlamasına yönelik yabancı yatırımlar da önceden onaylanmaya tabidir. Yatırım sürecinin

gerçekleşmesine ilişkin onay işlemi için öngörülen inceleme süresi iki ay ile sınırlandırılmıştır. (GAO, 2008)

2014 yılında ise Ekonomi Bakanlığı'nın yayınlamış olduğu bir kararname ile kamu düzeninde, kamu güvenliğinde ve ulusal savunmada ulusal çıkarları korumak için gerekli olan yabancı yatırımcı teçhizatı, hizmetleri ve ürünleri için gözden geçirme konusu faaliyetlerin listesi, enerji arzının sürdürülebilirliği, bütünlüğü ve güvenliği (elektrik, gaz, hidrokarbonlar veya diğer enerji kaynakları), su kaynağının sürdürülebilirliği, bütünlüğü ve güvenliği, ulaştırma ağları ve hizmetlerinin sürdürülebilirliği, bütünlüğü ve güvenliği, elektronik iletişim ağları ve hizmetlerinin sürdürülebilirliği, bütünlüğü ve güvenliği, Savunma Yasası'nda tanımlandığı şekilde bir binanın veya hayati önem taşıyan tesislerin işletilmesi ve halk sağlığının korunması eklenmek suretiyle genişletilmiştir. (Jackson J. K., 2018, s. 29-30)

#### **2.1.1.1.4. Hollanda**

Hollanda'nın ticaret ve yatırım politikaları dünyanın en liberalleri arasındadır. AB'nin kurucu üyesi ve Uluslararası Adalet Divanı'nın evi olarak Hollanda, uluslararası kurumların gelişimini tarihsel olarak vurgulamış ve güçlü bir uluslararası odak noktası olan bir ekonomiye sahiptir. Hollanda Anayasası hükümetin daha fazla uluslararası kuruma ve hukukun üstünlüğüne ihtiyaç duyduğu bir hüküm içeren dünyadaki iki anayasadan biridir. (GAO, 2008, s. 80)

Bununla birlikte bazı sektörlerde sadece kamusal firmalar faaliyet göstermekte olup yabancı yatırımlara kapalıdır. Bu sektörler, yüksek voltajlı elektrik üretimi, su kanalları, demiryolu taşımacılığı, havaalanı, posta idaresi, merkez bankası ve toplu otobüs taşımacılığı kamu tekelinde olup, yabancı yatırıma tümüyle kapalı olan bu sektör ve kurumlar dışında AB genel düzenlemelerine paralel olarak ulusal varlık fonları gibi devlet kontrolündeki yatırımlar da dahil olmak üzere yabancı yatırımlara açık bir politika izlenmektedir. (Akbulak, 2008, s. 12) Öte yandan bu kısıtlamaların kaldırılması ve esnekliğin sağlanmasına yönelik çalışmalar ve tartışmalar devam etmektedir.



### **2.5.1.2. ABD tarafından yapılan çalışmalar ve ABD, Singapur, Abu Dabi ortak açıklaması**

ABD ekonomisinde gerekli görüldüğü takdirde yabancı yatırımcıların incelemesi uzun bir süredir söz konusu olup bu tür değerlendirmeleri yürütmekten sorumlu grup Yabancı Yatırımlar Komitesi'dir. Yabancı Yatırımlar Komitesi (The Committee on Foreign Investment in the United States-CFIUS) ABD'nin ulusal güvenlik konusunda bu tür işlemlerin etkilerini belirlemek amacıyla (işlemlerini kapsadığı) yabancı bir kişi tarafından bir ABD iş kontrolünde sonuçlanabilecek işlemleri incelemek için yetkili kurumlar arası komitedir. CFIUS, 1950'li yıllardan itibaren yabancı yatırımlar konusunda çeşitli sınırlandırmalar öngören faaliyetlerde bulunmaktadır.

Belirli sınırlamalar dahilinde yabancı yatırımcılara izin veren ABD ekonomisinde yabancı yatırımlara ilişkin kontrol mekanizması 2007 yılında çıkarılan Yabancı Yatırım ve Ulusal Güvenlik Yasası (Foreign Investment and National Security Act-FINSA) ile daha da sıkı bir hale gelmiştir. Bu yasa ile CFIUS daha etkin bir rol üstlenmiştir. Çeşitli kamu kurumu temsilcilerinden ve üst düzey bürokratlardan oluşan Komite'nin yabancıların şirket hissesi edinmelerini ve şirket satın almalarını sıkı bir şekilde izlemesi öngörülmüş ve Kongre'ye rapor sunması da zorunlu hale getirilmiştir. Ayrıca ABD Başkanı'na şirket satın almaları ve pay devirleri ile ilgili hususlarda veto etme yetkisi tanınmıştır.

FINSA ile CFIUS üye sayısı Enerji Bakanı dahil edilmek suretiyle artırılmıştır. Aynı zamanda başkanın yeni üyeler eklemesine izin verilmiştir. Bununla birlikte politika kararlarına katılmayan resmi olmayan üye statüsü oluşturulmuştur. Bağımsız istihbarat analizini sağlayan Ulusal İstihbarat Direktörü ve İşçi Bakanı ABD iş yasaları ile uygunluğun sağlanması konusunda tavsiyelerde bulunmaktadır.

Ayrıca CFIUS'un bir işlemi gözden geçirirken göz önünde bulundurması gereken faktörler de genişletilmiştir. Kritik altyapı ve kritik teknolojiler dahil edilerek potansiyel güvenlik riski oluşturacak sektörler genişletilmek suretiyle inceleme kapsamı genişletilirken kısıtlama olanağı da artırılmıştır. Bu düzenlemeler CFIUS'un çalışma yoğunluğunu oldukça artırmıştır. ABD'de doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına ilişkin inceleme sayısında artış yaşanmış, 2005 yılında sadece bir inceleme yapılmışken, değişikliğin ardından 2008 yılında inceleme sayısı 23 olmuş ve zamanla yıllık incelenen işlem sayıları artarak 2015 yılında 66 olmuştur. (CFIUS, 2015, s. 3)

ABD yukarıdaki önlemlerle yetinmeyerek ulusal varlık fonlarından politik amaçlarla hareket etmeyecekleri ve yatırımlar konusunda daha şeffaf olacakları konusunda taahhüt alma yoluna da gitmiştir. ABD Hazine Müsteşarlığı yetkilileri ve Singapur hükümetleri ile Abu Dabi hükümetleri, ulusal varlık fonları ve yatırım yapılacak ülkeler için bazı ortak politika ilkeleri üzerinde uzlaşarak bu ilkelere ilişkin bir açıklama yapmışlardır. (U.S. Department of The Treasury, 2008) Bu açıklamanın kapsamını oluşturan ilkeler aşağıda ifade edilmiştir. (Ministry of Finance-Republic of Singapore, 2008)

#### Ulusal varlık fonları için politika ilkeleri

- Ulusal varlık fonlarının yatırım kararı alınırken temel yatırım politikası, doğrudan veya dolaylı olarak devletlerin kontrolüne yönelik jeopolitik amaçlardan uzak olmalı ve sadece ticari amaçlara yönelik olmalıdır.
- Finansal piyasalardaki belirsizliğin azaltılmasına ve alıcı ülkeler açısından güven tesis edilmesi amacıyla, SWF'ler tarafından amaç, yatırım hedefleri, kurumsal düzenlemeler ve finansal bilgiler (özellikle varlık tahsisi, ölçütler ve uygun tarihsel dönemlere ilişkin getiri oranları) gibi alanlarda daha fazla bilgi açıklanmalıdır.
- Varlık fonları güçlü bir yönetim yapısı, iç kontrol sistemi ile operasyonel ve risk yönetim sistemlerine sahip olmalıdır.
- Varlık fonları, özel sektör ile adil bir şekilde rekabet etmelidir.
- Varlık fonları, yatırım yaptıkları ülkelerin geçerli tüm düzenleyici işlemlere ve kamuyu bilgilendirme gerekliliklerine uyarak ev sahibi ülke kurallarına uymalıdır.

#### Yatırım yapılacak hedef ülkeler için politika ilkeleri

- Ulusal varlık fonlarınca yatırım yapılan ülkeler, portföy yatırımlarına veya doğrudan yabancı yatırımlara karşı korumacı engeller oluşturmamalıdır.
- Alıcı ülkeler öngörülebilir yatırım çerçeveleri sağlamalıdır. İç yatırım kuralları kamuya açık olmalı, açıkça ifade edilebilir, öngörülebilir, güçlü ve tutarlı hukuk kurallarıyla desteklenmelidir.
- Alıcı ülkeler yatırımcılar arasında ayırım yapmamalıdır. Yabancı yatırımcılara karşı iç yatırım politikaları benzer nitelikteki yatırımcılara eşit davranmalıdır.
- Alıcı ülkeler, fon yatırımını yönlendirmek yerine yatırımcı kararlarına mümkün olduğunca az müdahale ederek saygı göstermelidir. Ulusal güvenlik nedenleriyle

yatırımlara getirilen kısıtlamalar, fonun işlemlerinden kaynaklanan somut ulusal güvenlik riskleri ile orantılı olmalıdır.

### **2.5.1.3. Rusya**

Rusya'nın stratejik olarak nitelendirdiği sektörleri korumaya yönelik düzenleme çalışmaları konuya ilişkin "Stratejik Öneme Sahip Kuruluşlarda Yabancı Yatırımlara İlişkin Kanun" un kabulü ile başlamıştır. Söz konusu kanunun amacı, Rusya'nın ulusal çıkarlarının korunması ve yabancı yatırımcılar için açık ve şeffaf bir yatırım iklimi yaratılması olarak ifade edilmiştir. Kanun ile Rusya'nın savunması ve güvenliği açısından stratejik önem taşıdığı düşünülen sektörlerde yer alan kuruluşlara yapılacak yabancı yatırımlara ilişkin kurallar belirlenmiştir. Yabancı yatırımların kısıtlandığı ve onaya tabi tutulduğu sektörlerin başında petrol, doğal gaz, nükleer enerji, doğal tekeller stratejik madenler, havacılık, uzay ve benzeri savunmaya duyarlı sektörler yer almaktadır. (Akbulak, 2008, s. 12)

2014 yılında, "Ulusal Savunma ve Devlet Güvenliği Stratejik Öneme Sahip İşletmelerde Yabancı Yatırımların Prosedürleri" ile bu tür stratejik öneme sahip olarak kabul edilen dört tür faaliyetin eklenmesiyle değişiklikler yapılmıştır. Bu faaliyetler, ulaştırma altyapısı tesislerinin savunmasızlığı ve uzmanlaşmış kuruluşlar tarafından ulaşım araçları, ulaştırma altyapı tesislerinin korunması, ulaştırma güvenlik birimlerinin yasa dışı müdahaleden korunması ve taşımacılık güvenliğinde tasdik makamlarının desteğinden oluşmaktadır. (Jackson J. K., 2017, s. 35)

### **2.5.1.4. Kanada**

Kanada Yatırım Kanunu 2007 yılında gözden geçirilerek, kurumsal yönetimi yeterli olmayan, ticari amaçlar dışında amaçlarla hareket ettiği düşünülen yabancı yatırımcılarca yapılan devralma işlemlerinin değerlendirilmesine olanak sağlayacak şekilde, telekomünikasyon, ileri teknoloji ve uranyum madenciliği gibi belirli sektörlerde yabancı yatırımcılar tarafından yatırım yapılmasına ve ortaklık kurulmasına ilişkin kısıtlama yoluna gitmiştir. (GAO, 2008)

Bununla birlikte 2015 yılında Kanada Yatırım Yönetmeliği'nde değişikliğe giderek, yatırımların ulusal güvenlik açısından incelemesi sürecinde, yatırımcıların daha fazla bilgi vermesini gerektirecek şekilde ve hükümetin ulusal güvenlik incelemelerini yürütmesi için belirlenen süreleri uzatmak suretiyle korumacı politikaları artırmıştır. (UNCTAD, 2016)

### 2.5.1.5. Japonya

Japonya “Yabancı Döviz ve Dış Ticaret Yasası” kapsamında, yabancı yatırımcılar, ulusal güvenlikle ilgili olanlar da dahil olmak üzere hassas endüstrilere yatırım yapmak istediklerinde hükümeti önceden bilgilendirmek zorundadır. Bu bildirim sonrasında söz konusu yatırımın ulusal güvenlik, kamu düzenini-kamu güvenliği veya Japon ekonomisini olumsuz yönde etkileyip etkilemeyeceğinin belirlenmesi için gözden geçirilmektedir.

Eylül 2007’de hükümet, Japonya’daki dış yatırım politikalarında, ikili kullanım teknolojilerine sahip sektörlerdeki yabancı yatırımların da artık önceden bildirim ve hükümet incelemesine tabi tutulacağı şeklinde değişikliğe giderek belirlenmiş sektörlerdeki şirketlerde hisselere sahip olan yabancılar için önceki bildirim şartının kapsamını genişletmiştir. Bu değişiklik ile kitle imha silahlarında kullanılmak üzere yüksek bir dönüştürme olasılığı olan ürünlere ve savunma üretimini ve teknoloji altyapısını korumak için kullanılan ürünlere odaklanarak, teknolojinin ülke dışına çıkışını önlemeyi amaçlamıştır. (GAO, 2008, s. 13) Değişikliklerin belirtilen amacı, kitle imha silahlarının çoğalmasını ve savunma üretimine ve teknoloji altyapısına zarar verilmesini önlemektir. (UNCTAD, 2016, s. 96)

Şubat 2008 itibariyle Japonya Maliye Bakanlığı tarafından şeffaflığın artırılması için IMF gibi uluslararası finansal kuruluşlar tarafından önerilen yaklaşımların desteklenmesinin gerektiği ifade edilmiştir.

### 2.5.1.6. Çin

2006 yılında Çin, ulusal çıkarına uygun olmadığını düşündüğü yabancı alımları gözden geçirmek ve potansiyel olarak engellemek için kullandığı prosedürleri tanımlamak için yasal düzenlemeler yapmayı benimsemeye başlamıştır. İki düzenleme Çin’in yabancı yatırımları incelemesi için birincil çerçeve sağlamaktadır. İlk olarak, “Yabancı Yatırımcılar Tarafından Yerleşik İşletmelerin Devralınması ve Birleşmesi İçin Hükümler” (2006 düzenlemeleri), yabancı yatırımları yönetmenin en önemli kurallarıdır. İkincisi ise, “Yabancı Yatırım Endüstrisi Rehberliği için Katalog” olup belirtilen sektörlerde yabancı yatırımı kısıtlamaktadır. Katalogun revize edilmiş bir versiyonu Kasım 2007’de Ulusal Kalkınma ve Reform Komisyonu (National Development and Reform Commission-NDRC) tarafından yayınlanmıştır. Bu katalog Çin’in sanayi politikasının bir yansımasıdır ve yabancı yatırımcılar için bir rehber niteliğinde olup endüstri sektörlerini yabancı yatırımcılar

açısından “teşvik”, “kısıtlı” ve “yasak” olmak üzere üç kategoriye ayırmaktadır. Listelenmemiş sektörlerdeki yatırımlar otomatik olarak “izinli” kabul edilmektedir. (GAO, 2008, s. 44)

OECD’ye göre bu düzenlemeler Çin’i yabancı yatırımların incelenmesi noktasında uluslararası normlara yaklaştırarak şeffaflığın artmasını sağlamıştır. Temmuz 2015’te Çin Ulusal Güvenlik Yasası yürürlüğe girmiştir. Bu yasa ulusal ticari güvenlik, özel eşyalar ve teknolojiler, internet hizmetleri ve ulusal güvenliği etkilediği düşünülen diğer önemli projeler ve faaliyetler hakkında ulusal güvenlik incelemesi yapmak üzere bir ulusal güvenlik gözden geçirme ve gözetim mekanizmasını öngörmektedir. (UNCTAD, 2016, s. 96)

### **2.5.1.7. Hindistan**

Hindistan’da yabancı yatırımı düzenleyen temel yasa Döviz Yönetimi Yasası’dır. (The Foreign Exchange Management Act-FEMA). FEMA Hindistan Hükümeti’ne yabancı yatırımları kısıtlamak ve düzenlemek için yasal yetki vermektedir. FEMA, uygulama yönetmelikleri içermediğinden Hindistan’ın yabancı yatırım politikası her sektör için ayrı ayrı yayınlanan bir dizi kamu bildirimini veya “Basın Notu” ile düzenlenmektedir. Basın Notları genellikle kabine tarafından onaylanarak Ticaret ve Sanayi Bakanlığı bünyesindeki bir departman olan Endüstriyel Politika ve Tanıtım Dairesi (Department of Industrial Promotion Policy-DIPP) tarafından yayınlanmaktadır.

DIPP, her bir sektördeki yatırımların hükümet onayını alması gerekip gerekmediğini veya yatırımların devlet onayını gerektirip gerektirmediğini belirlemekle görevlidir. Yatırım işlemlerini onaylama yetkisine sahip kurum ise Yabancı Yatırım Teşvik Kurulu’dur. (The Foreign Investment Promotion Board-FIPB). Devlet onayı gerektiren herhangi bir yatırım işleminin tamamlanabilmesi için FIPB’den onay alınması gerekmektedir.

Sektörler yabancı yatırım izni verilme seviyelerine göre gruplara ayrılmıştır. Her sektörde bir şirkette yabancı bir yatırımcının sahip olabileceği maksimum pay yüzdesi Basın Notları ile belirlenmektedir. Yabancı mülkiyet hakları genellikle, %0 (yabancı yatırım yapılması yasak olan sektörler), %26 (yabancı yatırımcıların büyük kararları engellemek için yeterli bir paya sahip olmasını sağlamak), %49 (hisselerin çoğunluğunun Hint vatandaşları tarafından tutulmasını sağlamak), %74’ü (Hint vatandaşlarının büyük kararları engellemek için yeterli paya sahip olmalarını sağlamak) ve %100’ü (yabancı yatırımın kısıtlanmadığı

sektörler) şeklinde gruplandırılmıştır. Bu gruplandırmaya göre sektör bazında yatırım izni aşağıda listelenmiştir.

- Yabancı Yatırımın yasak olduğu sektörler (%0); Perakendecilik (tek markalı perakende hariç), atom enerjisi, piyangolar, kumar ve bahis, konut ve gayrimenkul işleri<sup>2</sup>, belirli tarım türleri.
- En çok %26 yabancı yatırım yapılabilen sektörler; Savunma sanayileri, yazılı medya, sigortacılık.
- En çok %49 yabancı yatırım yapılabilen sektörler; Yayıncılık, iç hava yolları, altyapı/hizmet sektörleri.
- En çok %74 yabancı yatırım yapılabilen sektörler; Uyduların kurulması ve işletilmesi, atomik mineraller, kömür madenciliği.
- Yabancı yatırımın kısıtlanmadığı sektörler (%100); Havalimanları, özel petrol rafinerileri, atomik olmayan elektrik üretimi, yollar ve otoyolların geliştirilmesi.

Sektörler itibariyle yatırım yapılabilme oranları belirlenmiş olmakla birlikte bu oranlar devlet onay şartlarından bağımsızdır. Örneğin, %100 yabancı sermayeye açık bir sektör devlet onayı gerektirebilirken, %49 yabancı sermayeye açık olan bir sektörde devlet onayı aranmayabilir. Bununla birlikte yabancı yatırım için gerekli FIPB incelemesi ve onayına ek olarak, yabancı yatırımcılar tarafından finans sektörüne yatırım yapılabilmesi Hindistan Rezerv Bankası tarafından onaylanmasına bağlıdır. Bir başka ifade ile FIPB onayı ancak Rezerv Bankası izni alındıktan sonra verilebilecektir. (GAO, 2008, s. 65-70)

### **2.5.2. OECD ve IMF Tarafından Yapılan Çalışmalar**

Ulusal varlık fonları tarafından yapılan yatırımlara karşı ev sahibi ülkelere başlatılan düzenleme çalışmaları, küresel finansal piyasalarda uluslararası sermaye hareketliliğini kısıtlayan sonuçlar doğuracak olması ve kaynak dağılımındaki etkinliğin azalmasına yol açacağı endişelerini beraberinde getirmiştir. Bu olgular ve düzenleme arayışları ise korumacılık eğilimlerinin yayılmasına yol açma tehlikesi oluşturacağından IMF, OECD ve AB gibi uluslararası oluşumların harekete geçmesini sağlamıştır.

Küresel finans sisteminde önemli konumu olan ulusal varlık fonlarına sahip ülkeler ve bu fonların yatırım yaptığı hedef ülkeler fonların faaliyetleri açısından uluslararası düzeyde en

---

<sup>2</sup> FIPB onayı ile, yatırım belirli durumlarda sektör mülkiyet sınırlarını aşabilmektedir.

iyi uygulamayı oluşturmaya yönelik ilkelerin belirlenmesi amacına yönelik çalışmalar yürütülmüştür. IMF ve OECD gibi oluşumlar, kurumsal yönetim, şeffaflık kamuyu bilgilendirme, hesap verebilirlik ve benzeri ilkelerin ulusal varlık fonları açısından daha etkin bir şekilde uygulanması taraftarı olmuştur. (Akbulak, 2008, s. 21)

Ulusal varlık fonlarının özellikle kriz ortamında finans piyasalarındaki istikrarın sağlanmasındaki rolünü ve sermaye hareketlerinde bir kısıtlama olması durumunda ortaya çıkma ihtimali yüksek daralma eğilimini ön gören IMF ve OECD, ulusal varlık fonlarına yönelik kısıtlayıcı ve korumacı politikalar karşısında arabuluculuk faaliyetleri ve denge unsuru olma çalışmaları yürütmüştür.

Bu bağlamda OECD ve IMF'nin denge unsuru gözetilen çalışmalarında G7 (Group of Seven) ülkelerinin bu yöndeki talebi etkili olmuştur. Ekim 2007 de yapılan G7 ülkeleri maliye bakanları toplantısında ulusal varlık fonları tartışılmış; IMF, Dünya Bankası ve OECD tarafından ulusal varlık fonları için kurumsal yapı, risk yönetimi, şeffaflık ve hesap verebilirlik alanlarında ilkeler oluşturmaları istenmiştir. IMF ve OECD'yi orta yol arayışı için harekete geçiren temel unsur bu talep olmuştur. (Aykın, 2011, s. 20)

#### **2.5.2.1. OECD öncülüğünde yapılan çalışmalar**

OECD Bakanlar Konseyi tarafından, 4-5 Haziran 2008 tarihli Paris toplantısı sonrası yapılan Ulusal Varlık Fonları ve Ev Sahibi Ülke Politikaları Bildirisi'nde, ulusal varlık fonlarının gerek yatırımcı gerekse ev sahibi ülkelerin ekonomisine katkılarının olumlu karşılandığı, ticari amaçlardan ziyade politik dürtülerle hareket etmesinin endişelere neden olacağı ve bunun da ulusal güvenlik kaygıları ile korumacı düzenlemelere zemin hazırlayacağı, karşılıklı işbirliği ortamının oluşturulması suretiyle korumacı uygulamalardan kaçınılacağına vurgu yapılmıştır. Bununla birlikte yatırım çeken ülkelerin de yabancı sermaye için koruyucu ve kısıtlayıcı engeller oluşturmamaları, yatırımcılar arasında ayırım yapmamaları, ulusal güvenlik kaygılarının ortaya çıktığı durumlarda da şeffaf, öngörülebilir, ulusal güvenlik için oluşan riskle orantılı ve açıkça tanımlanmış, sonuçları sorgulanabilir uygulamalar yapmaları istenmiştir. (Aykın, 2011, s. 20)

#### **2.5.2.2. IMF öncülüğünde yapılan çalışmalar**

Ekim 2007 itibariyle, ortaya çıkan endişelerin giderilmesi amacıyla, öncelikle ulusal varlık fonlarının yeterince anlaşılmasına yönelik bir çalışma grubu oluşturulması ve yatırım

yapılan ülkeler için en iyi uygulama esaslarının belirlenmesi amaçlanmıştır. UVF'lerin faaliyetleri nedeniyle ortaya çıkan endişelerin giderilmesinin yolunun kamuya bu fonlara ilişkin daha fazla bilginin açıklanmasından geçtiği yönünde görüş birliği oluşmuş ve Şubat 2008'de kamuya açıklanan, "Sovereign Wealth Funds: A Work Agenda" adlı dokümanda, özellikle kurumsal yönetim ilkelerine uyum, şeffaflık ve daha fazla kamuyu aydınlatma üzerinde durulmuştur. (Akbulak, 2008, s. 15)

21 Mart 2008'de IMF Yönetim Kurulu, ilk ulusal varlık fonu politika tartışmasını gerçekleştirerek varlık fonlarına yönelik gönüllü en iyi uygulamaları hazırlamak için IMF çalışma planını onaylamıştır. Kurulun değerlendirmesini özetleyen Kamu Aydınlatma Bildirisi, en iyi uygulamaların hem mevcut hem de potansiyel UVF'lerin işleyişini artıracak ve eşit derecede önemli olduğunu, açık küresel finansal sisteme katkıda bulunacağını ve yabancı yatırım için piyasaların korunmasına yardımcı olacağını belirtmiştir. Kurul ayrıca, en iyi uygulamaların yönetim, kurumsal ve risk yönetim düzenlemeleri, yatırım politikaları ve şeffaflığa odaklanması beklenen en iyi uygulamaların içeriğine ilişkin rehberlik sağlamıştır.

IMF tarafından orta yol arayışlarının somutlaşması "Santiago Prensipleri" ile olmuştur. Ekim 2008'de IMF öncülüğünde ulusal varlık fonları için "Genel Kabul Görmüş Prensipler ve Uygulamalar" (Generally Accepted Principles and Practices-GAPP) oluşturulmuştur. Bu çalışma 24 adet ilke oluşturmakta olup fonlara yönelik katı kurallar oluşturulmasının önlenmesi ve fonların daha açık ve şeffaf olmalarının sağlanmasını hedeflemektedir.

Santiago Prensipleri, yatırım yapılacak 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 içermekte olup aşağıda ayrıntılı şekilde değinilecektir. (Aykın, 2011, s. 21)

### **2.5.3. Santiago Prensipleri**

2008 yılında, dünyanın dört bir yanından 23 lider devlete ait uluslararası yatırımcı grubu ile G20, Uluslararası Para Fonu ve ABD Dış İlişkiler Dairesi Başkanlığı gibi küresel gruplarla



yapılan görüşmelerin ardından 25 IMF üyesi ülke<sup>3</sup> tarafından SWF yatırım uygulamalarını ve hedeflerini doğru bir şekilde yansıtan gönüllü ilkeler üzerinde çalışmak üzere Uluslararası Çalışma Grubu (International Working Group of Sovereign Wealth Funds, IWG-SWF) oluşturulmuştur.

IWG, ulusal varlık fonlarının kararlarının siyasi motiflerle değil finansal ve ekonomik düşüncelerle belirlendiğini belgeleyen, gönüllülük esasına dayalı, genel kabul görmüş prensipler belirlenmesi üzerine görüş birliğine varmıştır. Bunun üzerine Washington, Singapur ve Santiago’da toplantılar yapılmış ve Santiago’daki toplantı sonucunda “Santiago İlkeleri” olarak adlandırılan 24 adet Genel Kabul Görmüş İlke ve Uygulamalar (Generally Accepted Principles and Practices-GAPP) oluşturulmuştur. (Bayar & Yıldırım, 2013, s. 74) Egemen servet fonları için Genel Kabul Görmüş İlkeler ve Uygulamalar (GAPP), Uluslararası Egemen Servet Fonları Forumu (IFSWF)’nin tüm üyeleri tarafından gönüllü olarak onaylanmıştır. Santiago Prensipleri IMF tarafından yürütülen korumacı politikalara karşı orta yol arayışlarının bir ürünüdür.

Santiago prensipleri, uygun yönetim ve hesap verebilirlik düzenlemeleri ve uzun vadeli yatırım uygulamaları için gerekli yatırım uygulamalarının uygulanması konusunda pratik rehberlik sağlamaktadır. İlkeler ayrıca sınır ötesi yatırımları ve finansal sistemlerin açıklığını ve istikrarını arttırmayı amaçlamaktadır. (IFSWF, 2016)

Santiago prensipleri, makroekonomik politikalar ile koordinasyon, yasal çerçeve ve hedefler (GAPP 1-5), kurumsal çerçeve ve yönetim yapısı (GAPP 6-17) ile yatırım ve risk yönetimi çerçevesi (GAPP 18-24) olmak üzere üç temel alandan oluşmaktadır. Bu ilkelere aşağıda maddeler halinde yer verilmiştir. (IFSWF, 2018)

#### Makroekonomik politikalar ile koordinasyon, yasal çerçeve ve hedeflere ilişkin ilkeler

GAPP-1: SWF için yasal çerçeve sağlam olmalı ve bu çerçeve fonun etkin çalışmasını ve belirtilen hedef (ler)in başarısını desteklemelidir.

GAPP-2: SWF’nin politika amacı açıkça tanımlanmalı ve bu amaçlar kamuya açıklanmalıdır.

---

<sup>3</sup> IWG üyesi ülkeler: Avustralya, Azerbaycan, Bahreyn, Botswana, Kanada, Şili, Çin, Ekvator Ginesi, İran, İrlanda, Güney Kore, Kuveyt, Libya, Meksika, Yeni Zelanda, Norveç, Katar, Rusya, Singapur, Doğu Timor, Trinidad & Tobago, Birleşik Arap Emirlikleri, ABD ve Vietnam. Suudi Arabistan, OECD ve Dünya Bankası daimi gözlemci olarak katılmıştır.

GAPP-3: SWF'nin faaliyetlerinin doğrudan yerel makroekonomik etkilere neden olduğu durumlarda, bu faaliyetlerin genel makroekonomik politikalarla tutarlılığını sağlamak için yerel mali ve parasal otoritelerle sıkı bir şekilde koordine edilmelidir.

GAPP-4: SWF'nin finansman sağlama, geri çekme ve harcama işlemlerine genel yaklaşımıyla ilgili anlaşılır ve kamuya açık politikalar, kurallar, prosedürler veya düzenlemeler olmalıdır.

GAPP-5: SWF ile ilgili istatistiksel veriler, zamanında veya raporun gerektirdiği durumlarda fon sahibine, makroekonomik veri setlerine uygun olarak dahil edilmek üzere rapor edilmelidir.

#### Kurumsal çerçeve ve yönetim yapısına ilişkin ilkeler

GAPP-6: SWF için yönetim çerçevesi sağlam olmalı ve hedeflerini gerçekleştirmek için yönetiminde hesap verebilirliği ve operasyonel bağımsızlığı kolaylaştırmak amacıyla rollerin ve sorumlulukların açık ve etkili bir şekilde dağıtılması sağlanmalıdır.

GAPP-7: Fon sahibi, SWF'nin hedeflerini belirlemeli, yönetim organlarını (üyelerini) açıkça tanımlanmış prosedürlere uygun olarak atamalı ve SWF'nin çalışmaları üzerinde denetleme yapmalıdır.

GAPP-8: Yönetim organ (lar)ı SWF'nin çıkarları doğrultusunda hareket etmeli ve görevlerini yerine getirmek için yeterli yetki ve yetkinliğe sahip olmalıdır.

GAPP-9: SWF'nin operasyonel yönetimi, Fonun stratejilerini bağımsız bir şekilde ve açıkça tanımlanmış sorumluluklara uygun olarak uygulamalıdır.

GAPP-10: SWF'nin işlemleri için hesap verebilirlik çerçevesi, ilgili mevzuat, tüzük, diğer kurucu belgeler veya yönetim sözleşmesinde açıkça tanımlanmalıdır.

GAPP-11: SWF'nin faaliyetleri ve performansı ile ilgili yıllık rapor ve ekli mali tablolar, zamanında ve uluslararası kabul görmüş uluslararası veya ulusal muhasebe standartlarına uygun olarak tutarlı bir şekilde hazırlanmalıdır.

GAPP-12: SWF'nin çalışmaları ve mali tabloları, yıllık olarak, kabul edilmiş uluslararası veya ulusal denetim standartlarına uygun olarak tutarlı bir şekilde denetlenmelidir.

GAPP-13: Profesyonel ve etik standartlar açıkça tanımlanmalı, SWF'nin yönetim organları, yönetimi ve personeli tarafından bilinmelidir.

GAPP-14: SWF'nin operasyonel yönetimi amacıyla üçüncü taraflarla ilgilenmek, ekonomik ve mali gerekçelere dayanmalı ve açık kural ve prosedürleri takip etmelidir.

GAPP-15: SWF çalışmaları ve fon sahibi ülkelerdeki faaliyetler, faaliyet gösterdikleri ülkelerin geçerli tüm düzenleyici ve açıklama gerekliliklerine uygun olarak yapılmalıdır.

GAPP-16: Yönetim çerçevesinin ve hedeflerinin yanı sıra, SWF yönetiminin işletme tarafından bağımsız olarak nasıl işlediğinin kamuya açıklanması gerekir.

GAPP-17: SWF ile ilgili mali bilgiler, uluslararası finansal piyasalarda istikrara katkıda bulunacak ve alıcı ülkelere olan güveni artıracak şekilde, ekonomik ve finansal yönelimini göstermek amacıyla kamuya açıklanmalıdır.

#### Yatırım ve risk yönetimi çerçevesine ilişkin ilkeler

GAPP-18: SWF'nin yatırım politikası açık olmalıdır. Aynı zamanda bu yatırım politikaları, fon sahibi veya yönetim kurulu tarafından belirlenmiş hedefler, risk toleransı ve yatırım stratejisi ile tutarlı olmalı ve fon sahibi veya yönetim organ (lar)ı tarafından belirlenen ve sağlam portföy yönetim ilkelerine dayanmalıdır.

GAPP-19: SWF'nin yatırım kararları, riske göre düzeltilmiş finansal getirileri yatırım politikasına uygun bir şekilde ve ekonomik ve mali gerekçelere dayanarak maksimize etmeyi amaçlamalıdır.

GAPP-20: SWF, özel kuruluşlarla rekabet ederken daha geniş yönetim ile imtiyazlı bilgi veya uygun olmayan etkiden faydalanmamalı veya bunlardan yararlanmamalıdır.

GAPP-21: SWF'ler, hisse sahiplik haklarını, hisse yatırımlarının değerinin temel bir unsuru olarak görmektedir. Bir SWF mülkiyet haklarını kullanmayı seçerse, bunu yatırım politikasına uygun bir şekilde yapmalı ve yatırımlarının mali değerini korumalıdır. SWF, sahiplik haklarının kullanımını yönlendiren temel faktörler de dahil olmak üzere, borsada işlem gören şirketlerin oy hakkına yönelik genel yaklaşımını kamuya açıklamalıdır.

GAPP-22: SWF, faaliyetlerinin risklerini tanımlayan, değerlendiren ve yöneten bir çerçeveye sahip olmalıdır.

GAPP-23: SWF'nin varlıkları ve yatırım performansı (eğer varsa, kesin ve ölçütlere göre) açıkça tanımlanmış ilke ve standartlara göre ölçülmeli ve sahibine bildirilmelidir.

GAPP-24: GAPP'in uygulanmasının düzenli olarak gözden geçirilmesi süreci, SWF tarafından veya onun adına yürütülmelidir.

Santiago prensipleri içerik olarak 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. (Aykın, 2011, s. 20)

Santiago İlkeleri şeffaflık, iyi yönetim, hesap verebilirlik ve ihtiyatlı yatırım uygulamalarını teşvik ederken, daha açık bir diyalogu ve SWF faaliyetlerini daha iyi anlamayı teşvik etmektedir. IWG, SWF yatırımlarının uluslararası piyasalar için hem yararlı hem de kritik olduğunu kabul etmektedir. Bu amaçla SWF düzenlemelerinin uygun şekilde kurulduğunu ve yatırımların ekonomik ve mali açıdan yapıldığını, fon sahibi ve hedef ülkelere ve uluslararası finansal piyasalara göstermeye çalışmaktadır. Bu nedenle genel olarak kabul edilen ilkeler ve uygulamalar, Uluslararası Çalışma Grubu tarafından hazırlanan ve 2008'de IMF'nin Uluslararası Parasal Mali Komitesi tarafından memnuniyetle karşılanan Santiago İlkeleri'nin hedefleri;

- İstikrarlı bir küresel finansal sistemin ve serbest sermaye ve yatırım akışının korunmasına yardımcı olmak,
- SWF'lerin yatırım yaptığı ülkelerde geçerli tüm düzenleme ve açıklama gerekliliklerine uymak,
- SWF'lerin ekonomik ve finansal risk ve getiri ile ilgili kaygılar temelinde yatırım yapmasını sağlamak,
- SWF'lerin yeterli operasyonel kontroller, risk yönetimi ve hesap verebilirlik sağlayan şeffaf ve sağlam bir yönetim yapısına sahip olmasını sağlamak

olarak ifade edilmiştir. (IFSWF, 2018)

Santiago İlkeleri, SWF'lerin hem iç pazarlarda hem de küresel anlamda ekonomik ve finansal olarak yönlendirilmiş varlıklar olarak yatırım yaptığını göstermektedir. Aynı zamanda küresel finansal sistemin istikrarına katkıda bulunarak korumacı baskıları azaltıp açık ve istikrarlı bir yatırım ortamını korumaya yardımcı olmaktadır.

IWG tarafından Santiago Prensipleri yayımlandıktan sonra bu grup yerini Uluslararası Egemen Servet Fonları Forumu (International Forum of Sovereign Wealth Funds-IFSWF)'na bırakmıştır. Forum şu anda dünyanın çeşitli bölgelerinden, çeşitli görevlere ve

gelişimlerinin çeşitli aşamalarına sahip 30'dan fazla egemen varlık fonundan oluşan bir grubu temsil etmektedir.

#### **2.5.4. Linaburg - Maduell Şeffaflık Endeksi (Linaburg-Maudell Transparency Index-LMTI)**

Korumacı politikalar sebebiyle ve yatırım yapılacak ülkelerin tedirginliğinin azaltılması amacıyla iyi niyet göstergesi olması için yapılan uygulamalardan birisi de fonların şeffaflık derecelerinin ölçülmesidir. Şeffaflık sürdürülebilirliğin önemli bir parçasıdır ve Fonun yapısı ve çalışmaları ile ilgili bilgiler içermektedir. Varlık fonlarının daha fazla şeffaf olması ihtiyacı hem fon sahibi ülkeleri hem de ev sahibi ülkelerin fonlara bakış açısını desteklemek için önemlidir. Fonlar daha yüksek bir şeffaflık düzeyi ile yatırım yapılacak pazara karşı dostça bir ortam yaratmanın yanı sıra korumacı yaptırımların yükselişini önleme ve daha etkin bir çalışma ortamı sağlanmasına zemin hazırlama olanağı elde edebilirler.

Şeffaflık endeksi Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü için Carl Linaburg ve Micheal Maduell tarafından 2008 yılında geliştirilmiştir. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi, ulusal varlık fonlarının şeffaflıklarını derecelendirmek için kullanılmaktadır. Politikalarından endişe duyulan devlet sahipliğindeki fonlara ait yatırım araçlarının, niyetlerinin açıkça ortaya konması ve bu hususta daha opak ve şeffaf olmalarının sağlanması hedeflenmektedir.

Linaburg-Maduell şeffaflık endeksi geliştirildiği 2008 yılından beri dünya çapında devlet sahipliğindeki fonlar tarafından, resmi yıllık rapor ve beyanlarında küresel standart ölçü olarak kullanılmaktadır. Bu endeks devlet sahipliğindeki fonların şeffaflığını kamuya açıklayan on temel ilkeye dayanmaktadır. Aşağıda yer verilen Çizelge 2.4.'te bu ilkelerden her biri şeffaflık derecesini bir puan artırmaktadır. Bir fonun alabileceği en düşük puan 1'dir. SWF Enstitüsüne göre bir fonun şeffaf sayılabilmesi için asgari 8 puan alması gerekmektedir. Fonların şeffaflık dereceleri yayınladıkları bilgilerle değişebilmektedir.

Linaburg - Maduell Şeffalık Endeksi İlkeleri	Puan
Tarihsel olarak fonun kuruluş nedeni, kaynakları ve kamu sahiplik yapısının paylaşılması	+1
Güncel olarak yıllık bağımsız denetim raporlarının sunulması	+1
Fonun sahip olduğu şirket paylarının yüzdesel olarak ve bunların coğrafi dağılımını paylaşılması	+1
Fon portföyünün toplam piyasa değeri, getirileri ve yönetim masraflarını paylaşılması	+1
Fonun etik standartlarına, yatırım politikalarına ve yönetilme esaslarına ilişkin kuralların açıklanması	+1
Fonun strateji ve hedeflerinin net bir şekilde açıklanması	+1
Varsa, fonun iştiraklerinin kimlikleri ve iletişim bilgilerinin net bir şekilde açıklanması	+1
Varsa, Fon'un fon dışı yöneticilerine ilişkin bilgilerin verilmesi	+1
Fonun kendine ait yönettiği bir web sitesinin olması	+1
Fonun ana merkezinin adresi ve telefon-faks gibi iletişim bilgilerinin paylaşılması	+1

Çizelge 2.4. Linaburg-Maduell Şeffalık ilkeleri ve puan tablosu

Kaynak: SWFI: 2018. <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> web adresinden 15 Mart 2018 tarihinde alınmıştır.

Ulusal varlık fonlarına ilişkin 2019 yılı şeffaflık dereceleri ise Çizelge 2.5.'te gösterilmiştir. Tablo incelendiğinde görüldüğü üzere fonların şeffaflık dereceleri ile sahip olan ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyleri arasında bir bağ bulunmamaktadır. Ekonomik olarak gelişmiş ülkelerin sahip olduğu fonlar şeffaflık açısından zayıf olabileceği gibi gelişmekte olan veya gelişmişlik düzeyi düşük ülkelerin sahip olduğu fonlar yüksek şeffaflık derecesine sahip olabilmektedir.

Ulusal Varlık Fonu	Oran	Ulusal Varlık Fonu	Oran
U.S. Alaska Permanent Fund	10	Singapore- GIC Private Limited	7
Canada- Alberta Investment Management Corporation	10	Trinidad &Tobago HSF	7
Chile Pension Reserve Fund	10	Saudi Arabia- PIF	7
Panama Saving Fund	10	Russia- RDIF	7
Australia Future Fund	10	Timor-Leste Petroleum Fund	7
UAE- Mubadala Invest. Company.	10	UAE- ADIA	6
Bahreïn-Mumtalakat H. Company	10	Kuwait- KIA	6
Ireland NPRF	10	Botsvana Pula Fund	6
New Zealand Superannuation Fund	10	Angola's Sovereign Fund	5
North Dakota Legacy Fund	10	UAE- Investment Corp. Of Dubai	5
Norway-GPF-Global	10	China NSSF	5
Kazakhstan- Samruk- Kazyna	10	Iran- NDFI	5
Chile Social and Economic S. Fund	10	Qatar- QIA	5
Azerbaijan-State Oil Fund	10	Libya- LIA	4
Temasek Holdings	10	Oman Investment Fund	4
Alabama Trust Fund	9	Oman- SGRF	4
U.S. -New Mexico SIC	9	China- SAFE Investment Company	4
Nigeria SIA	9	Vietnam- SCIC	4
U.S. -Wyoming Retirement System	9	UAE- Emirates Invest. Authority	3
Hong Kong-HKMA	8	Kazakhstan National Fund	2
Ireland-ISIF	8	Burunei Investment Agency	1
Malaysia Khazanah Nasional	8	Venezuela (Macroeconomic Stabilization Fund)	1
Korea Investment Corporation	8	Mauritania National Fund for Hydrocarbon Reserves (NFHR)	1
China Investment Corporation-CIC	7	Algeria- Revenue Regulation Fund	1

Çizelge 2.5. Ulusal varlık fonlarının Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'ne göre oranları

Kaynak: SWFI:2018. <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-indexweb> adresindeki veriler kullanılarak hazırlanmıştır. (Erişim Tarihi:07 Haziran 2019).

### **3. DÜNYADA VARLIK FONU UYGULAMALARI**

Ulusal varlık fonlarına ilişkin bazı örneklere değinilmeden önce bölgesel bazda genel özelliklere değinilmesinin daha açıklayıcı olacağı düşünülmektedir. Bu sebeple aşağıda varlık fonlarının bölgesel özelliklerine yer verilmiştir.

#### **3.1. Ulusal Varlık Fonlarının Bölgesel Özellikleri**

Ulusal varlık fonları amaç, kaynak, şeffaflık, yönetim ve denetim gibi hususlarda farklılık göstermelerine rağmen bölgesel olarak incelendiğinde ortak özelliklerinin de bölgelere göre benzerlik gösterdiği görülmektedir. (Yalçınmer & Sürekli, 2015, s. 12-14)

##### **3.1.1. ABD Merkezli Fonlar**

Varlık fonu statüsünde olan 11 fon (Alaska Permanent Fund, Texas Permanent School Fund, New Mexico State Investment Council, Texas Permanent University Fund, Permanent Wyoming Mineral Trust Fund, North Dakota Legacy Fund, Alabama Trust Fund, Utah-SITFO, Idaho Endowment Fund Investment Board, Louisiana Education Quality Trust Fund, West Virginia Future Fund) bulunmaktadır. (SWFI, 2019)

Fonların kurulmuş oldukları eyalette bulunan seçmenlerin kabulü veya eyalet meclislerinde oylama yapılarak anayasal düzenleme ile kurulmuştur. Ana gelir kaynakları ağırlıklı olarak petrol ve doğal gazdan oluşmakta olup ek olarak maden gelirleri ve toprak işletim gelirleri de vardır.

Kuruluş amaçlarının genellikle eğitim hizmetleriyle ilgili olup eğitimde kalitenin artırılmasına yönelik olduğu görülmektedir. Ayrıca fon faaliyetleri arasında, istihdam ve vergi gelirlerinin artışının sağlanması, altyapı hizmetlerinin geliştirilmesi, eyalet genelindeki yurttaşlara temettü dağıtımını yapılarak yurttaşların vergi ödeme istekliliğinin artırılması da yer almaktadır.

Yönetim kurulları seçilmiş ve atanmış üyelerden oluşmaktadır. Fonların faaliyet alanına göre eğitim ve finans sektörlerinden profesyonellerin yanı sıra seçimle belirlenen yöneticilerin olduğu görülmektedir. Kurul yöneticiliğini ise genellikle eyalet valileri üstlenmektedir.



Yatırım ve harcama faaliyetlerinde son derece şeffaf olan fonlar bağımsız denetim şirketlerince hazırlanan raporları düzenli olarak kamuoyuna açıklamaktadır. LMT endeksi bakımından şeffaf varlık fonları olarak değerlendirilebilir.

### **3.1.2. Latin Amerika Merkezli Fonlar**

Bu fonlar ağırlıklı olarak körfez ülkeleri gibi petrol gelirleriyle varlıklarını desteklemekte olup maden gelirleri de önemli paya sahiptir. Genellikle ülkelerin döviz rezervlerini yöneten merkez bankaları çatısı altında yer almakta olup bağımsız hareket etmektedir. Yönetim kurullarında ekonomi veya maliye bakanlığı etkin bir şekilde görev almaktadır. Fon yönetimlerinde hükümetler doğrudan söz sahibi olabilmektedir ancak fonların yatırım ve kararları parlamento denetimine tabidir.

Fonların amaçları gelir kaynaklarıyla şekillenmektedir. Genel olarak, vergiler, maden gelirleri ve diğer gelirden kaynaklanan gelirlerin oynaklığından ekonominin etkilenmesini önlemek, enerji sektörü gelirlerindeki dalgalanmalardan korumak için bir istikrar bileşeni ve gelecek nesiller için bir tasarruf bileşeni oluşturmak, uluslararası petrol fiyatlarındaki ani değişikliklerden kaynaklanan petrol gelirleri seviyesindeki değişimlerin kamu maliyesi üzerindeki etkilerini azaltmak, emeklilik oranlarındaki muhtemel artış karşısında gelecek yıllarda ortaya çıkacak finansman ihtiyacını karşılamak ve stratejik öneme sahip sektörlerde lokomotif görevi üstlenmek gibi amaçlar ön plana çıkmaktadır.

Fonların kuruluş aşamalarında hazineden kaynak aktarılmakla birlikte özelleştirme gelirleri, belirli gelirlerin belirli bir oranının fona aktarılması ve emeklilik fonlarından yararlandırıldığı görülmektedir. Yoğun olarak mali istikrarın hedeflenmesi sebebiyle fon kaynaklarından ihtiyaç durumunda hükümet bütçesine kaynak aktarılması çokça karşılaşılan bir durumdur.

Yatırım politikaları şekillendirilirken uluslararası finans kuruluşlarından danışmanlık hizmeti alınmaktadır. Şeffaflık açısından ise Şili-Sosyal ve Ekonomik İstikrar Fonu (Chile-Social and Economic Stabilization Fund), Şili-Emeklilik Fonu (Chile-Pension Reserve Fund), Brezilya Varlık Fonu (Sovereign Fund of Brasil) ve Panama Tasarruf Fonu (Panama Saving Fund) gibi oldukça şeffaf fon kuruluşları olmasına rağmen genel olarak yatırım ve yönetim süreçlerinde sınırlı bilgi paylaştıkları için şeffaf olmamaları sebebiyle eleştirilmektedir.

### **3.1.3. Afrika (Sahra Altı) Merkezli Fonlar**

Afrika merkezli fonlar genellikle kaynaklarını petrol gelirlerinden ve elmas gibi maden gelirlerinden sağlamaktadır. Yönetim ve yatırım konularında UBS (Union Bank of Switzerland), Goldman Sachs ve Credit Suisse gibi uluslararası finans kuruluşlarından özellikle de yurt dışı yatırımlar konusunda danışmanlık hizmeti almaktadırlar.

Sosyal ve ekonomik kalkınmanın desteklenmesi, petrol ve elmas ihracatından elde edilen gelirlerinin gelecek nesillere aktarılması ile gelecek nesiller için finansman getirileri oluşturmak ve makroekonomik istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmak gibi amaçlarla kurulmuşlardır. Ayrıca tarım, temiz su ve elektrik üretimi gibi altyapıya yönelik projelerin finansmanı gibi amaçlarla yaşam kalitesinin artırılması hedeflenmektedir.

Afrika merkezli fonların en önemli eksiği ise Nijerya Bağımsız Yatırım Otoritesi haricinde yönetimdeki şeffaflık ve hesap verilebilirlik noktasında yetersiz olmalarıdır.

### **3.1.4. Kuzey Afrika Merkezli Fonlar**

Cezayir Gelir Düzenleme Fonu (Algeria- Revenue Regulation Fund) ve Libya Yatırım Otoritesi (Libyan- Investment Authority) petrol ve doğal gaz kaynaklı fon kuruluşlarıdır. Fas Turizm Geliştirme Fonu ise petrole dayalı bir kuruluş olmayıp Fas'ı dünyanın en iyi 20 turizm destinasyonundan birine dönüştürmeyi hedefleyen bir kamu fonudur. Ancak 2016 yılında Fas ekonomisinin üretken tüm sektörleri kapsayacak şekilde fon kapsamı genişletilmiştir. Yatırımcıları ve ortakları çekerek, yatırım işlemlerini yapılandırmak ve yürütmek ve portföyündeki yatırımları desteklemek ve yönetmek suretiyle, farklı Fas ekonomilerinin finansmanını sağlamlaştırmayı ve geliştirmeyi hedeflemektedir.

Petrol kaynaklı kuruluşlar, petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki dalgalanmaların ekonomi üzerindeki etkisini azaltmak ve petrol-doğal gaz üretimine büyük ölçüde bağımlı olan ülke ekonomilerinin istikrara kavuşturulması amacıyla kurulmuştur. Ekonominin çeşitlendirilmesi suretiyle gelecek nesiller için çeşitlendirilmiş bir zenginlik kaynağı bırakmayı hedeflemektedir. Gelecek kuşaklarının geleceğini güvence altına almayı, gerçek ekonomik kalkınma için finansal istikrarı sağlamayı ve vatandaşların gelecekte ekonomik güvenlik ve refahının artırılması diğer amaçlardır.

Varlıkların ağırlıklı kısmı ülke dışında tutulmaktadır. Şeffaflık değerlendirmeleri oldukça düşüktür. Özellikle, Cezayir Gelir Düzenleme Fonu bilgi açıklama hususunda son derece katı bir kuruluştur.

### **3.1.5. Asya (Pasifik) Merkezli Fonlar**

Asya merkezli fonlar kendi içerisinde gerek yönetim anlayışı gerekse fon kaynakları açısından farklılık gösterebilmektedir. Fon yönetimlerinde hükümet temsilcileriyle birlikte ekonomi ve finans sektöründen profesyonellerde yer alabilmektedir. Genel olarak varlıklarının kaynağı fazla dış rezervler ile bütçe fazlalarından oluşmakla birlikte maden gelirlerine (Moğolistan Mali İstikrar Fonu) ve petrol gelirlerine (Doğu Timor Petrol Fonu) dayalı fonlarda vardır.

Asya merkezli fonlarda şeffaflık açısından da belirgin farklar bulunmaktadır. Yeni Zelanda Emeklilik Fonu, Avustralya Gelecek Fonu ve Temasek Holding'e ait LMT Endeksi 10 puan iken Çin-Hong Kong merkezli fonlar daha düşük puan almıştır. Ayrıca Buruney ve Vietnam gibi ülkelere ait fon kuruluşlarının şeffaflık derecesi oldukça düşüktür.

Ekonomik dalgalanma ve mali istikrarsızlık dönemlerinde hükümetlerin mali politikaları ve bütçe hedeflerinin tutturulması gibi amaçlarla fonlardan ülke hazinelerine kaynak transferlerine ilişkin düzenlemeler çok katı değildir.

### **3.1.6. Asya (Orta Asya) Merkezli Fonlar**

Orta Asya merkezli fonları Türk Cumhuriyetleri oluşturmaktadır. Genellikle hidrokarbon gelirlerine dayalıdır. Yönetimlerinde doğrudan ülke yönetiminde yer alan isimler ön plana çıkmaktadır. Kazakistan fon kuruluşlarının yönetim kurullarında uluslararası finans kuruluşlarından gelen isimler de yer almaktadır.

Kuruluş amaçları petrol gelirlerinden gelecek nesillerin de yararlanmasını sağlamak için bu gelirlerin fonlar aracılığıyla farklı yatırım alanlarında değerlendirilmesi, ekonomik istikrarın sağlanması ve sürdürülebilir kalkınmanın desteklenmesi, ulusal kalkınmaya destek veren kurumların etkili bir şekilde yönetilmesi, ekonomik ve sosyal gelişmenin sağlanması ile petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki dalgalanmalar karşısında ekonomideki istikrarlılığın korunması gibi hususlardır.

LMT Endeksine göre Kazakistan Ulusal Refah Fonu (Samruk-Kazyna) ile Azerbaycan Petrol Fonu tam puan alarak oldukça şeffaf bir oluşum sergilemektedir. Kazakistan'a ait diğer fonlar ile Türkmenistan İstikrar Fonu ise şeffaflık açısından geri planda kalmıştır.

### **3.1.7. MENA Merkezli Fonlar**

MENA, Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesini ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu bölgede kurulmuş olan fonları da kendi içinde Körfez Arap Ülkeleri İş Birliği Konseyi üye ülkeler, Orta doğu Ülkeleri ve Kuzey Afrika ülkeleri olarak bölümlere ayırmak suretiyle incelenebilir. KİK üye ülkeler, Bahreyn, Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan, Umman, Katar ve Kuveyt'ten oluşmaktadır. KİK üye ülkelerin tamamında varlık fonu uygulaması bulunmaktadır. Orta Doğuda, İran, Irak ve Filistin Kuzey Afrika'da ise Cezayir ve Libya, alan Fon uygulamalarına göre değerlendirme yapılacaktır.

MENA merkezli fonlar genel olarak petrol ve doğal gaz gelirlerinden oluşan bir kaynağa sahip olup bu kaynakları ülke açısından önem taşıyan sektörler olan enerji, elektrik ve su, ulaşım, altyapı, demiryolu taşımacılığı, turizm emlak ve gıda gibi sektörlerin geliştirilmesi için kullanılmaktadır.

#### **3.1.7.1. Körfez Arap Ülkeleri İş Birliği Konseyi (KİK) merkezli fonlar**

Körfez ülkeleri kurmuş oldukları fonların yönettiği varlıkların büyüklüğüyle dünya ekonomisi üzerinde önemli bir konuma sahiptir. Yapmış oldukları uluslararası yatırımlar nedeniyle de ön plana çıkmakta olup finansal mimari üzerinde oldukça etkili olmaktadır. Dünya varlık fonu uygulamaları içerisinde yönetilen varlıkların büyüklüğü açısından birinci sıradadır.

Fon kuruluşları tamamen devlet kontrolünde olup fona devredilen varlıklardan ihtiyaç duyulduğunda hükümet bütçesine aktarım yapılabilir. Fon yönetim kurullarında ülke idaresinde bulunan kişiler veya yönetici aileye yakın kişiler görev almaktadır. Aynı zamanda sahip ülkelerin ekonomi, maliye ve petrolden sorumlu bakanlar yönetim kurulu üyesidirler. Fonlar yatırım stratejilerinde genellikle ülke dışında yatırım yapmayı esas alırlar.

KİK üye ülkelerinin kurmuş oldukları fon varlıklarının kaynağı petrol ve doğal gaz gelirlerinden oluşmaktadır. Fon sahibi ülkeler petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki dalgalanmaların ekonomi üzerindeki etkilerini bertaraf etmeyi ve elde edilen gelirlerin reel

değerini kaybetmeden gelecek nesillere aktarılmasının sağlanmasını amaçlamaktadır. Ayrıca çeşitlendirilmiş bir ekonomi geliştirmek suretiyle riskin makul bir şekilde dağıtılmasını sağlamak ve ülke zenginliğini artırarak sürdürülebilir getiri ve refah artışı amaçlamaktadır.

KİK üye ülkeleri merkezli fon kuruluşları yönetmiş oldukları varlıkları özellikle ABD ve Avrupa ülkeleri gibi gelişmiş ekonomilerde yatırım yaparak değerlendirmektedir. Geleneksel olarak petrol ve doğal gaz satışından elde ettikleri gelirleri uzun süre boyunca ABD tahvillerine yatıran bu ülkeler özellikle 1973 ve 1979 petrol bunalımı nedeniyle bu uygulamalarından vazgeçerek 2000'li yılların başından itibaren petrol fiyatlarının yükselişe geçmesiyle birlikte yatırım stratejilerini değiştirmişler ve portföylerini çeşitlendirmeye başlamışlardır. Özellikle 2006 yılından itibaren uluslararası finans kuruluşlarına, batılı büyük banka, sanayi ve teknoloji şirketlerine, değerli gayrimenkullere ve enerji şirketlerine yatırım yapmaya başlamış ve ekonomi piyasasında büyük ses getirmişlerdir.

Şeffaflık değerlendirmesi açısından ise LMT Endeksine göre on üzerinden tam puan alan fon kuruluşları (Bahreyn-Mumtalakat Holding Company, BAE-Sharjah Asset Management, BAE-Mubadala Investment Company) olduğu gibi verilerini net olarak sunmayan fon kuruluşları (BAE-Abu Dhabi Investment Authority) da bulunmaktadır.

### **3.1.7.2. Orta Doğu (Filistin-İrak-İran) merkezli fonlar**

Filistin haricinde petrol ve doğal kaynak geliri kaynaklı fonlardır. Doğal kaynaklardan elde edilen gelirlerin istikrarlı ve dengeli bir şekilde yayılması, petrol ve doğal gaz gelirlerinin üretken ve sürdürülebilir yatırımlara yönlendirmek suretiyle mevcut nesle zarar vermeden gelecek nesillerin hisselerinin korunması, dış şokları yönetmek ve hükümet bütçesinin petrol gelirlerindeki dalgalanmalara karşı korunması amaçlanmaktadır. Aynı zamanda ulusal refah düzeyinin artırılması, ekonomik kalkınmanın sağlanması, stratejik yatırımlarla yerel ekonominin güçlendirilmesi ve alt yapı yatırımlarının desteklenmesi gibi amaçlar da bulunmaktadır. Özellikle, Irak Kalkınma Fonu Irak Devleti'nin yeniden inşası ile halkının insani ve yeniden yapılanma ihtiyaçlarını karşılamayı hedeflemektedir.

Fon kuruluşlarının yönetiminde faaliyet alanına ilişkin bakanlar bulunabilmektedir. Şeffaflık açısından Santiago prensiplerini kabul etmiş olmakla birlikte yeterince şeffaf değildir.

### **3.1.7.3. Avrupa Merkezli Fonlar**

Fonların yönetim yapısı diğer bölge uygulamalarına nazaran oldukça farklı bir yapıya sahip olup kurul üyeleri çeşitlendirilmiş sektörlerden geldiği için profesyonel bir yönetim şekli vardır. Bürokrasiden gelen yöneticilerle birlikte iş dünyası, özel sektör ve sendika gibi ekonominin farklı alanlarından gelen tecrübeli kişilerden yararlanılmaktadır. Fonların karar mekanizmaları hükümetler tarafından etki edilebilecek bir yapıya sahip olup faaliyetler doğrudan parlamento denetimine tabidir.

Fon varlıklarının kaynağı genel olarak emeklilik fonları olmakla birlikte Norveç İrlanda ve Rusya gibi petrol ihracından elde edilen gelirlerin kullanıldığı fonlar da bulunmaktadır. Fon amaçları ise bölgesel ve yerel kalkınmanın sağlanması, ekonomik gelişmeyle birlikte yaşam standartlarının artırılması, emeklilik sisteminde gelecekteki devlet emekli maaşlarının finanse edilmesi ve devlet emeklilik harcamalarındaki dalgalanmaların dengelenmesi ile döviz rezervlerinin daha verimli alanlarda kullanılması suretiyle ekonominin çeşitlendirilmesi gibi hedeflere yöneliktir.

Aynı zamanda ulusal ekonominin korunması için fonların gerek amaçlarında gerekse de yatırım stratejilerinde ülke açısından kritik öneme sahip sektörlerin ve piyasa ekonomisinin dengelenmesi amacıyla devlet tekelinde bulunmasında fayda görülen sektör ve şirketlerin korunmasının da amaçlandığı görülmektedir.

## **3.2. Dünyada Ulusal Varlık Fonu Uygulama Örnekleri**

Ulusal varlık fonları kuruluş amaçları açısından farklılık gösterebilmekte olup buna bağlı olarak da uygulama yönüyle birbirinden oldukça farklı örnekleri bulunmaktadır. Ulusal varlık fonlarına ilişkin bazı uygulama örneklerine aşağıda yer verilmiştir.

### **3.2.1. Norveç Devlet Emeklilik Fonu Global (Government Pension Fund Global)**

Ulusal varlık fonları arasında büyüklüğü ve en prestijli olmasıyla bilinen ve halen en büyük varlık fonu olan Norveç Devlet Emeklilik Fonu Global (GPFG)'in temelleri 1990 yılında atılmıştır. Norveç Parlamentosu, Hükümet Petrol Fonu (Government Petroleum Fund)'nu kurmak için bir yasa çıkarmıştır. Bu yasayla planlanan hükümetin petrol gelirinden fona düzenli olarak sermaye aktarmaktır. Fonun amacı, hükümetin petrol gelirinin uzun vadeli yönetimini desteklemek ve riski etkili bir şekilde dağıtarak mümkün olan en yüksek getiriye

sağlayacak çok sayıda çeşitlendirilmiş yatırıma sahip olmaktır. Fon ana ekonomiyi korumak için yalnızca Norveç'in dışında yatırım yapmaktadır. Ayrıca yaşlanan bir nüfusun finansal zorluklarını ve petrol gelirinde beklenen bir düşüşü yönetmek için bir araç olarak da hizmet etmektedir.

Fon uzun vadede yatırım yapılmak üzere tasarlanmıştır. Tamamıyla Norveç Maliye Bakanlığı denetiminde faaliyet göstermekte olan fon Haziran 2019 itibariyle 1.072,84 milyar dolarlık büyüklüğe sahiptir. Fonun yönetimi, Maliye Bakanlığı adına Norveç Merkez Bankası bünyesinde 1998 yılında kurulan Norges Bank Investment Management (NBIM) şirketi tarafından yürütülmektedir.

Fonun yatırım stratejisi ve yönetim sürecinde dikkate alınmak üzere 2004 yılında etik yönergeler oluşturulmuş 2006 yılında ise "Hükümet Petrol Fonu" olan adını "Devlet Emeklilik Fonu Global" olarak değiştirmiştir. (Norges Bank Investment Management, 2019)

Devlet Emeklilik Fonu Global, Norveç'in petrol gelirlerinden üretilen artı servetin tutulduğu bağımsız bir fondur. Fonun misyonu gelecek nesiller için maddi ve mali zenginlikleri korumak ve geliştirmektir. Fon gelirlerin gelecek nesillere aktarılması, uzun vadeli yönetimi ve bir istikrar fonu göreviyle faaliyetlerini yürütmektedir. Petrol gelirlerinin düzenli olarak aktarıldığı fon ekonominin canlandırılması ve petrol fiyat dalgalanmalarının olumsuz etkilerinin bertaraf edilmesi amacıyla faaliyet göstermektedir. (Karagöl & Koç, 2016, s. 13)

Ulusal varlık fonlarının en büyüğü olan Devlet Emeklilik Fonu Global tarafından 73 farklı ülkede 9.158 şirkete yatırım yapılmıştır. Fon, Apple, Nestle, Microsoft ve Samsung gibi dünya çapında 9 binden fazla şirkete küçük bir paya sahiptir. Bu yatırımların büyüklüğü ise dünya genelinde kayıtlı şirketlerin toplam büyüklüğünün ortalama %1,4'üne, Avrupa kaynaklı şirketlerin toplam büyüklüğünün ise %2,3'üne denk gelmektedir. Fon, uluslararası sermaye, sabit gelir ve gayrimenkul alanlarında küresel olarak yatırım yapmaktadır. Fonun yatırım stratejisi riski dağıtarak ve menkul kıymetten gelen mümkün olan en yüksek getiriye sağlayacak çok çeşitli yatırımlara sahip olmaktır. Fonun yatırım alanlarını hisse senetleri, sabit gelir yatırımları ve gayrimenkul yatırımları olmak üzere üç başlıkta toplanmıştır. 2018 yılına ilişkin yıllık raporuna göre fonun varlık dağılımı %66,3 hisse senetleri, %30,7 sabit gelir ve %3'ü gayri resmi gayrimenkul yatırımlarından oluşmaktadır. (Norges Bank Investment Management, 2019)

Fonun büyük kısmı şirketlerde mülkiyet hissesi olan öz kaynaklara yatırılmaktadır. Diğer bir kısım hükümetlere ve şirketlere borç veren bir tür tahvillere, son bir dilim ise

gayrimenkule yatırılmaktadır. Oransal olarak yatırımların üçte ikisini sermaye yatırımları oluşturmaktadır. Fon finansal piyasalarda önemli karlar elde etmek amacıyla Avrupa ve Kuzey Amerika merkezli gelişmiş ülkelerdeki yatırımlar başta olmak üzere Asya ve Okyanusya'da da yatırımlar gerçekleştirmektedir. Fonun yatırım kararı, belirli süre içinde önemli derecede geri dönüş potansiyeli taşıyan stratejik alanlarda yapılan portföy araştırmaları sonucunda hedef sektörlerin belirlenmesi suretiyle alınmaktadır. (Karagöl & Koç, 2016, s. 13)

Fonun en büyük iştirakleri ABD menşeli Apple, Alphabet, Microsoft Corp. Amazon.com, Facebook, İsviçre menşeli Nestle, Novartis ve Roche Holding, İngiltere menşeli Royal Dutch Shell, HSBC Holding olarak görülmektedir. Küresel ekonomide oldukça etkin şirketler nezdinde yapılmış olan yatırımlar sayesinde global ekonomide söz sahibi olması politik ekonomi açısından da önem arz etmektedir. Fonun yatırım yaptığı ülke sayısı ve yatırım yaptığı sektör çeşitliliği göz önünde bulundurulduğunda risk dağıtım bakımından yatırım stratejisine uygun politikalar izlediği kolayca anlaşılmaktadır.

Sermaye yatırımlarından sonra büyüklük olarak sabit gelir yatırımları gelmektedir. Sabit gelir yatırımlarının %70'i devlet tahvillerinden kalan kısım ise özel sektör bonolarından oluşmaktadır. Fon devlet tahvillerine yatırım yaparken hedef ülkenin kamu maliyesi, gayri safi yurtiçi hasıla ve ekonomisinin büyüklüğünü dikkate alarak, ağırlıklı olarak gelişmiş ülkeler olmak üzere gelişmekte olan ülkelerinde tahvillerine yatırım yapmaktadır. 2011 yılından itibaren Gayrimenkul yatırımlarına da başlamıştır. (Karagöl & Koç, 2016, s. 13)

Fon kabul edilebilir bir risk ile mümkün olan en yüksek uzun vadeli getiri elde etmek istemektedir. 2019'un ilk çeyreğinin sonunda, fon toplam 3.376 milyar kronu alırken, fonun kümülatif getirisi 4.404 milyar kron olmuştur. 1 Ocak 1998 ile 2019 yılının ilk çeyreğinin sonu arasında yıllık yüzde 5,8 getiri sağlamıştır. Yönetim maliyetleri ve enflasyondan sonra yıllık getiri yüzde 3,9 olmuştur. (Norges Bank Investment Management, 2019)

Norveç Varlık Fonu, faaliyetlerini "sorumlu yatırımcı" bilinciyle gerçekleştirmektedir. Fonun temel prensibi, yatırımların geleceğe ve gelecek kuşaklara ait olduğundan hareketle uluslararası standartlara uygun olarak verimli ve iyi işleyen piyasalara katkı sağlamaktır.

Norveç Varlık Fonu yönetiminde en önemli unsurların başında şeffaflık gelmektedir. Şeffaflık derecesi ise Linaburg-Maudell Şeffaflık Endeksi (Linaburg-Maudell Transparency Index- LMTI) ile ölçülmektedir. Bu endeks varlık fonlarının şeffaflığını on farklı nokta ile değerlendirmekte ve her bir nokta için bir puan verilmektedir. LMT Endeksi'ne göre 10



puana sahip olan Norveç Varlık Fonu, periyodik olarak yayımladığı raporlar, sürekli güncellenen web sitesi ile şeffaf bir yönetim sergilemekte ve bilgi akışı sağlamaktadır. (Karagöl & Koç, 2016, s. 14)

Fon gerek büyüklüğü gerekse küresel ekonomideki yeri sebebiyle Norveç siyasetinin de önemli argümanlarından. Oldukça büyük bir varlığa sahip olması ve bu varlığın geniş bir yelpazede yatırıma dönüşmüş olmasına bağlı olarak daha etkin ve verimli yönetilmesi için bölünmek suretiyle riskin birden fazla fona yayılması gerektiğine ilişkin tartışmalar zaman zaman ortaya çıkmaktadır. Ancak fon yönetiminin profesyonel bir şekilde örgütlenmiş olması ve belirli kurallar çerçevesinde şeffaf bir şekilde yürütülmesi bu tartışmaları yersiz kılmaktadır. (Yalçınar & Sürekli, 2015, s. 11)

Fon için 2005 yılında etik yönergeler oluşturulmuştur. Bu yönergelere ek olarak 2010 yılında yeni tedbirler başlatılmıştır. Ayrıca fon bünyesinde bir etik kurulu bulunmakta olup fonun; nükleer silah, kara mayını, elektronik haberleşme takip sistemleri ve tütün üretimi gerçekleştiren şirketler ile doğrudan ya da dolaylı olarak öldürme, işkence ve özgürlüğün engellenmesi gibi temel insan haklarının ihlaline neden olan firmalara yatırım yapmaması yönünde çalışmalar yürütmektedir. (Yalçınar & Sürekli, 2015, s. 12) Etik kurul almış olduğu tavsiye kararını doğrudan Maliye Bakanlığına gönderirken 2016 yılından itibaren Norges Banka göndermeye başlamıştır. Norges Bank yönetim kurulu şirketlerin gözlenmesine ve yatırımdan dışlanmasına karar vermektedir.

### **3.2.2. Çin Yatırım Şirketi (China Investment Corporation-CIC)**

Merkezi Pekin’de bulunan China Investment Corporation (CIC), 29 Eylül 2007 tarihinde 200 milyar dolarlık kayıtlı sermaye ile tamamen devlete ait bir şirket olarak kurulmuştur. Şirket Çin’in döviz varlıklarını çeşitlendirmek ve hissedarı için kabul edilebilir risk toleransı dahilinde maksimum getiri elde etmek için bir araç olarak kurulmuştur. Haziran 2019 itibariyle 941 milyar dolarlık büyüklüğüyle varlık fonları arasında ikinci sırada olup emtia dışı olarak kurulan varlık fonlarının en büyüğüdür. China Investment Corporation, CIC International Co., Ltd. (CIC International), CIC Capital Corporation (CIC Capital) ve Central Huijin Investment Ltd. (Central Huijin) olmak üzere üç yan şirketten oluşmaktadır. CIC’in denizaşırı yatırım ve yönetim faaliyetleri CIC International ve CIC Capital tarafından üstlenir. Hem CIC International hem de CIC Capital, özel bir yetki ve global erişime sahip, pazara yönelik ticari varlıklardır.

CIC International, denizaşırı varlıkları yatırım ve yönetme yetkisi ile Eylül 2011’de kurulmuş ve CIC’in denizaşırı yatırımlarını yürütmek için görevlendirilmiştir. Kamusal piyasa sermaye ve tahvil yatırımları, hedge fonu, çok-varlıklı ve gayrimenkul yatırımları, özel sermaye (özel kredi dahil) fon yatırımları, ortak yatırımlar ve azınlık yatırımlarını finansal yatırımcı olarak yürütmektedir.

CIC Capital Ocak 2015’te, CIC’in genel portföy yönetimini iyileştirmek, uzun vadeli varlıklarla ilgili yapılan yatırımları artırmak ve doğrudan yatırım yapmak konusunda uzmanlaşmak için kurulmuştur.

Central Huijin, Çin’deki, devlete ait belli başlı finansal kuruluşlara hisse yatırımları yapmaktadır. Yatırım yaptığı kurumların günlük faaliyetlerine müdahale etmeden kamuya ait finansal varlıkların değerini korumak ve geliştirmek için hissedar haklarından yararlanmakta ve yükümlülüklerini yerine getirirken sermaye katkısı derecesinde yerine getirmektedir. (China Investment Corporation, 2019) Central Huijin iç finansal yapıyı güçlendirmeye çalışan ve bankalara destek veren stratejik yatırımlar gerçekleştiren devlet finans holdingi olarak işlem gerçekleştirmektedir.

CIC hem dışarıda yatırım yapmakla yükümlü olup hem de kendisine bağlanan Central Huijin aracılığıyla ülkenin finansal mimarisini kontrol etmektedir. Dış yatırımda ise artan sanayileşme ve nüfusun getirdiği büyük enerji ihtiyacını karşılayacak şekilde yatırımlara yönelerek ülkenin enerji güvenliğini sağlamasına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca gayrimenkul, altyapı ve bilgi teknolojileri alanında da yatırımlara yönelmekte ve Çin’in küresel boyutta faaliyet gösteren diğer şirketlerine de finansal olarak katkı sağlamaktadır. (Şimşek, 2016)

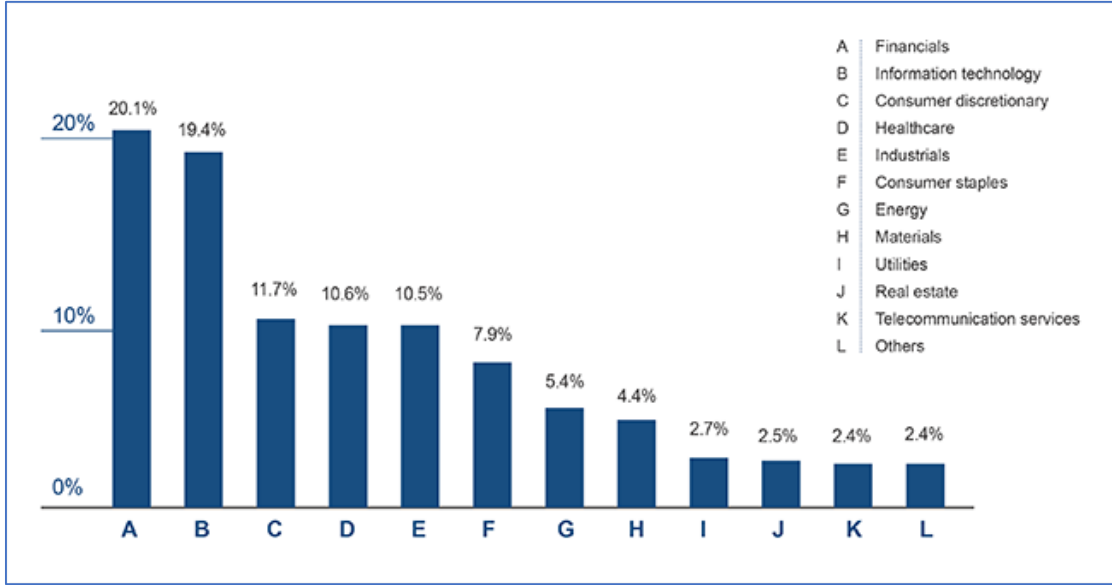
Çin Yatırım Şirketi’nin diğer ulusal varlık fonlarıyla da yatırım ortaklıkları bulunmaktadır. 2012 yılında, Rusya Doğrudan Yatırım Fonu (Russian Direct Investment Fund) ile birlikte Rusya-Çin Yatırım Fonu ortaklığı kurulmuştur. Bununla birlikte 2014 yılında Çin-Meksika Yatırım Fonu ortaklığı da hayata geçirilmiştir. (Karagöl & Koç, 2016, s. 14)

CIC, iyi itibarla küresel olarak faaliyet gösteren ihtiyatlı, profesyonel ve sorumlu bir kurumsal yatırımcı olmayı taahhüt etmektedir. Yatırım faaliyetlerinin temelinde dört temel ilke bulunmaktadır. Birincisi, ticari olarak yatırım yapmaktadır ve hedefi hissedarına kabul edilebilir risk toleransı dahilinde maksimum getiri elde etmektir. İkincisi, finansal bir yatırımcıdır ve portföyündeki şirketlerin kontrolünü talep etmemektir. Üçüncüsü, Çin’in ve alıcı ülkelerin kanun ve yönetmeliklerine uymaktan ve kurumsal sosyal sorumluluklarını

titizlikle yerine getirmekten sorumlu bir yatırımcı olmaktır. Dördüncüsü ise akılcı ve disiplinli bir karar verme sürecini sağlamak için varlık tahsisat çerçevesinde derinlemesine araştırmalara dayalı yatırımlar yapmaya devam etmektir. (China Investment Corporation, 2019)

CIC, kamusal sermaye yatırımları, sabit getirili yatırımlar, alternatif varlıklara yapılan yatırımlar ile nakit para ve diğerleri de dahil olmak üzere geniş çapta finansal ürünlere küresel yatırım yapmaktadır. Kamu sermayesine yapılan yatırımlar, borsada işlem gören şirketlerde öz sermaye yatırımını ifade etmektedir. Sabit gelir yatırımları, bağımsız, kurumsal ve acente tahvilleri de dahil olmak üzere tahvilleri ifade eder. Alternatif varlıklara yapılan yatırımlar, hedge fonlar, çoklu varlık yatırımları, endüstri çapında doğrudan yatırımlar, endüstri çapında özel sermaye yatırımları, kaynaklar / emtialar, gayrimenkul ve altyapı yatırımlarını içerir. Nakit ve diğer yatırımlar ise nakit, gecelik mevduat ve ABD Hazine bonolarını içermektedir.

Çin Yatırım Şirketi yatırım portföyünün küresel dağılımına baktığımızda 31 Aralık 2017 itibariyle %43,6'sı kamusal sermaye yatırımlarından, %15,9'u sabit gelir yatırımlarından, %39,3'ünün alternatif varlık yatırımlarından %1,2'sinin ise nakit ve diğer yatırımlardan oluştuğu görülmektedir. Küresel portföydeki kamu sermayesinin bölgeye göre küresel dağılımında çoğunlukla gelişmiş ekonomiler yer almaktadır. 31 Aralık 2017 itibariyle %52 ile ABD, %33,8 ABD dışındaki gelişmiş ekonomiler, %14,2 ise gelişmekte olan ekonomi ve diğer ülkelere yapılan yatırımların oransal dağılımıdır. Küresel portföydeki kamu sermayesinin sektörler itibariyle dağılımında ise yatırımların çoğunun finansal piyasalarda olduğu görülmektedir. Buna bağlı olarak Çin'in küresel finansal mimarideki etkinliği de artmaktadır. Küresel portföydeki kamu sermayesinin sektörler itibariyle dağılımına ilişkin Çizelge 3.1. aşağıda gösterilmiştir. (China Investment Corporation, 2019)



Şekil 3.1. Küresel portföydeki kamu sermayesinin sektörler itibariyle dağılımı

Kaynak: China Investment Corporation, <http://www.china-inv.cn> web adresinden 07 Haziran 2019 tarihinde alınmıştır. 31 Aralık 2017 tarihine aittir

### 3.2.3. Abu Dabi Yatırım Otoritesi (Abu Dabi Investment Authority)

Birleşik Arap Emirlikleri (BAE)' ne ait Abu Dabi merkezli bir varlık fonu olan Abu Dabi Yatırım Otoritesi (Abu Dhabi Investment Authority-ADIA) petrol kaynaklı bir fon olup 828 milyar dolarlık bir varlığı yönetmektedir. 1976 yılında kurulan ADIA uzun vadeli değer yaratmaya odaklı bir strateji ile ihtiyatlı bir şekilde Abu Dabi hükümeti adına yatırım yapan küresel ölçekte bir yatırım kuruluşudur. ADIA'nın ana finansman kaynağı petrol ihracatından kaynaklanan mali fazlalıklardır. Sermayesi, hükümet bütçesinden alınan fazlalıklardan ve emirlik gelirinin yaklaşık %80'ini oluşturan Abu Dabi Ulusal Petrol Şirketi'nden (Abu Dhabi National Oil Company-ADNOC) gelen paydan oluşmaktadır. ADNOC, gelirinin yaklaşık %70'ini ADIA'ya ve geri kalanını ise yerel ve bölgesel yatırımlardan sorumlu başka bir ulusal fon olan ADIC'e aktarmaktadır. Abu Dabi Yatırım Otoritesi yönetmiş olduğu varlık büyüklüğüyle orta doğudaki en büyük varlık fonu olup mülkiyeti tamamen Abu Dabi'ye aittir ve hükümet denetiminde faaliyet göstermektedir.

ADIA Abu Dabi'nin en büyük ve en eski fonudur ve gelecek nesillerin refahı için petrol zenginliklerini korumayı amaçlayan standart bir tasarruf fonu olup uzun vadeli finansal getirilerin sürdürülmesinin sağlanmasını amaçlamaktadır. Yeni istihdam alanları geliştirerek faaliyet gösterecek yeni sektörlerin kurulması ve desteklenmesi ile petrole dayalı ekonominin çeşitlendirilmesi fonun başlıca amaçlarından (Karagöl & Koç, 2016, s. 15).

ADIA aktif olarak yatırım yaptığı şirketleri yönetmeye çalışmadan, uzun süredir ihtiyatlı yatırım geleneği ile sadece uzun vadeli finansal getiriler sağlayan ekonomik hedeflere yatırım yaparak disiplinli bir yatırım süreci boyunca ihtiyatlı bir şekilde sermayeyi büyütme suretiyle Abu Dabi'nin uzun vadeli zenginliğini sürdürmeyi amaçlamaktadır. (Abu Dhabi Investment Authority, 2019)

ADIA kamuya açıklanan birikim ve harcamalar için önceden belirlenmiş bir kural bulunmamakta hükümet gerektiğinde fon çekebilmektedir. Bu durum hedef ülkeler açısından bir risk oluşturabilmektedir. Ayrıca fon kesin boyutunu bildirmek istememektedir ve sadece tahmini veriler sunmaktadır. Bu durum şeffaflığına ve güvenilirliğine gölge düşürmekle birlikte hesap verilebilirlik açısından da engel oluşturmaktadır. (Wirth & Cendrero, 2016)

ABD doları bazında, ADIA portföyünün 20 yıllık ve 30 yıllık yıllık getiri oranı, 31 Aralık 2017 itibarıyla sırasıyla %6,5 ve %7 olarak gerçekleşmiştir. Performans, temel alınan denetlenen finansal verilere dayanılarak ve zaman ağırlıklı olarak hesaplanmıştır. Bu hesaplamada listelenmemiş varlıklara ilişkin veriler dahil değildir. (Abu Dhabi Investment Authority, 2019)

Abu Dabi Yatırım Otoritesinin 2017 yılına ilişkin portföylerinin varlık sınıflarına göre dağılımı ise Çizelge 3.2.'de gösterilmiştir. Belirtilen oranlar uzun vadeli politika portföyünü göstermektedir.

Varlık Sınıfı	Yüzde (%)	
	Minimum	Maksimum
Gelişmiş Varlıklar	32	42
Gelişmekte Olan Piyasa Varlıkları	10	20
Küçük Ölçekli Sermaye	1	5
Devlet Tahvilleri	10	20
Kredi	5	10
Alternatifler**	5	10
Gayrimenkul	5	10
Özel Sermaye	2	8
Altyapı	1	5
Nakit	0	10

Çizelge 3.1. Varlık sınıfına göre portföylerin dağılımı

Kaynak: <http://www.adia.ae> web sitesinde 2017 yılına ait yıllık inceleme raporundan alınmıştır.

\*Yukarıdaki oranlar, tahsilatların dalgalanabileceği uzun vadeli politika portföy aralıklarını göstermektedir. Bu nedenle toplam %100 değildir. \*\*Alternatifler, hedge fonlarından ve yönetilen vadeli işlemlerden oluşmaktadır.

Çizelge 3.2.'de görüldüğü üzere yatırımların çoğu gelişmiş ekonomilere yapılmaktadır. Bununla birlikte gelişmekte olan ekonomiler ve devlet tahvillerinin de önemli boyutta olduğu görülmektedir.

#### **3.2.4. Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority-KIA)**

Kuveyt Yatırım Otoritesi (KIA) dünyadaki en eski ulusal varlık fonudur. KIA'nın tarihi 1961'de Kuveyt'in bağımsızlığından sekiz yıl önce, 1953'te kurulan Kuveyt Yatırım Kuruluna kadar uzanır. 1982'de KIA, 47 sayılı kanunla ülkenin varlıklarının yönetiminden sorumlu bir özerk yönetim organı olarak kurulmuştur. Kuveyt Yatırım Otoritesi'nin görevi, Kuveyt Devleti'nin Kuveyt Yatırım Otoritesine emanet ettiği, petrol rezervlerine alternatif sağlayarak, gelecek nesillerin ortaya çıkacak belirsizliklerle daha büyük bir güvenle yüzleşmesini sağlamaktır. Kuruluşundan bu yana, yatırım kararlarını sadece Kuveyt'in siyasi veya dış politika çıkarları için değil ticari hususlar üzerine oturtmuştur ve gelecekte de bunu sürdüreceğini taahhüt etmektedir. KIA finansal piyasalarda istikrarın sağlanması için önemli bir rol üstlenmektedir. (Kuwait Investment Authority, 2019)

KIA Kuveyt'in varlık fonları olan Genel Rezerv Fonu (GRF) ve Gelecek Nesiller Fonu (FGF) için ayrılan paraların Kuveyt Hükümeti adına ve hesabına Maliye Bakanı tarafından kendisine verilen fonların yönetiminden sorumludur. GRF, petrolden sağlanan gelirler de dahil olmak üzere, bütçe fazlasının aktarıldığı fon olup ayrıca Arap Ekonomisinin Gelişmesi için Kuveyt Fonu (Kuwait Fund for Arab Economic Development), Kuveyt Petrol Şirketi (Kuwait Petroleum Corporation) ve Dünya Bankası, IMF, Arap Fonu gibi uluslararası organizasyonlarda Kuveyt Devleti'nin payını finanse etmektedir. (Çikot, 2008)

#### **3.2.5. Hong Kong Parasal Otorite Yatırım Portföyü (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio)**

1993 yılında kurulan bu fon 509 milyar dolarlık büyüklüğü ile Uzakdoğu'da yer alan ikinci büyük fon olup emtia dışı gelirlere dayanmaktadır. Bu fon Hong Kong Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinin yönetiminden sorumlu olarak finans piyasalarında istikrar sağlayıcı bir pozisyonda faaliyetlerini yürütmektedir. Doğrudan ya da dolaylı olarak, Hong Kong para biriminin döviz kuru değerini etkilemek suretiyle finans piyasalarında istikrarın sağlanmasını amaçlamaktadır. Fon aynı zamanda Hong Kong'un uluslararası bir finans merkezi olmasını sağlamak için Hong Kong'un para ve finans sistemlerinin istikrarını ve bütünlüğünü

korumak için de kullanılabilir. Varlıklarının üçte biri harici yöneticiler tarafından yönetilmektedir. (Karagöl & Koç, 2016, s. 24)

Yatırım portföyünde öncelikli olarak varlıkların değer ve uzun vadeli satın alma gücünü korumak için OECD Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)'ne üye ülkelerin tahvil ve hisse senedi piyasalarına yatırım yapılmaktadır. Hedef para birimi karışımı açısından,31 Aralık 2018 itibariyle varlıkların %90,3' ü ABD doları ve Hong Kong doları ve kalan %9,7'u ise diğer para birimlerine tahsis edilmiştir. (HKMA Investment Portfolio, 2019)

### **3.2.6. Singapur Yatırım Şirketi Yönetimi (Government of Singapore Investment Corporation- GIC)**

Singapur Yatırım Şirketi 1981'de Singapur Şirketler Yasası uyarınca ülkenin yabancı para rezervlerinin yönetilmesi amacıyla özel şirket statüsünde kurulmuş olup tamamen Singapur Hükümeti'ne aittir. Kural olarak, GIC Singapur dışına yatırım yapmaktadır ve geniş bir yelpazedeki varlık sınıfları ve araçlarında 100 milyar doları aşkın bir yatırımı mevcuttur. Sağlık hizmetleri, işletme altyapısı, finansal ve ticari hizmetler ile doğal kaynaklar, emlak, sabit gelir ve dünya üzerindeki döviz, emtia ve para piyasaları dahil olmak üzere alternatif pazarlara odaklanarak listelenmemiş kamu ve özel sermayeye yatırım yapmaktadır. Birleşmiş Milletler Güvenlik Konseyi yaptırımlarına tabi olan ülkelere ise yatırım yapmamaktadır.

GIC, Haziran 2019 SWFI verilerine göre 390 milyar dolarlık bir varlığı yönetmektedir. Ancak yönettiği varlıkların sahibi değildir. Hükümet adına fonun yönetimini üstlenmektedir. Varlıklarının kaynakları arasında, Singapur hükümet menkul kıymetleri ile özel Singapur hükümet menkul kıymetleri ihraç gelirleri, hükümet bütçesi fazlaları ve hükümetin gayrimenkul satışlarından elde edilen gelirler bulunmaktadır.

GIC, yönetiminde yer alan rezervlerin uzun vadeli uluslararası satın alma gücünü korumak ve geliştirmek misyonunu yerine getirmektedir. Yatırım stratejisini, makul fiyatlarla uzun vadeli kazanç potansiyeline sahip varlıklara ve risk dikkate alarak belirlemektedir. Yıllık Faaliyet dönemi 1 Nisan-31 Mart itibariyle sona eren portföyün varlık dağılımına baktığımızda 31 Mart 2018 raporuna göre gelişmiş piyasalar %23, gelişen piyasa hisse senetleri %17, nominal tahvil ve nakit %37, enflasyona bağlı tahviller %5, gayrimenkul %7, özel sermaye ise %11 oranındadır. Bu verilerden varlıklarının yarısından fazlasını gelişmiş

piyasalarda ve likit olarak değerlendirdiği görülmektedir. (Government of Singapore Investment Corporation, 2019)

### **3.2.7. Katar Yatırım Otoritesi (Qatar Investment Authority- QIA)**

Katar Yatırım Otoritesi (QIA), 2005 yılında bağımsız bir hükümet yatırım kuruluşu olarak kurulmuş ve 2006 yılı başında faaliyete geçmiştir. Petrol ve doğalgaz ihracından elde edilen gelir fazlasının yönetilmesi ve ülke ekonomisindeki varlık sınıflarını çeşitlendirerek ekonominin güçlendirilmesi amacıyla kurulmuştur. QIA tamamen Katar hükümeti sahipliğinde ve denetimi altında olup bağımsız bir tüzel kişiliğe ve bir bütçeye sahiptir. SWFI Haziran 2019 verilerine göre 320 milyar dolar büyüklüğünde bir varlığı yönetmektedir.

QIA'nın görevi devlet yedek fonlarını ve kendisine tahsis edilen diğer mülkleri geliştirmek yatırım yapmak ve yönetmektir. Fon, yatırım alanında herhangi bir zorunlu kısıtlamaya sahip değildir ve hem yerli hem de yabancı menkul kıymetler, gayrimenkul, alternatif varlıklara ve özel sermaye fonlarına yatırım yapabilmektedir. Ancak enerji fiyatlarındaki istikrarsızlık nedeniyle riski en aza indirmek için uygulamaya koyduğu stratejinin bir sonucu ve ağırlıklı olarak uluslararası piyasalarda (ABD, Avrupa ve Asya-Pasifik) ve Katar içinde enerji sektörü dışında yatırım yapmaktadır. (SWFI, 2019)

QIA'nın yatırım stratejisi, tamamen ekonomik ve mali gerekçelere dayanan ve uzun vadeli bir yatırım süresi ufku temelinde Katar için güçlü ve sürdürülebilir bir dönüş sağlamak sorumluluğuna dayanmaktadır. Fonun amacı QIA'nın en iyi şekilde sürdürülebilir riske ayarlı finansal getiri elde etmektir. Bu nedenle, küresel olarak, doğrudan veya finans yoluyla, hisse senetleri, kredi ve sabit getirili menkul kıymetler, borsa dışı şirketlerde yapılan piyasa dışı işlemler, özel sermaye, emlak, reel varlıklar ve çoklu strateji gibi varlık sınıflarına yatırım yapmaktadır.

Katar Yatırım Otoritesi, Katar Ulusal Bankası'nın %50 ile Katar İslam Bankası'nın %16 oranında hisselerine sahiptir. Bununla birlikte Airbus Group (%6,65), Agricultural Bank of China (%12,99), Londra Menkul Kıymetler Borsası (%15,1), Total (%4), Barclays (%6,65), Volkswagen AG (%17), Royal Dutch Shell (%3), Tiffany & Co (%12,99), Paris Saint-Germain FC (%100), Miramax Films (%100), ve Sainsbury's gibi birçok çok uluslu şirket ile ortaklığı bulunmaktadır. (Qatar Investment Authority, 2018)



### **3.2.8. Rusya Ulusal Refah Fonu (Russian National Welfare Fund- RNWF)**

Rusya, Ocak 2004'te küresel petrol ve gaz fiyatları yükseldiğinde Rus hükümetinin federal bütçesini dengelemek için İstikrar Fonu kurmuştur. 2008 yılında İstikrar Fonu, Rezerv Fonu ve Ulusal Refah Fonu olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Rezerv Fonu 2017'ye kadar boşaltılmış ve 1 Ocak 2018'de resmi olarak çözülmüştür. Bu fonda kalanlar Ulusal Refah Fonu ile birleştirilmiştir. Rusya Ulusal Refah Fonu, enflasyonu önlemek ve Rusya'nın emeklilik sisteminin işleyişini garanti altına almak için kurulan ve yurtdışına yatırım yapan bir fon kaynağıdır.

Ulusal Refah Fonu, Rusya Maliye Bakanlığı tarafından yönetilmektedir ve asıl amacı emeklilik sisteminin uzun vadeli işleyişini garanti altına almak ve aynı zamanda Rusya Federasyonu'na ait Emekli Sandığı bütçesinin dengelenmesine ve emekli aylıkları ve sosyal yardımlar gibi farklı ücretlerin ödenmesine yardımcı olmaktır. Ayrıca enflasyonist baskıyı azaltmaya ve ekonomiyi petrol ve doğal gaz ihracat gelirlerinden kaynaklanan potansiyel dalgalanmalardan korumaya da hizmet etmektedir. Ulusal Refah Fonu Rusya dışındaki şirket tahvillerine ve hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. Fon bankalara borç verebilme yetkisine sahiptir. Ayrıca aşırı likiditeyi emmek, enflasyonist baskıyı azaltmak ve ekonomiyi petrol ve doğal gaz ihracat gelirlerinin oynaklığından korumak için hizmet etmektedir. (SWFI, 2019)

### **3.2.9. Rusya Doğrudan Yatırım Fonu (Russian Direct Investment Fund-RDIF)**

Rusya Doğrudan Yatırım Fonu (RDIF) Rusya'da doğrudan yatırım için bir katalizör görevi gören, dünyanın önde gelen yatırımcılarıyla birlikte yatırım yapmak üzere Rusya Cumhurbaşkanı ve Başbakanının önderliğinde 2011 yılında kurulmuştur. Başlangıç sermayesi olarak 10 milyar dolarlık bir sermaye ile kurulmuş olup 2018 itibariyle 13 milyar dolara çıkarılmıştır. Devlete ait bir kalkınma bankası olan Vnesheconombank (VEB)'in bir yan kuruluşu olan RDIF, yabancı yatırımlar ile yurt dışı yatırımcılarla ortaklık kurarak yabancı sermayeyi Rus ekonomisine çekebilmek için tasarlanmıştır. Rusya ekonomisi dünyanın önde gelen ekonomilerinden biri olup gelişimini hızlandırmak için dış kaynakların ülke içine çekilmesi noktasında ilgili fon aracılığıyla yoğun programlar uygulamaktadır. Bu çerçevede bir dizi uzun vadeli stratejik ortaklık ve yabancı devlet kurumlarıyla otak girişimler imzalamıştır. 2012 yılında CIC ile daha sonra ise Kuveyt Yatırım Şirketi,

Mubadala, QIA, ve Türkiye Varlık Fonu ile de işbirliği anlaşması yapmıştır. (Sovereign Wealth Center, 2018)

### **3.2.10. Singapur Temasek Holding (Singapore Temasek Holdings- STH)**

Temasek Holding Singapur hükümetinin sahip olduğu bir yatırım şirkettir. 1974 yılında kurulan şirket yatırımcı olarak farklı varlık sınıflarına, coğrafya veya sektörler'e yatırım yapmak için tam esnekliğe sahiptir. SWF Enstitüsü Haziran 2019 verilerine göre 374 milyar dolar büyüklüğünde bir varlığı yönetmektedir. (SWFI, 2019) Temasek Holding ağırlıklı olarak Asya bölgesinde yatırım yapmaktadır. Finansal hizmetler, emlak, lojistik, altyapı, telekomünikasyon, medya, sağlık, teknoloji, enerji ve doğal kaynaklar gibi değişik sektörlerde aktif yatırımcı olup dünya çapında 11 ofisi (Singapur merkez, New York, San Francisco Sao Paulo, Mexico City, Londra, Pekin Şangay, Mumbai, ve Hanoi) bulunmaktadır. Şirket Standard & Poor's ve Moody's kredi derecelendirme kuruluşlarından en yüksek kredi notuna sahiptir. (Temasek, 2019) SWC verilerine göre Asya, Avrupa ve ABD'deki şirketlere yaklaşık 12 milyar dolarlık yatırım yaparak 2016 yılında beşinci en aktif doğrudan yatırımcı olmuştur. (Sovereign Wealth Center, 2018)

31 Mart 2018 tarihi itibariyle Portföy dağılımının coğrafi boyutuna bakıldığında varlıklarının Singapur harici Asya %41, Singapur %27, Kuzey Amerika, Avrupa, Avustralya ve Yeni Zelanda %29, Latin Amerika, Afrika, Merkez Asya ve Orta Doğuda ise %3 olarak yer aldığı görülmektedir.

Varlıkların sektör bazında dağılımını incelediğimizde ise %26 finansal hizmetler, %21 telekomünikasyon, medya ve teknoloji, %16 ulaşım ve endüstri, %16 tüketim ve emlak sektöründe değerlendirilmektedir. (Temasek, 2019)

Temasek Holding'i diğer varlık fonlarından ayıran özellik kaynaklarını devlete ait işletmelerden alıyor olmasıdır. Bir başka ifade ile Temasek Holding devlete ait iktisadi işletmeleri yönetmek için kurulmuş olup bu işletmeleri özel hukuk kurallarına göre yöneten bir fondur. Ancak bu yönetim sürecinde bağımsızlığa çok önem verilmiş olup politik etkilerden arındırılmış bir yönetim modeli sağlanmıştır. Ayrıca yönetim kuruluna fon rezervlerini korumak için anayasal bir sorumluluk getirilmiştir. Başarısının arkasında yatan önemli bir neden bu bağımsızlığın sağlanmış olması ve tamamen ekonomik amaçlarla hareket etmesidir. Uluslararası piyasalarda bu bağımsızlığın sonucunda önemli bir güven

oluşmuştur. Bu nedenle varlık fonları arasında en başarılı fonlardan birisi olarak gösterilmektedir.

Temasek Holding diğer varlık fonlarından ayrılmasının yanı sıra Türkiye Varlık Fonu için de bir örnek olması açısından önemlidir. İleride değinileceği üzere Türkiye Varlık Fonu da herhangi bir doğal kaynak veya döviz fazlasına dayanan bir fon olmayıp devlete ait iktisadi kuruluşların devredilmesiyle kurulan bir fondur. Ancak yönetim yapısı açısından oldukça farklılıklar göstermektedir. En önemli farklılıklar ise yönetiminin bağımsızlığı, politik etkilerden arındırılmaması, ekonomik amaçların yanı sıra politik amaçlar hedeflemesi ve sorumluluk anlayışı açısından dır.



#### **4. TÜRKİYE VARLIK FONU**

Gelişmekte olan ekonomiler veya az gelişmiş ülkeler sınıfında yer alan Türkiye ekonomisi modern anlamda 1950'li yıllardan beri var olan ulusal varlık fonları ile 2016 yılı ağustos ayında tanışmıştır. Cumhuriyet yönetimine geçiş sonrasında uygulanmaya başlanan özel kesim tasarruflarının yetersizliği nedeniyle devlet eliyle kalkınmanın sağlanması uygulamaları devletin ekonomi içinde önemli bir yer edinmesini sağlamıştır. Gerek iktisadi devlet teşekkülleri gerekse kamu iktisadi teşebbüsleri gibi kuruluşlarla ekonomi içinde önemli derecede söz sahibi olan ve özel kesimle birlikte piyasaya yön veren kamu kesimi, 1980 sonrası süreçte minimal devlet anlayışının yaygınlaşması ve özelleştirme uygulamalarının hız kazanmasıyla piyasadaki rolünü azaltmaya çalışsa da halen önemli bir oranda faaliyet göstermektedir. Çalışmanın birinci bölümünde ayrıntılı bir şekilde ele alınan ikinci bölümde ise dünya uygulamalarına yer verilen ulusal varlık fonu uygulamasının faydaları göz önünde bulundurulduğunda, çok uzun süredir ülke ekonomisi için en önemli problemlerden biri olan hem özel kesim hem de kamu kesimi için milli bir sorun haline gelen tasarruf eğiliminin düşük olması sonucu ortaya çıkan tasarruf yetersizliği göz önünde bulundurulduğunda ülkemiz için varlık fonu kurulmasında geç kalındığı söylenebilir. Bununla birlikte varlık fonu kurulmasından ziyade kurulan fonun ülke ekonomisine bulunacağı katkı önemli olup genel kabul görmüş uluslararası standartlar doğrultusunda şeffaf bir yönetim ve denetim süreciyle maksimum seviyeye çıkarılabilir.

##### **4.1. Türkiye'de Varlık Fonu Kuruluşunu Getiren Süreç**

Ekonomik istikrarın sağlanması ve sürdürülebilmesi için önemli olan ekonomik büyüme istihdam artışı, işsizlik oranının kabul edilebilir düzeye indirilmesi, enflasyonla mücadelede başarılı olunması gibi unsurların yanı sıra yatırım seviyesinin artırılması da ön plana çıkmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin büyümeyi devam ettirebilmeleri için yatırım yapmaları gerekmektedir. Yatırım yapılabilmesi için de ön önemli husus söz konusu yatırımlara finansman bulmak olup genellikle borçlanmaya başvurularak sermaye piyasalarından temin edilmektedir. Dolayısıyla özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sermaye yatırımları önem arz etmektedir. Bununla birlikte sermaye yatırımlarının uzun vadeli olması sürdürülebilir büyüme için en önemli koşuldur. Ancak gelişmekte olan piyasalara ağırlıklı olarak kısa vadeli sermaye girişi olmakta ve bu da ekonomik büyümenin sürdürülebilirliğini olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle makroekonomik hedeflere

ulaşılabilmesi için ülkelerin tasarruf düzeylerinin yüksek olması ve iç tasarruflarla kalkınmaya finansman sağlanması gerekmektedir. İç tasarrufların düşük olması ülkelerin kalkınmayı sağlayacak yatırımları gerçekleştirmesine engel olmaktadır.

Türkiye ekonomisinde iç tasarrufların düşük olması geçmişten günümüze ulusal ekonomi için en önemli yapısal sorunlardan biridir. 2002 yılı sonrası gerek ekonomik büyüme oranlarının gerekse kişi başı milli gelirdeki önemli artışlara karşılık ülke tasarruflarının yurtiçi hasılaya oranı hep düşük seyretmektedir. Bu nedenle Türkiye ekonomisinde büyümenin sürdürülebilirliği ve kalkınmanın sağlanması için gerekli tasarrufların olmaması ve tasarruf düzeyinin arttırılamaması en önemli sorunlardan biri olarak görülmektedir. Bu sorunu aşmak ve kalkınmaya finansman sağlamak için ise Türkiye’de varlık fonu kurulmasının bir ihtiyaç olduğu gündeme getirilmiştir.

Türkiye ekonomisinde varlık fonu kurulması ihtiyacının altında yatan en önemli sebep hem kamusal hem de özel kesimle birlikte hane halkı tasarruf düzeyinin oldukça düşük olması hususu yatmaktadır. Ulusal tasarrufların düşük olması nedeniyle ülke ekonomisinin kalkınmasını ve gelişmesini sağlayacak yatırımların finansmanı için borçlanma yoluna başvurulmakta bu durum ise ekonomik istikrar açısından bütçeye yük oluşturmakta ve makro ekonomik hedeflere ulaşılmasını geciktirmektedir. Geleneksel varlık fonlarına bakıldığında dış fazlalardan kaynaklanan yüksek rezerv birikimi ve doğal kaynak gelirlerine dayandığı görülmektedir. Türkiye ekonomisinin ise ne bir yüksek rezerv birikimi ne de petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynaklardan elde edilen önemli geliri bulunmaktadır. Üstelik uzun süredir yüksek cari açıkla mücadele eden bir ekonomi olup döviz rezervi bakımından fakir bir ülke olarak değerlendirilmektedir.

Öte yandan belirtilen özelliklere sahip olmaması varlık fonu kuramayacağı anlamına gelmemektedir. Kalkınmaya yardımcı olmak, ekonomik istikrarın sağlanması, büyük ölçekli yatırımların finansmanı gibi çeşitli amaçlar doğrultusunda da fon kurulabilmesi mümkündür. Nitekim Türkiye Varlık Fonu’nun kurulma sebepleri içerisinde makroekonomik hedeflerin ön plana çıktığı görülmektedir. Genel olarak bakıldığında uzun vadeli yatırım kapasitesinin artırılarak ekonomik büyümeye katkı sağlanması, iç ve dış şokların etkisiyle oluşabilecek ekonomik dalgalanmalara karşı direnç sağlanması, büyük projelerin finansmanı gibi amaçların gerçekleştirilmesi için kurulduğu söylenebilir. Türkiye Varlık Fonu (TVF)’nin kurulması için TBMM’ye sunulan kanun teklifinin genel gerekçesinde fon kurulmasının gerekliliğine ve sebeplerine değinilmiştir.

Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluş sürecini başlatan Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Katma Değer Vergisi Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Teklifi'nin genel gerekçesinde, ulusal varlık fonlarının kamuya ait çeşitli varlıkların belirli kurumsal yönetim ilkelerine bağlı olarak yönetileceği şekilde düzenlenen özel amaçlı yatırım fonları olduğu belirtildikten sonra söz konusu fonların kalkınmanın lokomotifi olan reel sektör yatırımlarına, stratejik sektör, şirket ve projelere uzun vadeli kaynak sağlanması yoluyla kalkınmanın hızlandırılması, ekonomide sürdürülebilir büyüme oranlarının yakalanması ve ekonomik istikrarın sağlanmasını amaçladığı belirtilmiştir. Ayrıca sürdürülebilir büyüme ve finansal kalkınmayı sağlamak üzere son on yıllık süreçte ulusal varlık fonları modelinin ön plana çıktığı ve G-20 ülkeleri içerisinde ulusal varlık fonu olmayan tek ülkenin Türkiye olduğu ifade edilmiştir. Ancak bu bilgi doğru olmayıp G-20 içerisinde yer alan Almanya, İngiltere ve Japonya gibi ülkelerde de varlık fonu bulunmamakta olup mevcut fonlar kalkınma fonu olarak faaliyet yürütmektedir. Bununla birlikte varlık fonu kurulmasının ve fon sahibi olmanın ülkelerin gelişmişlik düzeyiyle ilgili olmadığı hususu birinci bölümde ifade edilmiş olup dünya uygulamalarına bakıldığında da açıkça anlaşılmaktadır.

Ayrıca Türkiye'nin özellikle kamu otoritesi olarak çeşitli ve büyük bir varlık portföyüne sahip olduğu, verilen teşvikler ile emeklilik sistemi üzerinden büyüyen bir fon pazarının bulunduğu belirtilmiştir. Mevcut durumda kamuya ait gelir ve fon fazlalarının çeşitli yatırım araçlarına yönlendirildiği ifade edilmiş ve söz konusu fonların ve reel sektöre uzun vadeli yatırım çerçevesinde olanak sağlayacak bir üst fonda birleştirilmesi ile ülkemizin 2023 hedeflerine sağlıklı bir şekilde ulaşmasının sağlanacağı ve söz konusu fonun bir çarpan etkisi ile planlanan mega yatırımların finansmanını sağlamakla birlikte sermaye piyasalarının da gelişimine katkıda bulunacağı ileri sürülmüştür. Bu şekilde bankacılık sisteminin finans sektöründeki hakimiyetinin azaltılarak alt yapı ve gayrimenkul konuları gibi sermaye piyasası ürünleri de ön plana çıkarılabileceği ifade edilmiştir.

Diğer taraftan yurtiçi ve yurtdışında finansal risklerin artması ile yaşanan ekonomik dalgalanma dönemlerinde yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri fon çıkışlarının varlık fiyatlarında sert düşümlere yol açması ve yerli yatırımcıların spekülasyon talebinin artması piyasalarda likiditenin azalmasına ve finansal istikrara yönelik endişelerin artmasına yol açmaktadır. Bu sorunların çözümü için finansal stres ortamında piyasalarda stabilize edici bir görevi üstlenecek kamu fonlarının konsolide olarak yönetildiği güçlü bir ulusal varlık fonunun bulunması ülke tasarruflarının büyüklüğünü ve gücünü görünür kılarak

piyasalarda gerekli güven ortamını yaratacak ve ülkemizin uluslararası kredibilitesinin artmasını sağlayacağı ifade edilmiştir. (TBMM, 2016)

Bu çerçevede Türkiye’de varlık fonu kurulmasını gerekli kılan sebeplerin genellikle ekonomik istikrar ve ulusal kalkınma, büyüme, finansal stabilizasyon, yatırım finansmanı, bankacılık ve sermaye piyasasının güçlendirilmesi temelinde ortaya çıktığı görülmektedir.

#### **4.2. Türkiye Varlık Fonu’nun Kurulması**

27 Haziran 2016 da Bakanlar Kurulu tarafından alınan varlık fonu kurulması hakkındaki karara istinaden hazırlanan yasa teklifi, 3 Ağustos 2016 da Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM)’ne sunulmuştur. 19 Ağustos 2016 tarihinde kabul edilen Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi’nin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına dair Kanun 26 Ağustos 2016 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiş ve Türkiye Varlık Fonu resmiyet kazanmıştır. Başbakanlığa bağlı olarak özelleştirme fonundan karşılanan 50 milyon TL başlangıç sermayesi ile kurulan Türkiye Varlık Fonu, profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilecek ve özel hukuk hükümlerine tabi olarak faaliyet yürütecektir. 703 sayılı KHK ile Başbakanlık kurumunun kaldırılması nedeniyle Cumhurbaşkanlığına bağlanmıştır.

Kuruluş amacı, zamanı, yöntemi ve kaynakları açısından sorgulanan ve bir takım kamu kaynaklarının bütçe sisteminin dışına çıkarılması ve böyle bir fona neden ihtiyaç duyulduğuna ilişkin kamuyu tatmin edici gerekçelerin olmaması gibi yönleriyle oldukça eleştirilen Türkiye Varlık Fonu’nun kurulma gayesi dönemin Başbakanı Binali Yıldırım tarafından Türkiye’nin bütçe açığı olan, dış kaynaklarla ekonomisi büyüyen bir ülke olması sebebiyle bütçe açığını ve cari açığı daha fazla açmadan kaynak oluşturmak suretiyle büyük projeleri gerçekleştirmek ve Türkiye’nin ekonomik göstergelerini dengede tutma hedeflerine ulaşmak şeklinde ifade edilmiştir.

Türkiye Varlık Fonu ülkemizin ekonomik istikrarının artırılması ve kalkınmasına katkı sağlamak, kamuya ait olan varlıkları daha etkin ve verimli bir şekilde yönetmek, mevcut kamu varlığına değer katarak gelecek nesiller için daha güçlü bir Türkiye hazırlamak amacıyla kurulmuş bir yapıdır. Ülkemizde büyümenin artırılması için tasarruf ve yatırımların artırılması zorunludur. Mevcut durumdaki piyasalarda bulunan yüksek faizin sebep olduğu baskı büyüme üzerindeki önemli engellerden birisidir. Türkiye Varlık Fonu’nun büyük projelere sağlayacağı finansman hem bu projelerin hayata geçmesiyle

oluşturulacak istihdam yoluyla hem de faiz üzerindeki baskıyı azaltarak ülkemizin büyüme ve kalkınması üzerinde olumlu etkilerde bulunacağı ön görülmektedir. (TVF, 2018)

Varlık fonu uygulamasının Türkiye ekonomisine girişi gerek akademik camiada gerekse ekonomi yazınında yeterince gündeme gelmeden oldukça hızlı olmuştur. Akademik anlamda yapılan ilk çalışma<sup>4</sup> Türkiye ekonomisinde bir varlık fonu kurulması önerisini içermekte olup bir model önerisi sunmaktadır. Ekonomi yazınında ise Türkiye Varlık Fonu'nun kurulmasından itibaren tartışılmaya başlandığı görülmektedir. Ancak faaliyete geçme noktasında oldukça yavaş bir ilerleme kaydedilmekte ve eleştiriler artarak devam etmektedir.

#### **4.2.1. Türkiye Varlık Fonu'nun Statüsü ve Faaliyet Alanı**

Türkiye Varlık Fonu'nun faaliyet alanı Kanun'un ikinci maddesinde belirtilmiştir. Madde hükmüne göre TVF, 6741 sayılı Kanunla anonim şirket statüsünde özel hukuk hükümlerine tabi olarak faaliyet göstermek üzere kurulmuş olup diğer ülke uygulamalarında olduğu gibi hazine, merkez bankası veya maliye bakanlığına bağlı olarak değil Cumhurbaşkanına bağlı olarak faaliyetlerini yürütecektir.

Özel hukuk hükümlerine tabi olan ve ana faaliyet konusu Türkiye Varlık Fonu ve alt fonların kurulması ve yönetimi olan, profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilen Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi, stratejik yatırım planında belirtilen hedefler ile likidite, yatırım, risk ve getiri tercihlerini dikkate alarak, her türlü para piyasası işlemlerini, ticari ve finansal faaliyetleri, proje geliştirme, projeye dayalı kaynak yaratma, dış proje kredisi sağlama ve diğer yöntemlerle kaynak temini işlemlerini, ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirebilecektir. Ayrıca şirket tarafından, ulusal yatırımlar ile uluslararası alanlarda diğer devletler ve/veya yabancı şirketlerce yapılacak yatırımlara da iştirak edilebilecektir. Bu kapsamda 19 Mart 2017'de "Russian Direct Investment Fund" (RDIF) ile imzalanan ve her bir tarafın 500 milyon dolar yatırım yapmasını öngören iyi niyet anlaşması imzalanmıştır. Bununla birlikte 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

---

<sup>4</sup> Yalçın, Kürşat./ Sürekli, Ali Murat. (2015), 'Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği', *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, (Cilt:17, No: 3), 1-29.



yatırım araçlarının ve diğer araçların alımı ve satımı ile gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar ile her türlü gayri maddi hakların değerlendirilmesini yapabilecektir.

Şirket, faaliyet konularına ilişkin olarak hizmet alımı yapabilmektedir. Ayrıca şirketin faaliyet konusu ve amacı, sermaye miktarı, payları, payların devir esasları, paylara tanınacak imtiyazlar, tasfiye, devir, birleşme, fesih, organlar, komiteler, bunların oluşumu, görev, yetki ve sorumlulukları ile çalışma usul ve esasları, hesapları ve kârlarının dağıtımını ile teşkilatına ilişkin esaslar ile sair hususların yer aldığı esas sözleşmesi genel hükümlerle bağlı olmaksızın doğrudan tescil ve ilan edileceği hükme bağlanmıştır.

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi'nin ana faaliyet konusu 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 Türkiye Varlık Fonu'nu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmektir. Bununla birlikte Türkiye Varlık Fonu'nun, bünyesindeki varlıkların ürettiği katma değer performansını artırarak, büyük projelere finansman sağlayacak, bu sayede hem bu projelerin hayata geçmesiyle istihdam sağlanacak, hem de finansman maliyetleri üzerindeki baskı azaltılmış olacaktır. Tasarruf ve yatırımlardaki artışın sonucunda ise ülkemizin büyümesi ve kalkınması üzerinde olumlu etkilerde bulunacaktır. (TVF, 2018)

#### **4.2.2. Türkiye Varlık Fonu'nun Yönetim ve Denetim Yapısı**

Türkiye Varlık Fonu Cumhurbaşkanlığına bağlı olarak profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilen ve özel hukuk hükümlerine tabi bir anonim şirkettir. Şirketin merkezi İstanbul'dadır. Yönetim kurulu kararı ile yurt içi ve yurt dışında şube, temsilcilik ve irtibat büroları kurabilir ve acentelik tesis edebilmektedir. En az beş kişiden oluşan yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdür Cumhurbaşkanlığı tarafından atanmaktadır. Atanma kriteri olarak yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdürün ekonomi, finans, hukuk, maliye ve bankacılık alanlarından en az birinde beş yıldan az olmamak üzere tecrübe sahibi olma şartı aranmaktadır. 2018/162 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile fonun yapısı değiştirilerek şirketin yönetim kurulu başkanının Cumhurbaşkanlığı tarafından atanacağı ve yönetim kurulu üyelerinden birisinin Cumhurbaşkanınca başkan vekili olarak görevlendirilebileceği belirtilmiştir. Şirket Yönetim Kurulu üye tam sayısının çoğunluğu ile toplanıp kararlarını toplantıya katılanların salt çoğunluğuyla almaktadır.

Şirketin yapısına ve işleyişine ilişkin usul ve esaslar Cumhurbaşkanı tarafından belirlenmektedir. Ayrıca gerek görülmesi hâlinde Türkiye Varlık Fonuna bağlı alt fonlar kurulabilir. Şirket ve bağlı şirketleri ile Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt kapsayan üç yıllık stratejik yatırım planı yönetim kurulu tarafından hazırlanır ve Cumhurbaşkanının onayı ile yürürlüğe girmektedir. TVF ve alt fonlarının kuruluşu, yapısı, işleyişi, yönetimi ve işlemleri, TVF'nin iç düzenlemeleri ve şirketin ana sözleşmesi hükümleri çerçevesinde belirlenmektedir.

Şirketin yönetim yapısına bakıldığında birinci bölümde yer verilmiş olan model varlık fonu yönetim yapısıyla çok uyummadığı görülmektedir. Parlatonun kuruluş kanununu onaylamanın dışında bir yetkisi olmadığı anlaşılmaktadır. Fon yönetim kurulu üyelerinin Cumhurbaşkanı tarafından atanması diğer ülke uygulamalarıyla örtüşse de yönetim kuruluna nasıl talimat vereceğine ilişkin bir düzenleme yapılmamıştır. Ancak şirket yönetim kurulunca hazırlanan 3 yıllık stratejik yatırım planı Cumhurbaşkanının onayıyla yürürlüğe girmektedir. (Kayıran, 2016, s. 76)

Özel hukuk hükümlerine tabi olarak faaliyet sürdüren ve anonim şirket statüsünde kurulan Türkiye Varlık Fonu yönetiminin 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında kurumsal yönetim düzenlemelerine uyma yükümlülüğü bulunmaktadır. Aynı zamanda anonim şirket statüsü gereği Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonlar bağımsız denetime tabidir. Bağımsız denetim Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde bağımsız denetim kurumları tarafından gerçekleştirilmektedir. Fon Sayıştay tarafından yapılan dış denetime tabi değildir ancak fonun yönetimine bırakılan kurumların Sayıştay tarafından denetlenmesine devam edilmekte ve raporlama yapılmaktadır.

Bağımsız denetim, finansal tabloların finansal raporlama standartları doğrultusunda bir işletmenin finansal durumunu ve faaliyet sonuçlarını tüm önemli yönleriyle gerçeğe uygun ve doğru bir biçimde gösterip göstermediği hususunda, işletmelerin yıllık finansal tablo ve diğer finansal bilgilerinin, uluslararası finansal raporlama standartları gibi bu tablo ve bilgiler için belirlenen kriterlere uygunluğu ve doğruluğu hususunda, makul güvence sağlayacak yeterli ve uygun bağımsız denetim kanıtlarının elde edilmesi amacıyla, genel kabul görmüş bağımsız denetim standartlarında öngörülen gerekli tüm bağımsız denetim tekniklerinin uygulanarak, defter, kayıt ve belgeler üzerinden denetlenmesini ifade etmektedir. (SPK, 2018) Daha kısa bir ifade ile şirketle ilgili kişilerin şirketin durumu hakkında doğru bilgi edinmesini ve şirketi her yönüyle analiz edebilmesi için yapılmaktadır. Türkiye Varlık Fonu kamu kaynaklarını kullanıyor olması sebebiyle kamunun

bilgilendirilmesi için fonun sahibi olan devlet tarafından da bir denetim yapılması önemli bir husus olup kanunda bu denetimin Cumhurbaşkanı tarafından görevlendirilecek sermaye piyasaları, finans, ekonomi, maliye, bankacılık, kalkınma alanlarında uzman en az üç merkezi denetim elemanı tarafından bağımsız denetim standartları çerçevesinde gerçekleştirileceği ve denetim sonucunda hazırlanacak raporun her yıl haziran ayı sonuna kadar Cumhurbaşkanı'na sunulacağı ifade edilmiştir. Cumhurbaşkanı tarafından görevlendirilen denetim elemanlarınca yapılacak denetim Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonların bağımsız denetimden geçmiş yıllık mali tabloları ile faaliyetlerinin bağımsız denetim standartları çerçevesinde denetlenmesinden ibarettir. Ayrıca Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler ve Türkiye Varlık Fonu ile Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonların bir önceki yıla ait mali tabloları ile faaliyetlerin, her yıl ekim ayında Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından, bağımsız denetim kuruluşlarınca hazırlanan denetim raporu ve Cumhurbaşkanı tarafından görevlendirilen denetçiler tarafından hazırlanacak denetim raporları üzerinden görüşülerek denetleneceği hükme bağlanmıştır. Böylece Plan ve Bütçe Komisyonu da Cumhurbaşkanlığının göndermiş olduğu raporlar çerçevesinde bir denetim yapmış olacaktır. Ancak denetimin sadece mali denetimle sınırlı kalması ve etkinlik denetimini kapsamamasının yanı sıra Sayıştay denetimine de tabi olmaması gibi sebeplerle birçok kamu varlığını yönetecek şirketin sağlıklı bir şekilde denetlenebilmesi oldukça zor olacaktır.

Türkiye Varlık Fonu'nun denetim sürecine şekli açıdan bakıldığında uygun denetim süreci oluşturulduğu görülmektedir. Ancak işlevsel açıdan ve etkinlik bağlamında bakıldığında aynı yargıya ulaşmak zordur. TVF'nin anonim şirket statüsünde olmasıyla iç denetim birimleri kurulması ve bağımsız denetim kurumları tarafından denetleneceğinin öngörülmesi açısından bir problem görünmese de devlete ve halkın temsilcilerine hesap verme sorumluluğu açısından eksikliklerin olduğu görülmektedir. Öncelikle şirket faaliyetleri şirketin sahibi ve aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olan Cumhurbaşkanı tarafından atanan denetim elemanlarınca denetlenecektir ve bu kişilerin yapacağı denetim Sayıştay denetimi gibi TBMM adına yapılan bir denetim değildir. Bu nedenle Cumhurbaşkanı tarafından merkezi denetim elemanlarına yaptırılacak denetim kamuya hesap verme sorumluluğunu yerine getirmekten yoksun olup hiyerarşik denetim anlamına gelmektedir. Ayrıca hem faaliyetleri yürüten yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdür hem de denetim görevini yerine getirecek olan denetçiler Cumhurbaşkanı tarafından atanmaktadır.

Bu şekilde bir denetim sürecinin etkin bir şekilde işleyeceği denetim konusunda isteksiz bir anlayışa sahip bürokrasi göz önünde bulundurulduğunda tam anlamıyla söylenememektedir.

Öte yandan TBMM Plan ve Bütçe Komisyonunca yerine getirileceği belirtilen denetim faaliyetinin gerçek bir denetimi içermeyeceği açıktır. Kendisine sunulan denetim raporları üzerinden yapılacak bir denetimin kapsamı raporlama niteliğinden öte gidemeyecektir. Bununla birlikte komisyon üyelerinin siyasi partilere göre dağılımı göz önünde bulundurulduğunda çoğunluğun iktidar partisine mensup olması sebebiyle etkin bir denetim sonucu ortaya çıkmayacaktır. Kamusal kaynakları kullanan ve kamu dengelerini önemli ölçüde etkileyebilecek olan bu fonun kamusal denetimindeki eksiklikler hükümetin TBMM'ye karşı hesap verme sorumluluğunu yerine getirmesi açısından da önemlidir. (Kayıran, 2016, s. 77)

#### **4.2.3. Türkiye Varlık Fonu'nun Kaynakları ve İşleyişi**

Türkiye Varlık Fonu kurulmasında temel amaçlar, sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve piyasaların derinliğine katkı sağlamak, yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek ile stratejik ve büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek olarak ifade edilmiştir. Fonun belirlemiş olduğu bu amaçları gerçekleştirebilmesi için kaynaklara ihtiyacı vardır. Geleneksel varlık fonları ve önceki bölümlerde bahsedilen örnek uygulamalar göz önünde bulundurulduğunda genellikle ihracat gelirlerinin yüksekliğiyle oluşan dış fazlalar ve doğal kaynak gelirlerinin fona devredilmesi şeklinde bir kaynak havuzu oluşturulduğu ve fonların gelirlerinin öncelikle bu kaynaklardan sağlandığı görülmektedir. Türkiye'nin ödemeler dengesine bakıldığında uzun süredir cari açık verdiği ve gelir sağlayacağı petrol gibi bir doğal kaynak rezervinin olmadığı görülmektedir. Bu nedenle Türkiye Varlık Fonu kaynakları açısından geleneksel varlık fonlarından farklı bir yol izlemiştir.

Türkiye Varlık Fonu'nun kaynakları ve finansman sağlanmasına ilişkin bilgiler Kanun'un dördüncü maddesinde belirtilmiştir. Buna göre Kanun'un ilk haliyle TVF'nin kaynakları;

- Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından özelleştirme kapsam ve programında bulunan ve Türkiye Varlık Fonuna devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına karar verilen nakit fazlasından,
- Kamu kurum ve kuruluşlarının tasarrufu altında bulunan ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan,

- Cumhurbaşkanı tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenlerden,
  - Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklardan,
  - Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklardan,
- oluşmaktadır.

Özelleştirme uygulamaları sonucunda elde edilen gelirlerin çoğunlukla bütçe denkleğini sağlamak ve borç ödemeleri için kullanıldığı göz önünde bulundurulduğunda özelleştirme fonunda çok fazla bir nakit fazlası olmadığı değerlendirilmektedir. Ancak özelleştirme kapsamında yer alan çok sayıda kuruluş ve varlık olmasının yanında hükümet kanadından yapılan özelleştirme portföyünün genişletilerek daha agresif bir özelleştirme politikası izlenileceği yönündeki açıklamalar TVF'ye aktarılacak kaynakların genişletileceğini göstermektedir. (Kayıran, 2016, s. 78)

Kamu kurum ve kuruluşlarının tasarrufu altında bulunan ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan yararlanılacağı ifade edilmiştir. Bu kapsamda ilk olarak akla işsizlik ve bireysel emeklilik fonları gelmektedir. Ancak bu kaynakların Fon'a aktarılması bir yandan Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacını artıracak ve uzun dönemde de bu kurumlar açısından mali risk oluşturma ihtimali gündeme gelecektir.

Bir başka eleştirilen ve tartışma konusu olan husus yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklardan sağlanacak olan gelirlerdir. Burada ifade edilmek istenilen durum 4749 sayılı Kamu Finansmanı Ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun gereği borçlanmalar için gerekli olan izin şartının aranmayacağıdır. Kısaca ifade edilecek olursa TVF borçlanma yoluna başvurmak istediğinde söz edilen kanun hükümlerine tabi olmayacak ve Hazine'den izin alma yükümlülüğü bulunmayacaktır.

Bir diğer konu ise para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanması öngörülen finansman ve kaynaklardır. Para ve sermaye piyasası dışında bir kaynak bulmak mümkün değildir. Kanun'un genel gerekçesinde de bu hususla ilgili bir bilgi bulunmamaktadır. Dolayısıyla kanunda ifade edilen hükümle ne amaçlandığı ve ne yapılmak istenildiği anlaşılamamaktadır.

Ayrıca finansman sağlanırken Türkiye Varlık Fonu portföyü üzerinde teminat, rehin, kefalet ve ipotek tesis edilebileceği belirtilmiştir. Kamu varlıklarını karşılık göstererek borçlanacak olan TVF'ye tanınan ayrıcalıklar ve bağışıklıklar dikkate alındığında, özel kesimin kullanabileceği kaynaklar karşısında açık bir avantaj ve üstünlük sağlayacağı görülmektedir. Özel kesimin kaynak ihtiyacının daha yüksek maliyetlerle giderilmesi, faizlerinde artmasına sebep olabilecek ve bu da ülkede özel kesim tasarruflarını ve yatırımlarını artırmak yerine bunu engelleyerek dışlama etkisine neden olma ihtimalini ortaya çıkarmaktadır.

6 Ocak 2017 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan 680 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile; Yurt içinde at yarışları düzenleme, yurt içinde ve yurt dışında düzenlenen at yarışları üzerine yurt içinden ve yurt dışından müşterek bahis kabul etme hak ve yetkilerine ilişkin lisanslar ile Gıda, Tarım ve Hayvancılık Bakanlığına at yarışları düzenleme amacına yönelik olarak tahsis edilmiş veya fiilen bu amaçla kullanılan taşınmazlar ile üzerlerindeki yapı ve tesisler, topluca 1/1/2018 tarihinden itibaren 49 yıl süreyle; Karşılığı nakit olmak üzere oynatılan Piyango, Hemen-Kazan, Sayısal Loto, Şans Topu, On Numara ve Süper Loto oyunları ile ilgili mevzuat çerçevesinde izin verilebilecek olan benzer şans oyunlarına ilişkin lisans, bu maddenin yürürlüğe girdiği tarihten itibaren 49 yıl süreyle 19/8/2016 tarihli ve 6741 sayılı Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun hükümleri uyarınca Türkiye Varlık Fonu'na devredilmiştir.

Öte yandan 23 Ocak 2017 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanan 684 sayılı Olağanüstü Hal Kanun Hükmünde Kararnamesi ile getirilen hüküm ile iktisadi 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 Cumhurbaşkanı tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenler de TVF'nin kaynak sağlayacağı alanlar arasına eklenerek kaynak havuzu genişletilmiştir.

Yukarıda bahsedilen KHK'nın yürürlüğe girmesinin ardından 24 Ocak 2017 tarihinde alınan Bakanlar Kurulu kararı ile bazı kuruluşlar ile mülkiyeti Hazineye ait bazı taşınmazların tahsisleri kaldırılarak Türkiye Varlık Fonuna aktarılması kararlaştırılmıştır. Söz konusu Bakanlar Kurulu Kararıyla, Türkiye Cumhuriyet Ziraat Bankası Anonim Şirketi, Boru Hatları ile Petrol Taşıma Anonim Şirketi (BOTAŞ), Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı

(TPAO), Posta ve Telgraf Teşkilatı Anonim Şirketi (PTT), Borsa İstanbul Anonim Şirketi, Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme Anonim Şirketi'nin (TÜRKSAT) sermayelerinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Türk Telekomünikasyon Anonim Şirketi'nin yüzde 6,68 oranındaki Hazineye ait hissesi ile Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü ve Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (Çaykur) Türkiye Varlık Fonuna aktarılmıştır. Varlık Fonu'na devredilen taşınmazların toplam büyüklüğü ise 2,3 milyon metrekareyi bulmakta olup Antalya'nın Aksu, Merkez, Kemer ve Manavgat ilçelerinde 700 bin 910 M<sup>2</sup>, Aydın'ın Didim ve Kuşadası ilçelerinde 959 bin 713 M<sup>2</sup>, İstanbul'un Bakırköy ilçesinde 22 bin 866 M<sup>2</sup>, İzmir'in Selçuk ve Menderes ilçelerinde, 556 bin 891 M<sup>2</sup>, Muğla'nın Bodrum ilçesinde 11 bin 334 M<sup>2</sup>, Isparta'da 37 bin 545 M<sup>2</sup> ve Kayseri'de 1413M<sup>2</sup> araziye kapsamaktadır. Türkiye Varlık Fonu kendisine devredilen bu şirketleri, Bakanlar Kurulu tarafından onaylanacak Stratejik Yatırım Planı çerçevesinde yönetecektir.

Son olarak 31 Ocak 2017 tarihinde çıkarılan Bakanlar Kurulu Kararı ile Savunma Sanayi Destekleme Fonu'na ait veya bu Fonun tasarrufunda bulunan 3 milyar TL tutarındaki kaynak en geç aktarım tarihini izleyen 3 ay içerisinde geri ödenmek kaydıyla Türkiye Varlık Fonu'na aktarılmıştır. Ayrıca Özelleştirme Yüksek Kurulunun 3 Şubat 2017 tarihinde almış olduğu karar ile özelleştirme kapsam ve programında bulunan THY'nin yüzde 49.12 hissesi, Halkbank'ın yüzde 51.11 hissesi, Kayseri Şeker Fabrikası Anonim Şirketi'nin %10 oranındaki hissesi, TCDD İzmir Limanı ile özelleştirme kapsam ve özelleştirme programına alınmış sayılan Türkiye Denizcilik İşletmeleri Anonim Şirketinin sermayesinde bulunan %49 oranındaki hissenin özelleştirme kapsam ve programından çıkartılarak Türkiye Varlık Fonu'na devrine karar verilmiştir. Sonuç itibariyle bakıldığında Türkiye Varlık Fonu'na devredilen ve TVF yönetiminde bulunan varlıklar Çizelge 4.1.'de görüldüğü gibidir.

	Varlık	Hazine Payı (%)	Ödenmiş Sermaye(TL)	Halka Açıklık Oranı (%)
1	Türk Hava Yolları A.O.	%49,12	1,38 Milyar	50,18
2	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	%6,68	3,5 Milyar	13,31
3	Türkiye Cumhuriyet Ziraat Bankası A.Ş.	100	5 Milyar	
4	Türkiye Halkbankası A.Ş.	%51,11	1,25 Milyar	48,77
5	Türkiye Petrolleri A.O.	%100	3 Milyar	
6	Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş. (BOTAS)	%100	4,15 Milyar	
7	Posta ve Telgraf Teşkilatı Anonim Şirketi (PTT)	%100	1,53 Milyar	
8	Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme Anonim Şirketi'nin (TÜRKSAT)	%100	1,47 Milyon	
9	Borsa İstanbul Anonim Şirketi	%73,6	423,2 Milyon	
10	Milli Piyango*	%100		
11	TCDD İzmir Limanı	%100		
12	Türkiye Denizcilik İşletmeleri Anonim Şirketi	%49	131 Milyon	
13	Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü	%100	600 Milyon	
14	Kayseri Şeker Fabrikası Anonim Şirketi	%10	300 Milyon	
15	Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (ÇAYKUR)	%100	1,77 Milyar	
16	Türkiye Jokey Kulübü Lisansları*	%100		
17	2,3 Milyon metrekare Taşınmaz	%100		

Çizelge 4.1. Türkiye varlık fonu portföyünde bulunan varlıklar

Kaynak: Türkiye Varlık Fonu, <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/Portfoy/5> adresindeki verilerden oluşturulmuştur.

\*49 yıl süreyle fona devredilmiştir.

Başlangıçta 50 milyon TL gibi düşük bir sermaye ile kurulan Türkiye Varlık Fonu gerek Bakanlar Kurulu tarafından kendisine devredilen kamuya ait kuruluş ve şirketler gerekse de Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından kendisine devredilen kuruluş ve gelirler ile bunların sahip olduğu varlık boyutu olarak 40 milyar dolarlık bir varlığı yönetmeye başlamıştır. Yönetiminde bulunan varlık boyutu itibariyle birinci bölümde yer verilen ulusal varlık fonlarının varlık büyüklüğüne göre sıralamasının yer aldığı Tablo-2'de 27'nci sırada yer almaktadır.

#### 4.2.4. Türkiye Varlık Fonu'na Tanınan Muafiyet ve İstisnalar

Türkiye Varlık Fonu işlemleri için sağlanan muafiyet ve istisnalara Kanun'un sekizinci maddesinde yer verilmiştir. Buna göre Türkiye Varlık Fonu ile Şirket tarafından kurulacak şirketler ve alt fonlar gelir ve kurumlar vergisinden muaf tutulmaktadır. Bu muafiyet, bunların kazanç ve iratları üzerinden 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile 5520 sayılı



Kurumlar Vergisi Kanunu uyarınca yapılacak vergi kesintilerini de kapsamaktadır. Ayrıca elektrik ve havagazı tüketim vergisi ve yangın sigortası vergisi hariç olmak üzere 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 muaf olduğu belirtilmiştir.

Bununla birlikte 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 nakden veya hesaben lehe aldıkları paralar banka ve sigorta muameleleri vergisinden, her türlü kredi kullanım işlemleri kaynak kullanımını destekleme fonundan istisnadır. Aynı zamanda Türkiye Varlık Fonu ile Şirket tarafından kurulacak şirketler ve alt fonlar, kamu iktisadi teşebbüsleri de dâhil olmak üzere, sermayesinin yarısından fazlası kamuya ait olan veya özel kanunla kurulan kamu kurum, kuruluş ve ortaklıklarına uygulanan mevzuat, uygulama ve kısıtlamalara da tabi olmadığı hüküm altına alınmıştır. Ek olarak kamu iktisadi teşebbüsleri de dâhil olmak üzere, sermayesinin yarısından fazlası kamuya ait olan veya özel kanunla kurulan kamu kurum, kuruluş ve ortaklıklarına uygulanan mevzuat, uygulama ve kısıtlamalara tabi olmayacağı belirtilmiştir.

Türkiye Varlık Fonu ve Şirket ile alt fonlar ve Şirket tarafından kurulan diğer şirketler hakkında bazı kanunlar ve kanun hükmünde kararnamelerin uygulanmayacağı belirtilmiştir. Bu kanun ve kanun hükmünde kararnameler; 6085 sayılı Sayıştay Kanunu, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile bu Kanun uyarınca yürürlüğe konulan ikincil mevzuat, 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 399 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Personel Rejiminin Düzenlenmesi ve 233 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname, 657 sayılı Devlet Memurları Kanunu, 631 sayılı Memurlar ve Diğer Kamu Görevlilerinin Mali ve Sosyal Haklarında Düzenlemeler ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 190 sayılı Genel Kadro ve Usulü Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 527 sayılı Memurlar ve Diğer Kamu Görevlileri ile İlgili Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname, 6245 sayılı

Harcırah Kanunu, 3346 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri ile Fonların Türkiye Büyük Millet Meclisince Denetlenmesinin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu, 4735 sayılı Kamu İhale Sözleşmeleri Kanunu, 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu, 237 sayılı Taşıt Kanunu, 2946 sayılı Kamu Konutları Kanunu, 195 sayılı Basın-İlân Kurumu Teşkiline Dair Kanun, 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun ile bunların ek ve değişikliklerine ilişkin hükümlerden oluşmaktadır. Ayrıca kamu kurum ve kuruluşlarına personel alınmasına dair ilgili mevzuat hükümleri de Şirket tarafından istihdam edilecek personel hakkında uygulanmayacaktır.

Son olarak, Şirket tarafından kurulacak varlık kiralama şirketleri ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun 7/A maddesi çerçevesinde kurulan varlık kiralama şirketlerine tanınan tüm hak, istisna, indirim ve muafiyetlerden de yararlanacaktır. Bu madde uyarınca kurulan varlık kiralama şirketleri, ihraç etmiş oldukları menkul kıymetlere ilişkin, ihraççıların tabi olduğu Borsa İstanbul Anonim Şirketine ödenmesi gereken kayıt ücreti ve kotasyon ücretinden muaf bulunmaktadır.

Türkiye Varlık Fonu'na tanınan muafiyet ve istisnaların yanı sıra Fon'un mal varlığının haczi ve rehnine ilişkin düzenlemelerde bulunmaktadır. Bu düzenleme çerçevesinde Türkiye Varlık Fonu'nun mal varlığı ile Şirket'e yönetilmek üzere devredilen varlık ve haklar, Şirket'in mal varlığından ayrı olduğu belirtilmiştir. Aynı zamanda Türkiye Varlık Fonu'nun mal varlığı, Türkiye Varlık Fonu hesabına olması şartıyla para ve sermaye piyasalarından finansman temin etmek dâhil Türkiye Varlık Fonu ve alt fonların yapmaya yetkili olduğu faaliyetlere ilişkin iş ve işlemler haricinde teminat gösterilemeyecek ve rehnedilemeyecek, başka bir amaçla tasarruf edilemeyecek, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemeyecek, üzerine ihtiyati tedbir konulamayacak ve iflas masasına dâhil edilemeyecektir. Öte yandan Şirket'in üçüncü kişilere olan borçları ve yükümlülükleri ile Türkiye Varlık Fonu'nun aynı üçüncü kişilerden olan alacakları da birbirlerine karşı mahsup edilemeyecektir.

Ancak bu düzenlemeyi tersten ele aldığımızda anlaşılan hususa göre, Türkiye Varlık Fonu'nun mal varlığı ile Şirket'in yönettiği varlık ve haklar, Türkiye Varlık Fonu ve alt fonların yapmaya yetkili olduğu faaliyetlere ilişkin iş ve işlemler dâhilinde olduğu takdirde teminat olarak gösterilebilecek ve rehin edilebilecek, üzerine ihtiyati tedbir konulabilecek ve iflas masasına dâhil edilebilecektir. (Sarısu, 2016, s. 226)

Kamusal kaynaklarla finanse edildiği halde özel şirket gibi yurtiçi ve yurtdışındaki finansal piyasalarda faaliyet göstermesi beklenen bu şirketin, yukarıda ayrıntılı bir şekilde belirtilen istisna ve muafiyetlerle özel şirketlerde olmayan ayrıcalıklarla donatıldığı görülmektedir. Finansal piyasalarda özel sektörle rekabet halinde çalışması öngörülen TVF'ye tanınan geniş muafiyet ve istisnaların bir haksız rekabete konu olup olmadığı ve TVF'ye yatırım yapacak kurum ve kişilere bu nedenle bir haksız kazanç sağlayıp sağlamayacağı şirket faaliyete geçtikten sonra anlaşılacaktır. (Kayıran, 2016, s. 81)

### **4.3. Türkiye Varlık Fonu'nun Kuruluş Amaçları**

Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluş amacı 6741 sayılı Kanun'da sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek olarak ifade edilmiştir.

Kanunun gerekçesinde ise çok daha ayrıntılı bir şekilde ifade edilmekte olan amaçlar ekonomik istikrarın sağlanması, büyüme ve kalkınmaya finansman sağlayarak desteklenmesi ile finansal piyasaların güçlendirilmesi temelinde karşımıza çıkmaktadır. Bu fon ile kalkınmanın lokomotifini olan reel sektör yatırımlarına, stratejik sektör, şirket ve projelere uzun vadeli kaynak sağlanması yoluyla kalkınmanın hızlandırılması (kalkınma hedefi), ekonomide sürdürülebilir büyüme oranlarının yakalanması (büyüme hedefi) ve ekonomik istikrarın sağlanması (istikrar hedefi) hedeflenmektedir.

Ekonomik istikrarın sağlanması amacıyla varlık fonunun kullanılabileceği gerekçede yer almaktadır. Yurtiçi ve yurtdışında finansal risklerin artması sonucu ortaya çıkan ekonomik dalgalanma dönemlerinde yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen fon çıkışlarının varlık fiyatlarında sert düşümlere yol açması ve yerli yatırımcıların spekülasyon amaçlı döviz talebinde artış olmasının, piyasalarda likiditenin azalmasına ve finansal istikrara yönelik endişelere yol açacağı ifade edilmiştir. Bu sorunların çözümü için ise finansal stres ortamında piyasalarda stabilize edici bir görev üstleneceği, kamu fonlarının konsolide olarak yönetildiği güçlü bir ulusal varlık fonunun bulunması ülke tasarruflarının büyüklüğünü ve gücünü görünür kılarak piyasalarda gerekli güven ortamını sağlayacağı ve ülkenin uluslararası kredibilitésinin artmasına yardımcı olacağı belirtilmiştir. Kanun gerekçesinde bu şekilde yerini bulan ekonomik istikrar amacına yönelik ifadeler Kanun metninde yer almamaktadır. İstikrar amacı ile kurulan fonların ekonomik istikrarı bozan iktisadi

dalgalanma dönemlerinde piyasaya hızlı bir şekilde istikrar sağlayıcı müdahale yapabilmesi için varlıklarının likit olması gerekmektedir. Dolayısıyla likiditenin sağlanmasına yönelik olarak varlıklarını düşük riskli yatırımlara yönlendirmesi elzemdir. Türkiye Varlık Fonu'nun ise daha çok alt yapı yatırımları gibi uzun vadeli yatırım stratejisi izleyeceği görülmektedir. Bu nedenle Türkiye Varlık Fonu'nun daha çok kalkınma ve büyüme üzerine faaliyet göstereceği yönünde değerlendirme yapılabilir.

Ulusal varlık fonu uygulamalarına bakıldığında ağırlıklı olarak ülke tasarruflarının varlık fonlarına aktarıldığı, kamusal fonların konsolide edilerek uzun vadeli yatırım perspektifi ile değerlendirildiği ve bu yolla büyüme ve kalkınmaya katkı sağlandığı buna ek olarak Merkez Bankaları ile koordinasyon sağlanması ile finansal istikrarın gözetildiği anlaşılmaktadır. Bu çerçevede ulusal varlık fonları esas alınarak yapılandırılacak olan Türkiye Varlık Fonu kurulmasıyla aşağıda belirtilen hususlar hedeflenmektedir. (TBMM, 2016, s. 5)

- Büyüme oranında ilave artış sağlanması,
- Yapılacak yatırımlarda yüzbinlerce kişilik ek istihdam sağlanması
- Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerdeki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi suretiyle küresel oyuncu olmalarının sağlanması,
- Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması,
- Arz güvenliğini sağlamak üzere, Türkiye için önem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurtdışındaki stratejik sektörlerle yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı kalmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi.

Türkiye Varlık Fonu'nun hedeflerine yer verilmiş olmakla birlikte bu hedeflere ulaşmak için hangi araçların kullanılacağı ve hangi yöntemlerin izleneceğine ilişkin bir gösterge bulunmamaktadır. Stratejik plan henüz kamuya açıklanmadığı için buna ilişkin değerlendirme de yapılamamaktadır.

Hedefler arasında büyüme oranında ilave artış sağlanması ifade edilmiş ancak bunun nasıl yapılacağına ilişkin bir husus bulunmamaktadır. Türkiye ekonomisi son yıllarda ortalama %3-4 oranında bir büyüme trendi göstermiştir. Türkiye ekonomisinde büyümenin sürdürülmesi için üretim ihtiyacı vardır. Türkiye Varlık Fonu'nun ise daha çok alt yapı yatırımlarına yöneleceği anlaşılmaktadır. Bu nedenle büyüme oranında reel bir artış sağlanması için üretime yönelik yatırımlar yapıldığı takdirde bu hedef gerçekçi olacaktır.

Ayrıca dış finansman sağlayarak uzun vadeli bir büyüme trendi yakalanması da mümkün gözükmemektedir. Türkiye ekonomisinin ihtiyaç duyduğu yurtiçi tasarruf düzeyinin artırılmasına yönelik bir çalışma planladığına ilişkin bir emare görülmemekte daha çok kamu tasarrufunda bulunan kuruluşlar konsolide edilerek bir çatı altında idare edilmektedir. Bu uygulamanın kamusal kaynakların kullanılmasında verimliliğin artırılarak etkinliğin sağlanmasına katkı sağlayacağı kabul edilmekle birlikte Kanun gerekçesinde belirtilen büyüme oranında ilave artış sağlanması hususunda bunun nasıl sağlanacağına ilişkin bir değerlendirme yapılmadığı için havada kaldığı düşünülmektedir.

Yapılacak yatırımlarla yüzbinlere ilave ek istihdam sağlanmasının hedeflendiği ifade edilmiştir. İstihdam artışı ekonomik büyümeyi hızlandıran bir etken olup büyüme hedefini destekleyen önemli bir araçtır. Ancak yapılacak yatırımların dış finansman sağlanarak alt yapı gibi üretime yönelik olmayan sabit yatırım olması uzun vadeli istihdam artışı için yeterli değildir. Büyümeyi hızlandıracak kalıcı bir istihdam artışı için yatırımların üretim yapan sektörlere yapılması gerekmektedir. Dolayısıyla Fon faaliyete geçtiğinde mevcut koşullarda kısmi istihdam sağlayabilir ancak gerekçede belirtildiği gibi yüzbinlerce kişilik ek istihdam sağlanması mevcut şartlarda gerçekçi bir ifade değildir.

Türkiye ekonomisi iç tasarrufların yetersizliği nedeniyle dış finansman kaynaklarıyla büyüme stratejisi izlemektedir. Kanal İstanbul ve Üçüncü Köprü gibi büyük yatırımlar büyük kaynak gerektiren önemli yatırımlardır. Böyle yatırımların kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması önemli olmakla birlikte yukarıda belirtilen kuruluşların varlık fonuna devredilmesi ile bu kuruluşların gelir ve karları da varlık fonuna geçmiştir. Ancak daha önceden bu kuruluşların gelirleri ilgili mevzuatları doğrultusunda hazineye aktarılmakta ve bütçeye gelir kaydedilmek suretiyle bütçe denkliliğine katkıda bulunmaktaydı. Dolayısıyla kamu kesimi için bir gelir niteliğindedir. Türkiye Varlık Fonu için bu kuruluşlar bir gelir kaynağı oluşturmaktadır. Ancak kamu kesimi gelirleri azalacağı için kamu kesimi borçlanma gereği artış gösterecek ve farklı kaynak bulunmadığı takdirde yeniden borçlanmaya başvurulacaktır. Bu nedenle gerekçede belirtilen kamu borcu artırılmadan büyük projelere finansman sağlanması hedefinin gerçekleştirilmesi güç olacaktır. Farklı bir bakış açısıyla değerlendirilecek olursa kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması hususu tam anlamıyla doğru bir ifade değildir. Türkiye Varlık Fonu aracılığıyla borçlanma yoluna gidildiği durumda devlet bütçesinde bu borç görünmeyecektir. Ancak kamu kaynaklarıyla oluşturulmuş TVF bilançosunda görülmesi bu şirketin özel sektör şartlarında faaliyet göstermesi sebebiyle özel kesim borcu olarak değerlendirilemez.

Her ne kadar özel hukuk hükümlerine göre faaliyet gösterse de varlık fonunun sahibi devlet olduğu için devlet bütçesinde görünsün veya görünmesin dış finansman kamusal kaynaklarla finanse edildiği takdirde kamu kesimi borcu niteliğinde olacaktır.

Ayrıca arz güvenliğini sağlamak üzere, Türkiye için önem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurtdışındaki stratejik sektörlerle yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı kalmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi hedefinin de nasıl gerçekleştirileceği açık değildir. Aynı zamanda hedefler arasında da bir çelişki olduğu yönünde değerlendirme yapılabilir. Kendi ülkesindeki yatırımlar için dış finansman ihtiyacı olan bir fonun yurt dışı piyasalarda yatırım yapabilmesi için de kaynağa ihtiyacı olacaktır. Türkiye dış kaynak sıkıntısı çeken kendi ulusal kaynakları yetersiz olan bir ekonomidir. Türkiye ekonomisi zaten cari açık veren bir ekonomi olması nedeniyle yurt dışı piyasalara sermaye aktarımı bu açığı daha da artıracak ve dış denge de sorun oluşturacaktır.

Büyüme ve kalkınmaya yönelik yukarıdaki hedeflerin yanı sıra sermaye piyasasında araç çeşitliliğine ve derinliğine katkı sağlamak amacıyla;

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

Gibi hedefler de belirlenmiştir. Ancak bu hedefler bir amaçtan ziyade belirtilen amaçlara ulaşılması için gerekli araç niteliğindedir.

Türkiye Varlık Fonunun amaçlarının yukarıda görüldüğü gibi alt alta sıralanarak eşit hedefler gibi sunulması, amaçlarla araçların birbirine karıştırıldığını göstermektedir. Üstelik gerekçede, “İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması” gibi varlık fonu kurmanın gerekçesini oluşturmayacak maddelerin de olduğu görülmektedir. Nihai hedefin istihdam ve büyüme olduğu göz önünde bulundurulduğunda, sıralanan diğer maddelerin belirtilen amacı gerçekleştirmek için gerekli alt hedefler olarak saymak daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Sıralanan maddeleri bu açıdan değerlendirdiğimizde, büyük ölçekli altyapı yatırımları, teknoloji yoğun yatırımlar ve enerji yatırımları yapılarak ve sermaye piyasaları derinleştirilerek büyüme ve istihdam artışı sağlanmasının amaçlandığını söylenebilir. (Kayran, 2016, s. 72)

Fonun kuruluş amacının Kanun’da, sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtdışında kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek ve stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek şeklinde ifade edildiği yukarıda

belirtildi. Kanun gerekçesinden farklı olarak, yurtiçinde kamuya ait varlıkların ekonomiye kazandırılması ve dış kaynak temin edilmesi şeklinde amaçlar eklenmiştir. Ancak bunlar amaç niteliğinde değil Fon'un kaynaklarının nasıl oluşturulacağı ve finansmanın nasıl sağlanacağına ilişkin açıklama mahiyetindedir. (Kayıran, 2016, s. 74)

Kanun gerekçesinde maddeler halinde sıralanan ve yukarıda belirtilen hedeflerden sonra Fonun, ekonominin içinde bulunduğu yapısal sorunları aşmaya katkı sağlamasının yanında dış politikada önemli bir enstrüman olarak Türkiye'nin uluslararası arenada daha fazla söz sahibi olmasına da katkı sağlayacağı ifade edilmiştir. Bu ifadeden fonun istikrar, büyüme ve kalkınma amacının yanı sıra dış politika aracı olarak kullanılma amacı da taşıdığı söylenebilir. Ancak birinci bölümde değinildiği üzere varlık fonlarına karşı politika uygulamaları ve bu fonların yatırımları karşısında düzenleme çalışmaları ile korumacı politikalar uygulanmasının arkasındaki sebep bu fonların dış politika amacı gütmeye ihtimallerinin olmasıdır. Korumacı politikaların yaygınlaşması sonrası orta yol arayışları olarak ortaya çıkan IMF öncülüğünde kurulan Uluslararası Çalışma Grubu'nun hazırladığı Santiago İlkeleri'nin ikinci maddesinde fon sahibi devlette hükümetin herhangi bir jeopolitik hedefini doğrudan veya dolaylı olarak yerine getirme yükümlülüğü olmaksızın yatırım yaptığına ilişkin güvence vermesi gerektiği ifade edilmiştir. Bu nedenle birçok ülke sahip oldukları fonların dış politika amacı taşımadan faaliyet yürüteceğine ve bu konuya özen göstereceğine ilişkin açık beyanda bulunmuştur. (Kayıran, 2016, s. 73)

Ekonomi politikalarının temel amaçları büyüme ve kalkınmanın sağlanması, sürdürülebilir büyüme oranının devam ettirilmesi, istihdam artışı, gelir dağılımı gibi temel değişkenlerle belirlenebilmektedir. Bu temel amaçları gerçekleştirmek için uygulanacak politikalar, başvurulacak yöntemler veya bu amaçları gerçekleştirmede kullanılacak finansman yöntemleri değişebilir. Türkiye Varlık Fonu için yukarıda belirtilen amaç ve hedeflerde ise amaçların ve bu amaçlara ulaşmak için kullanılacak araçların ve buna dair finansman yöntemlerinin birbiriyle karıştırıldığı görülmektedir. Çok sayıda amaç sıralanmış fakat bunlar arasında bir hiyerarşi kurulmamıştır. Daha kısa bir şekilde ifade edilecek olursa fonun kuruluş amacı açık bir şekilde belirlenmemiştir. İstikrar amacı, büyüme ve kalkınma amacı ile dış politika aracı olarak kullanılma amacı çerçevesinde sınıflandırılabilir bazı sorunlar söz konusudur. Öncelikle, fonun dış politika aracı olarak kullanılma amacının, uluslararası standartlarda kabul edilmesi mümkün olmayan bir amaçtır. Ayrıca bu amaç görmezden gelinerek fonun büyüme ve istikrar gibi iki temel amacı olduğu kabul edilirse, bu amaçların hangisinin öncelikli olduğu, fonun yatırım ve finansman tercihlerinde hangi önceliğe göre

davranacağının belirlenmiş olması daha uygun olacaktır. Santiago ilkelerinin 2. maddesinde yer alan ‘‘UVF’nin amacının açıkça belirlenmesi ve kamuya ilan edilmesi’’ gereği, hem bu iktisadi ve finansal amaçlara uygun yatırım stratejilerinin belirlenmesini kolaylaştırmak, hem de UVF’nin politik amaçlarla kullanılmasının önüne geçerek amaca uygun davranmasını ve hesap verebilirliğini garanti altına almak için ortaya konulmuştur. TVF’nin amaçlarının açıklıkla ortaya konulmamış olması, bu bağlamda önemli bir sorun oluşturmaktadır.







## 5. TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN KAMU MALİYESİ AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

Türkiye Varlık Fonu kuruluşundan itibaren sürekli eleştirilmekte ve gerek siyasi arenada gerekse ekonomi alanında tartışma konusu yapılmaktadır. Bu eleştiri ve tartışmaların sebebi yeterli ve etkili bir hazırlık süreci yapılmaksızın kamuoyuna iyice anlatılmadan kervan yolda düzelir mantığı ile hareket edilerek fonun kurulmasıdır. Bununla birlikte ulusal varlık fonlarına ilişkin dünya uygulamaları göz önünde bulundurulduğunda bu uygulamalar ile varlıkların kaynağı, yönetim ve denetimi gibi hususlarda tam olarak benzerlik göstermemesi de bir başka eleştiri konusudur. Bu nedenle Türkiye Varlık Fonu'nun kamu maliyesi ve ekonomiye etkilerine değinmeden önce ulusal varlık fonları arasındaki konumunu belirtmek daha uygun olacaktır.

### 5.1. Türkiye Varlık Fonu'nun Ulusal Varlık Fonları Arasındaki Konumu

Geleneksel anlamda ulusal varlık fonları, devlet sahipliğinde olan, varlıklarının kaynağı ödemeler dengesi fazlalıkları veya sahip olunan doğal kaynakların ihracından elde edilen gelirlerden oluşan bağımsız fonlar olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımdan yola çıkıldığında Türkiye Varlık Fonu bu tanıma uygun bir yapıda değildir. Türkiye ekonomisinde bağımsız bir fona aktarılacak ödemeler dengesi ve bütçe fazlası olmadığı gibi hem ödemeler dengesi açıklarıyla hem de bütçe açığı vermesiyle ön plana çıkan bir ekonomidir. Ayrıca birçok varlık fonunda esas kaynak olan petrol ve doğal gaz gibi bir doğal kaynağa da sahip olmaması nedeniyle varlık fonu kurulmasının yersiz olduğu yönünde değerlendirmeler yapılmaktadır.

Türkiye Varlık Fonu'nun varlık fonu olarak nitelendirilemeyeceği şeklinde ortaya çıkan tartışmaların arka planında varlık fonlarına ilişkin genel özellikler dikkate alındığında Türkiye Varlık Fonu uygulamasında bu özelliklerin tam olarak kendini göstermemesi yatmaktadır. Ulusal varlık fonlarının genel özelliklerine bakıldığında bu fonların genellikle ulusal tasarrufların uluslararası piyasalarda ticari getiri elde etmek amacıyla değerlendirilmesi suretiyle mevcut kaynakların gelecek nesiller ile bugünkü nüfus arasında paylaşılması şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Türkiye Varlık Fonu'nda ise buna benzer bir durum söz konusu değildir.

Fonun yukarıda sayılan gelirlerine bakıldığında hali hazırda faaliyet gösteren kamu kurum ve kuruluşları ile özelleştirme gelirleri ve özelleştirme kapsamındaki kuruluşların

devredilmesiyle oluştuğu görülmektedir. Dolayısıyla kaynakları açısından Türkiye Varlık Fonu bir doğal kaynak gelirine bağlı olmaması sebebiyle emtia dışı fonlar arasında sayılabilir. Ancak ikinci bölümde yer verilen dünyadaki varlık fonu örneklerinden farklı bir çizgide olduğu açıktır.

Türkiye Varlık Fonu kamuya ait şirketlerin menkul kıymetleştirilmesini, kamu mallarını, zelleştirme işlemlerinden elde edilen gelirleri ve sermaye piyasasında gerçekleştirilecek işlemleri kaynak olarak kullanmaktadır. Genel olarak dünyadaki uygulamalara baktığımızda ise varlık fonlarının kaynağının bütçe fazlası, petrol, maden kaynağı, doğal gaz gibi ticaret veya emtia ihracat gelirleri olduğu görülmektedir. TVF bu açıdan diğer varlık fonu uygulamalarından ayrılmaktadır. (Güzel, Acar, & şekeroğlu, 2017, s. 172)

Varlık fonları genellikle ulusal tasarrufların değerlendirilmesi için kurulmaktadır. Ekonomik refah dönemlerinde kaynaklar farklı alanlarda değerlendirilmekte dalgalanma dönemlerinde ise kaynaklar bu dalgalanmaların önlenmesi ve etkilerinin bertaraf edilmesi için kullanılır. Türkiye Varlık Fonu ise tasarruf kaynaklı bir fon olmayıp ulusal kalkınmayı ve ekonomik büyümeyi gerçekleştirme ve yapılacak büyük ölçekli yatırımlara finansman sağlama amacı gütmektedir. Bu açıdan varlık fonu sınıflandırması içerisinde tasarruf fonu yerine istikrar ve kalkınma fonu özellikleri ağır basmaktadır.

Hedefler arasında İslami finans varlıklarının kullanımının artırılması ve katılım finansmanı sektör payının artırılması gibi varlık fonu amaçları arasında olamayacak hedefler de bulunmaktadır. Katılım bankalarının payı artırılarak İslami finansmanı desteklemek finans piyasaları için çoğunluğun Müslüman olduğu bir ekonomide önemli bir kamu politikası olmakla birlikte varlık fonunun amaçları arasında olamayacak bir konudur. Ayrıca bu hedeflerin dünyadaki varlık fonu uygulamalarıyla uyumadığı da bir gerçektir.

Ekonomik büyüme, tam istihdam, iktisadi kalkınma ve istikrar gibi makroiktisadi hedefler açısından bakıldığında Türkiye Varlık Fonu'nun finansal stres ortamında piyasalarda stabilize edici bir görev üstleneceği rolü göz önünde bulundurulursa istikrar fonu olma özelliği taşımaktadır. Ancak yukarıda bahsedilen hedef ve amaçlar değerlendirildiğinde henüz faaliyete geçmemesine rağmen yurtiçi yatırımlara yönelmesi ve yurtiçi büyük alt yapı projeleri için finansman sağlama, istihdam artışı ve büyüme oranının artırılması gibi hedefler Türkiye Varlık Fonu'nu daha çok ulusal kalkınma fonlarına yaklaştırmaktadır. Birinci bölümde bahsedildiği üzere ulusal varlık fonları genellikle tasarruflarını dış piyasalara yatırım yaparak değerlendirmektedir. Giderek sayıları artan ulusal kalkınma fonları ise iktisadi büyüme ve kalkınma gibi temel hedefler doğrultusunda kurulan, genellikle yurtiçi

yatırımlar yapan ve daha çok alt yapı ile alakalı yatırımları gerçekleştirmeyi hedeflemektedir. Türkiye Varlık Fonu'nun, önceliğini kalkınmaya ve büyümeye katkı sunabileceği düşünülen Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü, Havalimanı ve otoyollar gibi yurtiçi altyapı yatırımlarına vermesi ve dış yatırımlara yönelmemesi kalkınma fonu olma özelliğini artırmaktadır.

Ulusal varlık fonlarında temel amaç finansal getiri elde etmektir. Ulusal kalkınma fonlarını diğer fon türlerinden ayıran en önemli özellik ise finansal getiri ve kalkınma gibi ikili bir amaca sahip olmasıdır. Bu durum, kalkınma amaçlarının gerçekleştirilmesi çerçevesinde kalkınma fonlarının devletin politikalarıyla daha yakından ilişkili bir strateji izlemeleri gereğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, kalkınma fonları genellikle gelişmekte olan ülkelerde kurulması ve ülke içerisine yatırım yapması gibi özellikleri nedeniyle de diğer fonlardan ayrılmaktadır. Bazı kaynaklarda kalkınma fonlarının varlık fonu kapsamında sayılmamasının temel nedenleri de aslında bu çerçevede karşımıza çıkmaktadır. Ulusal varlık fonlarının özellikleri arasında sayılan genellikle ticari getiri amacıyla yurtdışına yatırım yapma gibi kriterler kalkınma fonları açısından karşılanmamaktadır. (Kayıran, 2016, s. 64) Türkiye Varlık Fonu'nun hedefleri arasında Türkiye için önem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlerle doğrudan yatırım yapma amacı bulunmaktadır. Bu amaç TVF'nin varlık fonu özelliğini ön plana çıkarmaktadır. Ancak yukarıda bahsedildiği üzere bu fonların dış politika amacı olarak kullanılması hoş karşılanmaz. Nitekim birçok ülke stratejik sektörlerin korunması için bu fonlara karşı düzenlemeler yapmış olup birinci bölümde bazı ülke örneklerine yer verilmiştir. Bununla birlikte yurtiçindeki stratejik sektörlerin korunması için bu sektörlerle yatırım yapmak amacıyla kurulmuş varlık fonları da bulunmaktadır.

Özellikle 2000'li yıllardan itibaren devletlerin ekonomiye aktif bir şekilde müdahale edebilmesinin farklı bir aracı olan ulusal varlık fonları yüzeysel olarak farklı görünse de gelişmekte olan ekonomilerde istikrar, sermaye birikimi, büyüme ve kalkınma gibi benzer hedeflere sahiptir. Bu çerçevede kurulan Türkiye Varlık Fonu ise özellikle finansman kaynakları üzerinden dünyadaki varlık fonu uygulamalarından farklılık göstermektedir. Ulusal varlık fonlarının temel özelliği olan doğal kaynak ya da ihracat gelirleri üzerinden finansman sağlanması durumu Türkiye Varlık Fonu için geçerli değildir. Çünkü Türkiye hem enerjide dışa bağımlı hem de genel olarak ihracat fazlasına sahip olmamakla birlikte uzun süredir cari açıkla mücadele eden bir ekonomidir. (Konukman & Şimşek, 2017, s. 1941)

Ulusal varlık fonu kurulmasında önemli bir etken olan devletlerin sahip oldukları yeraltı kaynaklarından ve diğer zenginliklerden gelecek nesillerin de yararlanması amacıyla fon kapsamına alınarak farklı şekillerde ve yüksek getiri elde edecek şekilde uzun vadeli yatırımlar yapılmasıdır. Bu nedenle varlık fonları daha çok petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynakları ihraç eden ülkeler tarafından kurulmaktadır. Türkiye ise enerji kaynakları olarak dışa bağımlı bir ülke olup enerji ihtiyacının büyük bir kısmını ithalat yoluyla karşılamakta hatta net enerji ithalatında dünya sıralamasında ön sıralarda yer almaktadır. Türkiye Varlık Fonu büyük ölçekli yatırımlar için dış finansman sağlanmasını bir hedef olarak belirlemiştir. Bu bağlamda değerlendirildiğinde mevcut neslin refahı için gelecek nesillerin borçlandırılacağı görülmektedir. Bu durum ise varlık fonu kurulma gayesiyle bağdaşmamaktadır.

Yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda Türkiye Varlık Fonu hem istikrar fonu hem de kalkınma fonu özelliklerini bünyesinde barındıran emtia dışı gelirlere dayanan bir fon olarak değerlendirilmektedir. Varlık fonlarına ilişkin karakteristik özellikler taşımakla birlikte varlık fonlarında olması tepki çeken dış politika amacı taşıması gibi özellikler de bulunmaktadır. Faaliyet konusu ve işleyişi göz önünde bulundurulduğunda ise kalkınma fonu yönü ağır basmakta olup büyüme ve ulusal kalkınmayı ön planda tutan kendine özgü bir varlık fonu olarak nitelendirmek daha doğru olacaktır.

## **5.2. Türkiye Varlık Fonu'nun Kamu Maliyesi Açısından Değerlendirilmesi ve Ekonomiye Etkileri**

Türkiye Varlık Fonu üç yıla yakın bir süre önce kurulmuş olmasına rağmen henüz tam anlamıyla faaliyete geçmemiştir. Bu nedenle kamu maliyesi açısından ne gibi etkilerinin olduğunu tespit etmek oldukça zordur. Fon'un yeterli bir hazırlık yapılmadan hızlı bir şekilde kurulması, yasal statüsü, gelir kaynakları, fona aktarılan kuruluşlar ve tanınan istisna ve muafiyetlerin geniş olması gibi sebeplerle halen tartışılmaya devam etmektedir. En çok merak edilen konu ise Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu durum göz önünde bulundurulduğunda ekonomiye sunacağı katkı ve bütçe üzerinde ne gibi etkilerinin olacağıdır. Bu noktada ise Türkiye Varlık Fonu'na ilişkin değerlendirmeler hem akademik camiada hem de ekonomi yazarları arasında üçe ayrılmış olup bir kısmı varlık fonu kurulmasının yerinde olduğu, bir kısmı ülkenin varlık fonu kuracak bir gelir kaynağı ve tasarruf fazlasına sahip olmaması nedeniyle yersiz olduğu, diğer bir kısmı ise fon kurulmasının yerinde bir uygulama olmakla birlikte uluslararası standartlara uygun ve şeffaf

bir şekilde yönetildiğinde ve yatırım stratejisinin ekonomik koşullar dikkate alınarak toplumsal ve ekonomik güven çerçevesinde belirlenmesi durumunda daha faydalı olacağı şeklinde ortaya çıkmaktadır. Ancak Türkiye ekonomisi ve kamu maliyesi açısından etkileri fon faaliyete geçtikten sonra hissedilecek ve ne yönde olacağı belirginleşecektir.

Ulusal varlık fonları, sahip oldukları ve yönettikleri varlıklardan elde ettikleri gelirleri çeşitli finansal araçlara yaptıkları yatırımlar üzerinden gerek ulusal ekonomiye gerekse küresel ekonomiye kazandırdıkları likidite ile katkı sağlamaktadır. Ayrıca fon sahibi ülkelerin para ve maliye politikalarıyla uyumlu bir şekilde yönetildiklerinde makroekonomik hedeflere ulaşmasına yardımcı olabilmektedir. Ülke tasarruflarının verimli yatırımlarda değerlendirilmesi durumunda ekonomik gelişmenin yanı sıra mevcut zenginliklerden gelecek nesillerinde yararlanmasını sağlayarak refah artışının devam etmesini ve gelecek nesillerin refahını garanti altına almaktadır. Aynı zamanda ülkelerin ulusal kalkınmasına yardımcı olmak amacıyla yurtiçi yatırımlara yöneldiğinde etkin bir strateji izlerse devlet bütçesinin de etkin kullanılmasına aracılık etmektedir. Bununla birlikte ekonomik konjonktüre göre piyasalarda istikrar sağlayıcı bir rol de üstlenebilmektedir.

Ulusal varlık fonları yatırımlarını genellikle yurt dışı piyasalara yapmaktadır. Yatırım yapma kararı alırken uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının yatırım yapılması planlanan ülkeye ilişkin kredi notunu göz önünde bulundurmaktadır. Birçok varlık fonu yatırım kararı almak için ilgili ülkenin yatırım yapılabilir kredi notuna sahip olma şartını aramakta ve bu hususu kendi mevzuatlarında yer vermek suretiyle kurala bağlamıştır. Türkiye ekonomisi üç uluslararası kredi derecelendirme kuruluşu tarafından yatırım yapılamaz seviyede olarak değerlendirilmiştir. Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılamaz seviyesine düşürülmesi dış kaynaklara olan bağımlılığı oldukça yüksek olan ekonomiyi olumsuz etkilemiş ve ülkeye yabancı kaynak girişinin azalmasına sebep olmuştur. Buna bağlı olarak ülke ekonomisinde bir sermaye daralması ortaya çıkmış olup halen devam etmektedir. Türkiye Varlık Fonu'nun dış finansman sağlama amacı göz önünde bulundurulduğunda dış kaynak sıkıntısı çekilen dönemlerde bu amacını gerçekleştireceği düşünülürse ekonomik daralmayı engellemek suretiyle büyümenin devam ettirilmesinde önemli rol oynama potansiyeli bulunmaktadır. Bu nedenle büyük projelere sağlanacak finansman ile hem istihdam artışı ve istikrara katkı sağlayacak hem de büyüme ve kalkınmanın devam etmesini sağlayarak ekonomiye olumlu etkileri olacaktır.

Ancak istikrar sağlamaya ek olarak büyüme ve kalkınmaya katkı sağlamak üzere kurulan Türkiye Varlık Fonu, dünyadaki örneklerinden farklı olarak tasarruf fazlalarından değil

özelleştirme gelirleri başta olmak üzere kendisine yönetmesi için devredilen kuruluşlar ve taşınmazları varlık olarak kullanacaktır. Daha önce bahsedildiği üzere varlık fonları bir doğal kaynak geliri elde eden veya ihracat gelirleri fazla olan ülkelerin ödemeler dengesi fazlalarını değerlendirmek üzere kurmuş oldukları fonlardır. Bu nedenle kaynaklarında bir süreklilik söz konusu olup varlıklarını ve gelirlerini farklı piyasalarda değerlendirmek suretiyle yönetmektedirler. Türkiye Varlık Fonu için ise böyle bir durum söz konusu olmadığı için ve borçlanma yoluna giderek finansman sağlamanın sürdürülebilirliği mümkün olmadığından tartışma konusudur. Üstelik Türkiye ekonomisi bir gelir fazlalığına sahip olmadığı gibi emeklilik sistemindeki açığı da bütçeden karşılayan bir durumdadır. Halihazırda fazlalık olan tek fon işsizlik fonu olup bunun da varlık fonu için kullanılması mümkün değildir. Ulusal varlık fonları tasarruf fazlalarını değerlendirmek amacıyla ülke dışında yatırım yaparken Türkiye Varlık Fonu dışarıdan finansman sağlayarak yurtiçi yatırımları gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır. Bir başka ifadeyle dışarıdan borç bulmak için kurulmuş bir fon olarak nitelendirilebilir. Dolayısıyla istikrar büyüme ve kalkınma gibi hedefleri gerçekleştirmek için finansman sağlarken cari açık ve bütçe açığı olan ekonomiyi daha da kırılgan hale getirebilme olasılığı bulunmaktadır.

Türkiye Varlık Fonu ile kurulacak alt fonlar ve şirketlere oldukça geniş ölçüde muafiyet ve istisna tanınmıştır. TVF A.Ş. ve Türkiye Varlık Fonu ile şirket tarafından kurulacak alt fon ve şirketler gelir ve kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. Bununla birlikte elektrik ve hava gazı tüketim vergisi ile yangın sigortası vergisi hariç Belediye Gelirleri Kanunu kapsamında alınan vergi, harç ve katılma payı ile tasdik ücretlerinden, kendisine devredilen ve sahip olduğu taşınmazlar dolayısıyla emlak vergisinden, bu taşınmazların satışı ile ilgili olarak tapu ve kadastro harcı ile döner sermaye bedellerinden ve her türlü dava ve icra işlemlerinden dolayı teminat yatırma mükellefiyetinden muaf tutulmuştur. Bu durum ise etkin bir yatırım politikası izlenilmediği takdirde fırsat maliyeti yükseleceği için ekonomiye yansımaları olumsuz olacak ve bütçe açığının artmasına neden olacaktır.

Özel hukuk hükümlerine tabi olan ve finansal piyasalarda özel sektörle birlikte faaliyet göstermesi öngörülen Fon'a bu ölçüde geniş muafiyet ve istisna tanınması haksız rekabeti gündeme getirmektedir. Aynı ekonomik koşullar altında faaliyet gösterip aynı kanunlara tabi olmayacak olan TVF ayrıcalıklı bir konumda olacak ve kendi varlıklarına yatırım yapanlar açısından da bir haksız kazanç sağlama durumu ortaya çıkacaktır. Fon'a ilişkin olarak eleştirilen diğer bir hususta 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 hususudur. Bu durum hem diğer özel sektör şirketleriyle aralarında bir rekabet dezavantajı yaratılmasına yol açabilir hem de kaynakları etkin olmayan bir fonunun devamlılığını sorgulanır hale getirebilecektir. Ancak en önemlisi, sağlanan vergisel ayrıcalıklar yüzünden zaten fona aktarılan kaynaklarla gelir kaybı yaşanan bütçedeki açık büyüyecek ve bütçe açıkları artmaya başlayacaktır. (Şahin, 2017, s. 370)

Fon kuruluş amaçları kendi arasında çelişkiler içerse de daha önce belirtildiği üzere birçok amaç hedeflenmiştir. Ancak geçen üç yıllık süre içerisinde yapılan ve yapılmak istenilenlere bakıldığında sert bir şekilde eleştirilere neden olan dış finansman sağlama amacının ön plana çıktığı görülmektedir. Dolayısıyla stratejik planın da olmaması nedeniyle bu eleştiriler artarak devam etmekte ve eleştirilerin yönü diğer amaçların göstermelik olduğu ve asıl hedeflenen unsurun fon varlıkları teminat gösterilmek suretiyle borçlanma gerçekleştirmek olduğu şeklinde evrilmektedir. Bu sürecin şeffaf yürütülmemesi ve gerekli aydınlatmanın yapılmaması hususu eleştirilerin kabul edildiği şekilde düşünülmesine yol açmaktadır.

Bununla birlikte fon amaçları arasında borç temin etmek başka bir ifadeyle dış finansman sağlanması hususunun olmasında bir problem yoktur. Doğru kullanıldığı takdirde ülkeye ucuz dış kaynak sağlanmasını kolaylaştırmanın yanı sıra ekonominin güçlendirilmesinin de bir aracı olabilecektir. Ancak dış kaynak ve finansman sağlanması sürecinin bir kurala bağlanması bir otokontrol mekanizması kurulması ya da bir sınır dahilinde yerine getirilmesi gerekmektedir. Aynı zamanda bu sürecin şeffaf bir şekilde yürütülmesi, gerekli açıklamaların zamanında yapılması, finansman ihtiyacının sebebi ve sağlanan finansmanın hangi süreç izlenerek hangi yatırımlara yönlendirileceğine ilişkin açıklama yapılması zorunluluğu getirilmeli ve bu zorunluluk yerine getirilmelidir. Aksi takdirde mevzuat olarak zorunluluk olsa dahi her ne sebeple olursa olsun yerine getirilmediğinde güvensizliğe sebep olup amaçlara ulaşılması zorlaşacak aynı zamanda da kredibilitesi olumsuz etkilenecektir.

Eleştirilerin odağında olan ve manipülasyonlara da yol açan diğer bir husus da Fon varlıklarının teminat olarak gösterilebilmesi ve üzerinde ipotek tesis edilebilmesi hususudur. Daha önce belirtildiği üzere finansman sağlanırken Türkiye Varlık Fonu portföyü üzerinde teminat, rehin, kefalet ve ipotek tesis edilebilmektedir. Ancak söz konusu durumda bunun için bir sınır ön görülmemiş olması risk durumunu artırmaktadır. Bu nedenle kamu varlıklarının korunması amacıyla bu düzenlemeye toplam varlık değerinin belirli bir oranının aşılması şeklinde bir kural ya da sınırlandırma getirilmesi daha uygun olacaktır.



Böyle bir düzenleme varlıklar elden gidiyor gibi düşüncelerin önüne geçecek ve Fon'a olan güveni artıracak ve amaçlara ulaşılmasını kolaylaştıracaktır.

Ayrıca varlıklar üzerinde teminat, rehin, kefalet ve ipotek tesis edilmesi amacına uygun kullanıldığı takdirde oldukça faydalı olabilecektir. Borçlanma maliyetinin daha az olmasını sağlayacak ve yatırımlar için ihtiyaç duyulan finansman kaynağını elde etmeyi daha olanaklı hale getirecektir. Ancak söz konusu finansmanın doğru ve amacına uygun şekilde kullanılması, üretime yönelik ve gelir sağlayıcı faaliyetlerde kullanılarak kendi kendini finanse etmesini sağlayacak yatırımlarda kullanılması son derece önemlidir. Oto finansman sağlanacağı için bir yük de oluşturmayacaktır. Bununla birlikte bu düzenleme bir fırsat olarak kullanılabilmesi gibi aynı zamanda bir tehdit olarak da karşımıza çıkabilmektedir. Her ne şekilde finansman sağlanırsa sağlansın söz konusu yatırımların öncelikle kalkınmaya ve reel büyümeye katkı sağlayan alanlarda değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu şekilde sağlanan finansman kendisini finanse edemeyecek yatırımlara yönlendirildiği takdirde borç ödeme yükümlülüğü yerine getirilemediğinde söz konusu ipotek, rehin veya teminat olarak gösterilen kamu varlığının da elden çıkması ihtimali söz konusu olacaktır. Aslında eleştirilerin kaynağını da bu olasılık oluşturmaktadır. Bu nedenle yatırımların iyi kanalize edilmesi gerekmekte ve yöneticilerin liyakatli ve alanında yetkin kişilerden oluşturulması gerekmektedir.

Devlet sahipliğinde olan ve birçok kuruluşun yönetilmek üzere devredildiği Türkiye Varlık Fonu kamusal kaynakları kullanacak olmasına rağmen kendisini kamusal sorumluluklardan bağışık kılacak bir istisna ve muafiyet kalkanıyla korunmuştur. Bununla birlikte kamu kesiminin faaliyetlerini yürütürken uymak zorunda olduğu temel kanunlarla birlikte özel sektörde faaliyet gösteren şirketlerin faaliyetlerine ilişkin düzenlemelerin<sup>5</sup> yer aldığı birçok kanun TVF için uygulanmayacaktır. Bu duruma göre TVF'nin tamamen devlete ait olmasına

---

<sup>5</sup> 6085 sayılı Sayıştay Kanunu, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile bu Kanun uyarınca yürürlüğe konulan ikincil mevzuat, 233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 399 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri Personel Rejiminin Düzenlenmesi ve 233 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamenin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname, 657 sayılı Devlet Memurları Kanunu, 631 sayılı Memurlar ve Diğer Kamu Görevlilerinin Mali ve Sosyal Haklarında Düzenlemeler ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 190 sayılı Genel Kadro ve Usulü Hakkında Kanun Hükmünde Kararname, 527 sayılı Memurlar ve Diğer Kamu Görevlileri ile İlgili Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Hükmünde Kararname, 6245 sayılı Harcırah Kanunu, 3346 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri ile Fonların Türkiye Büyük Millet Meclisince Denetlenmesinin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 4734 sayılı Kamu İhale Kanunu, 4735 sayılı Kamu İhale Sözleşmeleri Kanunu, 2886 sayılı Devlet İhale Kanunu, 237 sayılı Taşıt Kanunu, 2946 sayılı Kamu Konutları Kanunu, 195 sayılı Basın-İlan Kurumu Teşkiline Dair Kanun, 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun ile bunların ek ve değişikliklerine ilişkin hükümler.

rağmen kamu kurum ve kuruluşlarının tabi olduğu yasalar ile anonim şirket statüsünde olmasına rağmen özel hukuk hükümlerine de tabi olmadığı sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle TVF hem kamu kuruluşlarına ilişkin yasal yükümlülüklerin, hem de özel şirketlere ilişkin yasaların gerektirdiği yükümlülüklerin dışında olan özel imtiyazlı bir statüye sahiptir. Bu durum şirket personelinin özlük haklarının nasıl belirleneceği, kamusal kaynakların elde edilmesinde ve yapılacak işlemlerde özelleştirme, kamu ihale kanunu, rekabetin korunması gibi kanunlara tabi olmadan nasıl işlem yapılacağına ilişkin problemler doğmasına sebep olacaktır.

Önemli derecede kamu varlığının büyük bir istisna ve muafiyet zırhıyla donatılması ülkemiz ekonomisinde acı bir tecrübeye sahip olduğumuz bütçe dışı fonları akla getirmiştir. Bilindiği üzere bütçe dışı fonlar genellikle merkezi hükümet bütçesi dışında yer alan ve kamusal birtakım ihtiyaçların karşılanması ile belirli projelerin gerçekleştirilmesi ve fonların kuruluş amaçları doğrultusundaki faaliyetleri gerçekleştirmek üzere belirli gelirleri olan ve bu gelirleriyle harcama yapabilen idari birimlerdir. Özellikle seksenli yıllardan itibaren kurulmaya başlanan bütçe dışı fonların sayısı oldukça artmış, doksanlı yılların sonlarına doğru bir kısmı kaldırılırken bir kısmı da bütçeye dahil edilmiştir. Ayrıca mali şeffaflık ve hesap verilebilirliğin artırılması çabaları nedeniyle 2000 ve 2001 yıllarında fonların tasfiyesine ilişkin kanunla birçok fon yürürlükten kaldırılmıştır. Mevcut bütçe dışı fonlar ise Sosyal Yardımlaşma ve Dayanışmayı Teşvik Fonu, Tanıtma Fonu, Özelleştirme Fonu, Savunma Sanayii Destekleme Fonu, Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu ve İşsizlik Sigortası Fonu'dur. Bu fonlar 5018 sayılı Kanun dışında tutulmalarına rağmen kendi gelir ve giderleri olması açısından ekonomi üzerinde etkileri vardır. Bütçe dışı fonların diğer fonlardan farkı bütçe disiplini dışında yer almaları ve kaynaklarının tamamen bütçe dışından sağlanmasıdır. Türkiye Varlık Fonu da bir şirket olarak kurulmuş olmasına rağmen bütçe dışı fon statüsünde değerlendirilmektedir.

Bütçe dışı fon uygulaması merkezi bütçe gelirlerinin dağılması, belirli gelirlerin belirli giderlere tahsis edilmesi nedeniyle zorunlu giderlerin yapılamaması ve gider önceliğinin gözetilmesinin göz ardı edilmesi ve bunların sonucunda da kamu yönetiminde bütçe birliğinin bozulmasına bağlı olarak mali disiplinin ortadan kaybolmasına neden olmuştur. Geçmişte çok sayıda örneği bulunan bütçe dışı fonlar, ülke ekonomisinde meydana gelen 1994 ve 2001 krizlerinin tek sebebi olmamakla birlikte bu krizleri hazırlayan temel etmenler arasında olması da tartışmasız bir gerçektir. Dolayısıyla yeni kurulan ve tartışmaları halen devam eden Türkiye Varlık Fonu, geçmişte acı bir şekilde tecrübe ettiğimiz ve iki büyük

krizle bedelini ödediğimiz mali disiplini bozucu etkisi olan bütçe dışı fonlardan ders alınmayıp denetim ve kontrolden uzak, siyasi etkiden arındırılmadan ve amacına uygun kullanılmadığı takdirde yakın gelecekte benzer bedeller ödememize sebep olabilir. Fon aracılığıyla gerçekleştirilmek istenen ekonomik büyüme ve kalkınmaya yardımcı ekonomik araç olabileceği gibi güçlü bir denetim mekanizmasına ve yatırım politikasına bağlı kalınmadan kullanılması sonucu gelişmeye ihtiyacı olan ekonomimizde telafisi güç ekonomik sorunları beraberinde getirebilecektir.

Türkiye Varlık Fonu, yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın finansman ve kaynak sağlama imkanına sahiptir. Böylece Türkiye Varlık Fonu ve bağlı kuruluşlar, Hazine'nin izni olmadan borçlanabilecektir. Buradan TVF'nin borçlanma sınırlarına uymadan sınırsız borçlanma imkanına sahip olduğu anlaşılmaktadır. Türkiye Varlık Fonu'nun 4749 sayılı Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun kapsamı dışına çıkarılması ve Hazine ve Maliye Bakanlığına verilen borçlanma yetkisi ile hiçbir bağlantı kurulmaması, tek elden yürütülen borç yönetiminin temel ilkesinin sekteye uğraması anlamına gelmektedir. Üstelik, TVF'nin uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından alacağı puanın en iyi ihtimalle ülke puanıyla aynı olması durumunda bile TVF'nin, yurtdışı borçlanmalarda Hazine ile rekabet edebilmesi mümkün olmayacak, ancak daha yüksek faizli ve daha kısa vadeli borçlanabilmesi mümkün olacaktır. Bu ise ülkenin genel borç yükünün artmasına yol açarak ekonominin kırılganlığını artıracaktır. (Kayıran, 2016, s. 83)

Daha önce bahsedilen kamu varlıklarının Fon'a aktarılmasıyla Hazine belli gelirlerden yoksun kalacaktır. Söz konusu gelirlerin azalması nedeniyle giderlerin de aynı miktarda azaltılamaması ya da aynı seviyede kalması durumunda bütçe açığının artmasına neden olacak ve mali disiplinin bozulmasına yol açacaktır. Kurulan Fon gelirleriyle veya sağlayacağı finansmanla eğer daha önce bütçeden pay alınarak karşılanan kamusal yatırımları gerçekleştirdiği takdirde bütçe üzerinde yük olmayacaktır. Bütçede azalacak gelir miktarı kadar gider miktarı da azalacağı için mali disiplin bozulmayacak ve ekonomiye etkisi olumlu olacaktır. Aksi takdirde ise hem bütçe açığı artacak hem de mali disiplin üzerinde olumsuz etkisi olacaktır. Bununla birlikte yatırımlardan alınacak olumlu sonuçlar ve kar elde edildiğinde bütçeye dahil edilmeyecek aksi durumda zarar veya başarısızlık durumunda ise söz konusu maliyet topluma mal olacaktır. Dolayısıyla söz konusu olası maliyet ve zararların toplum tarafından karşılanacak olmasına bağlı olarak toplum adına denetim mekanizmalarının etkin bir şekilde yürütülmesi ve istisna ve muafiyetlerde göz önünde

bulundurulması gerekmektedir. Bu nedenle kamu maliyesinde önemli bir yeri olan hesap verme sorumluluğunun işlemlerini sağlayacak düzenlemelerin çok geç olmadan yapılması önem arz etmektedir.

Fonun gelirlerine ilişkin düzenleme kanunda sıralanmıştır. Ancak giderlerine ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu nedenle fonun denetim sürecinde gider denetimine ilişkin bir denetim olup olmayacağı ya da bu denetimin hangi mevzuata göre yapılacağı belirsizdir. Dolayısıyla kamu kaynaklarıyla kurulmuş olan TVF'nin sahip olduğu kamusal kaynakları kullanırken uymak zorunda olduğu bir kuralda bulunmamaktadır. Söz konusu kamusal kaynakların hangi alanlara harcandığı ve bunların neden o alanlara harcandığına yönelik bir denetim yapılıp yapılmayacağı ya da yapılan yatırım kararlarının olumsuz sonuçlanması durumunda bunun mesuliyetinin ne olacağına ilişkin durum belirsizdir. Bu nedenle kamusal kaynakların etkin kullanılmaması nedeniyle ortaya çıkacak olası zararlardan dolayı sorumluluğun kime yükleneceği konusundaki belirsizlik önemli bir eksiklik olarak görülmektedir. 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu kapsamı dışında olması nedeniyle hesap verme sorumluluğunun nasıl olacağı ya da olup olmayacağına ilişkin belirsizlik bulunmaktadır. Oldukça geniş yetki, muafiyet ve istisnalarla donatılan Fon'un hesap verme sorumluluğunun olmaması önemli bir eksiklik olarak göze çarpmaktadır.

Bir başka önemli husus mali disiplinle ilgili olarak ortaya çıkabilecek sorunlardır. Kamu kurumlarına ait mevcut varlıklar TVF'ye aktarılacağı için bütçe gelirlerinde azalma ortaya çıkması ile yüksek maliyetli ve sınırsız borçlanma sonucu borç yükünün artması ihtimal dâhilindedir. TVF'nin gelirleri ve harcamaları özel şirket statüsü nedeniyle kamu hesaplarına girmeyeceği için kamu hesaplarıyla konsolide edilmesi de mümkün değildir. Bunlara ek olarak Hazine ve Maliye Bakanlığının yönettiği borçlanma işlemlerini ve Merkez Bankasının yönettiği para piyasası işlemlerini etkileyecek olan TVF'ye geniş çerçevede yetki verilerek istisna ve muafiyet tanınmış, fakat bu kurumlar arasında bir koordinasyon mekanizması öngörülmemiştir. Bu durum, hazinenin birliği ilkesine aykırılık teşkil etmekte, TVF ile bir tür paralel Hazine kurulduğu yönünde kaygılar uyandırmakta, mali disiplin ve iktisat politikalarının koordinasyonu açısından önemli bir risk doğurmaktadır. (Kayıran, 2016, s. 83)

Varlık Fonu'nun bütçe ve Hazine ile ilişkisinin açık bir şekilde belirlenmesi önemli bir husustur. Ancak Kanun'da buna ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. Santiago ilkelerinin ilk maddesinde fonların yasal dayanağının ve yapısının temel özelliklerinin yanı sıra diğer devlet organları ile arasındaki yasal ilişkinin belirlenerek kamuya açıklanması

gerektiği ifade edilmiştir. 6741 sayılı Kanun'da ise Fon'un ve onu yöneten Şirket'in neredeyse bütün kamusal düzenlemelerden ve mevzuattan muaf olması dışında bir düzenleme bulunmamaktadır. Dünya uygulamalarına bakıldığında birçoğunda Maliye-Hazine ile varlık fonları arasında kaynakların geçişken olduğu ve buna ilişkin düzenlemelerin Şeffaf bir Şekilde belirlendiği görülmektedir. Bu kapsamda hazineler varlık fonu adına borlanabildiği gibi varlık fonları da kaynaklarının bir kısmını belirli durumlarda hazinelere aktarabilmektedir. Bahsedilen kurumlar arasında koordinasyon sağlanması, fon faaliyetlerinin uygulanan diğer para ve maliye politikalarını etkileyeceği gerçeği dikkate alındığında hem planlama açısından hem de faaliyet ve işlemlerin yürütülmesi açısından önem teşkil etmektedir. Bu nedenle Fon'un bağlı olduğu Cumhurbaşkanlığı nezdinde bir koordinasyon sistemi kurulmasına ilişkin bir düzenleme yapılması kurumlar arası uyum için elzem görünmektedir.

Kanun'un gerekçesi ve TVF'nin kaynakları daha yakından incelendiğinde asıl amacının en genel ifadeyle gelir sağlamak olduğu anlaşılmaktadır. TVF'nin, iki temel gelir kaynağından birisi mevcut gelir ve gayrimenkuller üzerinden hisse senedi, sukuk gibi araçlarla yaratacağı türev finansal ürünler, diğeri ise ulusal ve uluslararası piyasalardan borçlanmasıdır. Fon'un hem gelirini hem de yatırım alanlarını dayandırdığı türev ürünlere bağlı yapısı son derece kırılgan bir durum oluşturacaktır. Varlık fonlarının temel stratejisi riski dağıtılarak uzun vadeli getiri sağlamak için ülke içi risklerin tersine hareket ederek yurtdışı alanlara yönelmek olmasına rağmen Türkiye'de bunun tam tersi yapılmakta, zaten riskli olan yurtiçi uzun vadeli yatırımlara yönelik türev ürünler çıkarılması planlanmaktadır. Bunların değerinde ortaya çıkabilecek ani bir düşüşün ülke ekonomisine ve sözü geçen projelere zararının yanı sıra ülke ekonomisinde çıkabilecek bir krizin bu kağıtların değerine yansımaları kaçınılmaz olacaktır. Ayrıca 10 yıl önce ortaya çıkan ve etkili halen devam etmekte olan iktisadi krizin ortaya çıkışındaki en önemli nedenin bu tür türev ürünler olduğu dikkate alınmalıdır. (Kayıran, 2016, s. 82)

Türkiye Varlık Fonu birbirinden oldukça farklı işleyişe sahip kuruluşların devredildiği bir fondur. Bu nedenle bu kuruluşların yönetilmesi sürecinde farklı alanlarda uzmanlık gerektiren bir yapı olması nedeniyle zorluklar yaşanabilecektir. Devredilen kuruluşlar kendi içerisinde bir yönetim sistemi barındırmaktadır. Ancak tek bir çatı altında toplandığı için hem devredilen kuruluşların kendi arasındaki ilişkinin hem de fon yöneticilerinin bu kuruluşları nasıl bir yönetim süreciyle yöneteceği merak konusudur. Üç yıla yakın bir süre önce kurulmuş olmasına rağmen henüz faaliyete geçememiş olması ve kurumsallaşmayı

tamamlayamamış olması ile birlikte bir yıllık bir süre sonunda yönetim kurulu başkanının görevden alınması ve fiilen faaliyete geçmesi için beklenen ve taslağı başbakanlığa<sup>6</sup> sunulan stratejik yatırım planının da halen yayınlanmaması bu zorluğu doğrular niteliktedir. Aynı zamanda dönemin Başbakanı Binali Yıldırım'ın "Varlık Fonu'nda başlangıçta kurulan ekipten istediğimiz performansı göremedik. Orayı çekip çevirecek, küresel anlamda çok rahat ilişki kurabilecek, küresel finans piyasalarını bilen ismine itibar edilen bir ekip kurmak istiyoruz" şeklinde ki ifadesi de organizasyonun tamamlanmasında başarılı olunamadığının göstergesidir. (Munyar, 2018)

Türkiye Varlık Fonu'na yönelik en önemli eleştirilerden birisi de denetim noktasındadır. Daha önce ifade edildiği üzere TVF için üç aşamalı bir denetim sistemi öngörülmüştür. Birincisi, Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında gerçekleştirilecek olan bağımsız denetim, ikincisi Cumnurbaşkanı tarafından görevlendirilecek en az üç merkezi denetim elemanı tarafından bağımsız denetim standartları çerçevesinde yapılacak denetim, üçüncüsü ise Türkiye Büyük millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından diğer iki denetim sonucu hazırlanan ve Cumhurbaşkanlığı tarafından gönderilen denetim raporları üzerinden yapılan denetimdir. Türkiye Varlık Fonu tamamen kamu kaynaklarıyla kurulmuş ve yaklaşık 200 milyar lira değerinde bir varlık yönetilmesi için kendisine devredilmiştir. Bu boyuttaki varlığın denetiminin daha hassas ve dikkatli bir şekilde yapılması fona olan güvenin pekişmesi için önemli bir husustur. Bağımsız denetim ile ilgili olarak bir sorun bulunmamaktadır ancak diğer iki denetim faaliyeti zayıf kalmaktadır. Cumhurbaşkanı tarafından görevlendirilecek olan denetim elemanları tarafından yapılacak denetim iç denetim faaliyeti görünümündedir. Cumhurbaşkanı tarafından atanan bir yönetim kurulunun aynı zamanda yönetim kurulu başkanlığını da üstlenen Cumhurbaşkanı tarafından görevlendirilen denetçiler tarafından denetlenmesi denetimin tarafsızlığına gölge düşürmektedir. Ayrıca 2018/163 sayılı Cumhurbaşkanlığı kararıyla da Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan tarafından Hazine ve Maliye Bakanı Berat Albayrak başkan vekili olarak atanmıştır. Yukarıda değinildiği üzere 162 sayılı Karar'da yönetim kurulu üyelerinden birisinin başkan vekili olarak görevlendirilebileceği ifade edilmişti. Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan ile Hazine ve Maliye Bakanı Berat Albayrak arasında akrabalık ilişkisinin bulunması nedeniyle bu görevlendirme oldukça eleştirilmiş, Körfez ve Arap ülkelerinin kurmuş oldukları varlık fonlarına benzediği yönünde yorumlar yapılmıştır. İkinci bölümde bahsedildiği üzere Körfez ve Arap ülkelerinde bulunan varlık

---

<sup>6</sup> 703 sayılı KHK ile Başbakanlık kurumu kaldırılmış olup Cumhurbaşkanlığı bu görevi yürütmektedir.

fonlarının yönetim kurullarında ülke idaresinde bulunan kişiler veya yönetici aileye yakın kişiler görev almaktadır. Dolayısıyla yapılan eleştirilerde haklılık payı bulunmaktadır. Bu nedenle söz konusu kararın başkan vekili olarak Hazine ve Maliye Bakanı'nın görevlendirileceği şeklinde düzenlenmesi daha uygun olacaktır. Kamuda bütün kamu mali yönetim sürecinin yürütücüsü olan Hazine ve Maliye Bakanı'nın önemli ölçüde kamu varlığını kontrol eden Türkiye Varlık Fonu Yönetim Kurulu üyesi olarak görev alması ve başkan vekilliği görevini yürütmesi oldukça doğal olacaktır.

TVF kuruluş sürecinde kendisine devredilen varlıkların denetimden kaçırıldığı yönünde birçok eleştiriye maruz kalmıştır. Denetim mekanizmasının şeffaf olmaması ve yeterli hazırlıklar yapılmadan kurulmuş olması nedeniyle tereddütle bakılan Fon'un eleştiri ve tedirginlikleri ortadan kaldıracak şekilde yapılandırılması önem arz etmektedir. Fon kurulmasına ilişkin tasarının Meclis genel kurulunda görüşmeleri sırasında hem ana muhalefet hem de muhalefet partisi tarafından en çok karşı çıkılan husus ta komisyonda yeterince görüşülmeden bir araştırma yapılmadan ve tüm yönleriyle tartışılmadan bir an önce kurulmak istenilmesidir. Bu şekilde hızlı bir süreç içerisinde fon kurulması denetimden kaçılıyor şeklinde bir algı oluşmasına sebep olmuştur. Nitekim ilerleyen süreç eleştirileri haklı çıkarmıştır. 2016 yılına ilişkin denetim raporu için faaliyet yapılmadığından raporlama yapılmadığı ifade edilmiştir. Hiçbir faaliyet olmasa bile raporlamanın yapılması raporlama ilkeleri bakımından gerekli olup yapılan açıklama ciddiyetten uzak bir yaklaşımdır. Faaliyette bulunulmamış olsa bile bunun nedenleri ve diğer hususların yine denetim raporunda belirtilmesi daha doğru bir hareket olacaktır. 2017 yılına ilişkin denetim raporunun ise TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu üyelerine "gizli" ibareli olarak gönderildiği Cumhuriyet Halk Partisi Milletvekili Abdullatif ŞENER tarafından ifade edilmiştir. Bu durumla birlikte söz konusu rapora ilişkin bir açıklama ve bilgilendirme yapılmaması ve raporun yayınlanmaması şeffaflığın olmadığı göstergesidir. Ayrıca değinilmesi gereken bir husus da denetim raporunun açıklanmasına ilişkin bir zorunluluğun olmamasıdır. Bütün denetim süreci verimli bir şekilde yürütülse bile söz konusu denetim raporunun yayınlanmaması şeffaflığın sağlanmasını olumsuz etkileyecektir. Bu nedenle önemli derecede kamu varlığının devredildiği bir fona ilişkin denetim raporunun açık, herkesin ulaşabileceği şekilde şeffaf ve hesap verebilir nitelikte olması gerekmektedir. Varlık fonlarının piyasalarda olumlu etki yaratabilmesinin temelinde fona olan güven unsurunun da etkili olduğu düşünüldüğünde hızlı geçiş sürecinin fonun amaçlarına ulaşmasını geciktireceği açıktır.

Türkiye Varlık Fonu son dönemde zor durumdaki şirketleri kurtarmasıyla gündeme gelirken kurumun asıl faaliyet amacı hakkında soru işaretlerine neden olmaktadır. Türkiye Varlık Fonu'nun son dönemde özellikle inşaat ve enerji sektöründeki borçlu şirketleri kurtarmak için kullanılması, kurumun asıl faaliyet amacı hakkında soru işaretlerini artırmıştır. Nitekim 2019 yılı başlarında 2 yıl vadeli, 1 milyar Euro borçlanmak için Citigroup ve Çin Sanayi Ticaret Bankası ile bir anlaşma yapılmıştır. Hazine garantisi ile 1 milyar Euro'yu iki yıl vadeli olarak borçlanılmış ve Fon bu parayla, uzun süredir yarıda kalan İstanbul Finans Merkezi inşaatlarından yaklaşık 1.7 milyar TL'lik iş alındığı açıklanmıştır. Fonun amaçları arasında stratejik önem arz eden sektörlerin gelişmesine ve büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek yer almaktadır. Her ne kadar inşaat sektörü ülke ekonomisi açısından stratejik bir sektör olsa da Fon'un amaçlarında yer alan stratejik sektörle ifade dilenin inşaat sektörü olmadığı açıktır. Ayrıca büyümeye katkı sağladığı kabul edilebilir olmakla birlikte üretime yönelik bir yatırım olmaması nedeniyle reel anlamda bir büyüme sağlamadığı açıktır. Bununla birlikte Fon Genel Müdürü Zafer Sönmez tarafından yapılan açıklamada bu projeye sermayedar olarak girileceğini ve bir gayrimenkul projesi olmadığını belirtmiştir. (Sönmez, 2019) Her ne kadar açıklama böyle olsa da şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme noktasındaki eksiklik nedeniyle zamanla amaçlanan husus daha iyi anlaşılacaktır.





## 6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Ekonominin çeşitlendirilmesinin bir aracı olarak kullanılan ve devlet sahipliğinde olan ulusal varlık fonları, ülkelerin sahip olduğu petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynakların satışından elde edilen gelirlerin farklı sektörlerde değerlendirilerek gelecek nesillerle paylaşılması veya ödemeler dengesi fazlaları ile ihtiyaç fazlası döviz rezervlerini değerlendirmek için dış piyasalara yatırım yapmak amacıyla kurulmuş olan fonlardır. Ancak zamanla değişen ihtiyaçlar ve koşullar nedeniyle yurt içi talep artışını kontrol altına almak, ekonomik istikrarın sağlanması, büyüme ve kalkınmanın desteklenmesi, stratejik sektörlerde yatırım yapmak, önemli alt yapı yatırımlarının gerçekleştirilmesi ve belirli sektörlerin kalkınmada öncü rol oynamasının sağlanması gibi amaçlarla da kurulmaya başlanılmıştır. Ulusal varlık fonları aracılığıyla devletler piyasada özel sektör ile birlikte faaliyet göstererek ekonomide etkin bir şekilde rol almakta ve ekonomiye canlılık kazandırmaktadır.

Ulusal varlık fonları çeşitli amaçları gerçekleştirmek üzere kuruldukları için standart bir tanım yapmak mümkün değildir. Ancak belirli özellikler göz önünde alındığında varlık fonlarına ilişkin genel özellikler ortaya konulabilmektedir. Bu bağlamda varlık fonları, devlet sahipliğinde olan ancak devletin diğer finansal veya siyasi kurumlarından bağımsız bir şekilde yönetilen, yükümlülükleri olmayan, ticari getiri elde etmek amacıyla varlıklarını genellikle uluslararası piyasalarda uzun vadeli ve riskli yatırımlara yönlendiren bağımsız kuruluşlar olarak ifade edilebilmektedir.

Zamanla sayıları artan varlık fonlarının amaçları da çeşitlilik göstermektedir. Ulusal varlık fonları amaçları açısından sınıflandırılabilir. Bu bağlamda varlık fonları, ekonomiyi emtia fiyatlarındaki dalgalanmalardan ve dış şokların etkisinden korumak için kurulan istikrar fonları, doğal kaynak ihracından elde edilen gelirleri çeşitli yatırımlarda değerlendirerek gelecek kuşakların refahını sağlamak için kurulan tasarruf fonları, fazla döviz rezervlerini yönetmek için kurulan rezerv yatırım fonları ile büyüme ve kalkınmayı hızlandırmak, alt yapı yatırımlarına finansman sağlamak, stratejik sektörleri ve sanayileşme politikalarını desteklemek amacıyla kurulan kalkınma fonlarından oluşmaktadır.

Varlık fonları sahip oldukları tasarrufları ve varlıkları daha çok yurt dışı piyasalarda yatırım yapmak suretiyle değerlendirmekte olup uzun vadeli yatırım stratejisi izlemeleri nedeniyle küresel ekonomide önemli bir konuma sahiptir. Küresel finansal sisteme sağlamış oldukları likidite, özellikle kriz dönemlerinde piyasaların dengede kalmasına yardımcı olmakta ve spekülasyon sermaye hareketleri karşısında güvence olmaktadır.

2008 krizi sonrası meydana gelen sermaye daralması nedeniyle birçok gelişmekte olan ülke finansman sıkıntısı çekmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde tasarruf düzeyinin düşük olması en önemli problemlerden biri olup bu ülkelerin dış finansman ihtiyacının oldukça yüksek olmasını beraberinde getirmektedir. Türkiye ekonomisi de tasarruf düzeyinin düşük olmasından muzdarip bir ekonomi olarak dış finansman ihtiyacı olan bir ekonomidir. Güçlü ekonomik yapı ve doğru uygulanan genişleyici politikalar nedeniyle 2008 krizinden çok fazla etkilenmemiştir. Ancak daha sonra ortaya çıkan küresel boyuttaki sermaye daralmasına ek olarak ekonomik durgunluk ve siyasi konjonktüre bağlı olarak sermaye çıkışı hızlanmıştır. Bununla birlikte uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının not indirimine gitmesi ekonomik güveni sarsmış ve sermaye çıkışının hızlanmasıyla birlikte yeni sermaye girişi de önemli derecede azalmıştır. Bu gelişmelerin yanı sıra durgunluğun hakim olduğu ekonomi, 15 Temmuz darbe girişimi nedeniyle siyasi belirsizliğin artmasına bağlı olarak iyice dalgalanmaya başlamıştır. Piyasalardaki belirsizliğin neden olduğu yoğun sermaye çıkışı Türkiye ekonomisinde finansman sıkıntısına sebep olmuştur. Bu gelişmeler sonrasında sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtdışında kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik ve büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek amacıyla Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin (Şirket) kurulmasına karar verilerek 26 Ağustos 2016 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan 6241 sayılı Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile Türkiye Varlık Fonu kurulmuştur.

Varlık fonları genellikle tasarruf ve döviz fazlasına sahip olan ülkelerin bu fazlalarını değerlendirmek üzere kurmuş oldukları fonlardır. Türkiye ekonomisi ise hem cari açık hem de bütçe açığı veren bir ekonomi olup bu şekilde değerlendireceği bir tasarruf fazlasına sahip değildir. Bu açıdan geleneksel varlık fonlarına benzememektedir. Daha önce değinildiği üzere finansal risklerin artmasıyla ortaya çıkan ekonomik dalgalanma dönemlerinde finansal istikrara yönelik endişelerin ortadan kaldırılması ve çözümü için piyasalarda stabilize edici bir görev üstlenmek suretiyle istikrar hedefi bulunmaktadır. Bunun yanı sıra büyüme oranına ilave artış sağlanması, sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesinin hızlandırılması, İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması, katılım finansmanı kullanımının artırılması, yapılacak yatırımlarla ek istihdam alanı oluşturulması, savunma havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerin desteklenmesi, otoyollar, Kanal İstanbul ve nükleer santral gibi büyük altyapı projelerine finansman sağlanması ve doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlere yatırım yapılması gibi amaçlarla

büyüme ve kalkınmaya destek olunması hedeflenmektedir. Türkiye Varlık Fonu bu hedefler çerçevesinde değerlendirildiğinde yukarıda değinilmiş olan varlık fonlarının amaçlarına göre sınıflandırılmasına göre ulusal kalkınma fonu özelliği taşımaktadır. Ulusal kalkınma fonları ise varlık fonlarına ilişkin genellikle yurt dışına yatırım yapma ve uzun vadeli yatırım yapma gibi tanımsal özellikleri tam olarak taşımamakta ve bu açıdan geleneksel varlık fonlarından ayrılmaktadır.

Türkiye Varlık Fonu'nu amaçlarının açık ve net bir şekilde ifade edilmediği görülmektedir. Aynı zamanda belirtilen amaçlarını gerçekleştirmek için finansman sağlanması gibi araç niteliğinde olan hedefler ile İslami finansman varlıklarının kullanımının artırılması gibi amaç özelliği olmayan hedefler belirlenmesi belirsizliği artırmaktadır. Ayrıca kuruluş gerekçesindeki hedefler incelendiğinde ve fona aktarılması öngörülen kaynaklar dikkate alındığında fonun borçlanmak için kurulmuş bir fon olduğu değerlendirilmektedir. Bununla birlikte Fon'un amaçları, gerekçede belirtilen hedefler, amaçlara ulaşmak için kullanılacak araçlar ve finansman yöntemlerinin birbirine geçtiği görülmektedir. Örneğin istikrar amacı mı büyüme ve istihdam amacı mı öncelikli hedef bilinmemektedir. Bu bağlamda yatırım stratejilerinin öncelikli olarak hangi hedefe yönelik belirleneceği sorun olacaktır. Bu nedenle amaçların daha anlaşılır ve öncelikler göz önünde bulundurularak sıralanması bu karmaşıklığın giderilmesinde önem teşkil etmektedir.

Bununla birlikte değinilmesi gereken diğer bir husus da İslami finansman kaynaklarının kullanımının artırılmasına yönelik amaçtır. Her ne kadar bir amaç niteliğinde olmasa bile ekonomiye kazandırılacak varlıklar açısından önemli bir araç olacaktır. Özellikle dini inançları gereği faiz uygulamasına yanaşmayan bireylerin yastık altı olarak ifade edilen tasarruflarının finansal sisteme kazandırılarak finansal derinliğin artırılması için katılım bankacılığının özendirilmesi önemli bir husustur. Ayrıca İslami finansman varlıkları ve araçlarının kullanılması yatırımlar için finansman kaynağı olarak kullanılabilir. Kaynakları arasında önemli gayrimenkuller bulunan Türkiye Varlık Fonu'nun sukuk ihracı ile ekonomiye önemli değerler katma potansiyeli bulunmaktadır. İslami finansmanın en yaygın uygulaması ve katılım bankacılığı müşterileri için güvenli bir yatırım alternatifi olan sukuk ihracı yapılması durumunda genellikle Ortadoğu ve Asya piyasalarında faaliyet gösteren İslami fonların ülke ekonomisine kazandırılması söz konusu olacaktır. Aynı zamanda sermaye piyasalarının gelişmesine ve derinleşmesine katkıda bulunarak ilave likidite sağlama kapasitesini artıracaktır.

Türkiye Varlık Fonu'nun kaynaklarını etkin ve verimli bir şekilde kullanarak amaçlarına ulaşabilmesi için piyasalara güven vermesi önemli bir husustur. Bu güven ise şeffaflık ile teşkil edilebilir. Bu nedenle faaliyetlerinde oldukça şeffaf olması gerekmektedir. Birinci bölümde yer verilen Santiago ilkelerinde de şeffaflık ve açıklığın önemli olduğu belirtilmiştir. Buna göre varlık fonlarının amaçlarının açık bir şekilde belirlenerek faaliyetlerinin kamuya açıklanması gerekmektedir. Bu bağlamda Fon'a ilişkin istatistiki veriler, faaliyet raporu, denetim raporu ve diğer finansal raporların zamanında açıklanarak yayımlanması gerekmektedir. Kurulduğu süreç ve sonrasında yoğun tartışmalara sebep olan TVF kendisini kabullendirmek ve ekonomiye güven aşılama açısından son derece şeffaf olması gerekmektedir. Ancak mevcut duruma bakıldığında şeffaflık ve açıklıktan uzak bir görünüm sergilemektedir. Kuruluşundan bu yana iki yıla yakın bir süre geçmesine rağmen halen ne bir denetim raporu ne de bir faaliyet raporu ile finansal durumuna ilişkin bilgilendirme yapılmamış ve stratejik plan henüz yayımlanmamıştır. Bununla birlikte denetim yapıp yapılmadığına veya bu sürece ilişkin resmi bir açıklama da yapılmamıştır. Hedeflerine ulaşmasında önemli bir etken olan ekonomik güvenin oluşması ve şeffaflığın sağlanması için hızlı bir şekilde kurumsallaşmanın tamamlanarak eksikliklerin giderilmesi gerekmektedir. Aynı zamanda yapılan tüm faaliyet ve işlemlere ilişkin açıklamalar yapılması yeni kurulan fona ilişkin tereddütleri ortadan kaldıracaktır.

Fon'a yönelik en önemli eleştirilerden birisi denetim konusundadır. Daha önce bahsedildiği üzere üçlü bir denetim sistemi öngörülmüştür. Fakat etkin bir parlamento denetiminin olmadığı görülmektedir. Plan ve bütçe komisyonunun diğer denetim raporları üzerinden yapacağı denetimin etkili olmayacağı açıktır. Bu nedenle parlamento adına yapılacak denetimin Fon'a devredilen kuruluşların denetimini yapan ve bu konuda tecrübe sahibi olan Sayıştay tarafından gerçekleştirilmesi daha uygun olacaktır. Daha önce ifade edildiği üzere Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi ve Türkiye Varlık Fonu, Sayıştay denetimine tabi değildir ancak yönetilmesi için şirkete devredilen kuruluşların denetimi halen Sayıştay tarafından gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla Sayıştay tarafından denetlenen bu kuruluşları bünyesinde barındıran TVF A.Ş.'nin de Sayıştay tarafından denetlenmesi denetim kaynaklarının etkin kullanılmasını sağlayacak ve bu kuruluşların meclis denetiminden kaçırıldığı yönündeki eleştirilerin önüne geçilerek güven duyulmasını sağlayacaktır. Bu noktada dünya uygulamalarına bakıldığında varlık fonlarının Sayıştay veya benzeri yüksek denetim kurumlarınca denetlenmediği görülmektedir. Ancak yukarıda belirtildiği gibi

Türkiye Varlık Fonu diğer varlık fonu uygulamalarından farklı bir şekilde tesis edilmiş olup denetim açısından da farklılık göstermesinin bir önemi olmadığı düşünülmektedir.

Denetim noktasındaki eksiklerin yanı sıra çok önemli olan bir diğer husus da istisna ve muafiyetler arasında önemli bir husus da Kamu İhale Kanunu kapsamında olmaması olup ayrıca değinilmesi gerekmektedir. Bilindiği üzere Kamu İhale Kanunu kamu kaynağını kullanan kamu idareleriyle birlikte özel sektörde faaliyet göstermelerine rağmen kamu iktisadi teşebbüslerinin de tabi olduğu bir kanundur. Bu bağlamda yine özel hukuka göre faaliyette bulunan Türkiye Varlık Fonu'nun bu kanuna tabi olmaması denetim anlamındaki eksiklikle birlikte değerlendirildiğinde devredilen kamu kaynaklarının verimli ve etkin kullanılmasına ilişkin olarak tamamen kontrol dışında kalmaktadır. Ayrıca siyasi iradenin veya fon yöneticilerinin keyfi uygulamalarda bulunması durumunda bunun ortaya çıkması ve parlamento tarafından hesap sorulması zorlaşacaktır. Benzer bir yönetim modeli olan Malezya varlık fonunda ortaya çıkan yolsuzluk skandalında söz konusu yolsuzluklar yöneticiler görevden ayrıldıktan sonra ortaya çıkmıştır. Bu nedenle bu ve benzeri durumların gerçekleşmeden önce önlenmesine yönelik tedbirler alınması oldukça önemli bir husustur. Bu kapsamda kaynakların kullanılması aşamasında bir denetim mekanizması işlevi gören Kamu İhale Kanunu ile parlamento adına denetim işlevini üstlenen Sayıştay denetiminin gerçekleşmesi için Sayıştay Kanununun istisna ve muafiyetler arasından çıkarılması daha uygun olacak ve Fon'a olan güveni ve denetim eksikliğini temin edecektir.

Türkiye Varlık Fonu'nun amaçları ve hedefleri incelendiğinde büyüme ve kalkınma merkezli bir yatırım stratejisi izleyeceği görülmektedir. Ancak bu amaçlara ulaşmak için kalkınma carileri olarak bilinen eğitim ve sağlık gibi alanlara ilişkin bir hedef belirlenmemiştir. Bu husus bir eksiklik olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca ekonomik büyüme ve kalkınmanın sürdürülebilirliği beşeri sermayeyle doğrudan ilişkilidir. Beşeri sermaye kavramı ekonomik büyümenin temel kaynağını oluşturmakta olup kişinin ya da toplumun sahip olduğu bilgi, beceri, yetenekler, sağlık durumu ve eğitim düzeyi gibi kavramların tümünü ifade etmek için kullanılmaktadır. İktisadi açıdan eğitim, bireylerin yaratıcılığını ve verimliliğini artıran, kalkınma çabasının gerçekleşmesi için gerekli nitelik ve nicelikte işgücü yetiştirilmesini sağlayan bir araçtır. Bu bağlamda uzun vadeli kalkınma stratejisi için eğitim ve sağlık alanında yatırımlar yaparak bu alanların niteliğinin artırılmasına yönelik bir çalışma yapılması önem arz etmektedir.

Türkiye tarım arazileri açısından oldukça zengin bir ülke olmasına rağmen tarımsal ürün ihtiyacı için ithalata başvurmaktadır. Tarım ürünlerinin yanı sıra hayvancılık bakımından

mevcut kaynaklarını kullanamamaktadır. Buna bağılı olarak et ihtiyacının da ithalat yoluyla karşılanması tarım ve hayvancılık ülkesinde kabul edilebilir değildir. Türkiye petrol ve doğal gaz gibi getirisi yüksek ihracat ürünlerine sahip bir ülke olmamakla birlikte enerji ihtiyacında da dışa bağımlıdır. Bu nedenle Türkiye'nin, ekonomik büyüme ve kalkınmanın sürdürülebilir bir şekilde devam etmesi için sahip olduğu tarım ve hayvancılık gibi alanları çok iyi bir şekilde değerlendirmesi gerekmektedir. Bu çerçevede Türkiye'nin büyümesinin yanı sıra kalkınmanın gerçekleştirilmesi ve sürdürülebilmesi tarımsal kalkınma merkezli olmalıdır. Tarımsal kalkınmayı sağlamak için ise Türkiye Varlık Fonu'na bağılı bir alt fon kurularak ya da Tarımsal ve Kırsal Kalkınmayı Destekleme Kurumu Fon'a devredilerek tarımda öncülük eden bir rol üstlenilmesi sağlanmalıdır. Türkiye'de tarım arazileri verimli kullanılmadığı için ve maliyet artışı karşısında verimlilik arttırılmadığından karlılık azalmakta bu da tarımsal üretimden vazgeçilmesi sonucunu doğurmaktadır. Bu nedenle verimlilik artışını sağlamak üzere araştırmalar yapılması bu amaçla yapılan araştırmalara destek verilmesi ve kurulacak fon veya şirketle üretim sürecine doğrudan dahil olunması önem arz etmektedir.

Türkiye'nin en önemli makroekonomik problemlerinden birisi de cari açığıdır. Sürdürülebilir büyüme ve istikrarlı bir kalkınma sağlayabilmesi için Türkiye ekonomisinin ödemeler dengesi problemini kontrol altına alması gerekmektedir. Ödemeler dengesi sorununu çözmek ve kontrol altına almak için cari açığın azaltılması gerekmektedir. Türkiye ekonomisinin cari açık vermesinin ana nedenlerinden biri enerji ithalatı olup enerji ihtiyacında dışa bağımlılığı yüksektir. Bu bağımlılığı ortadan kaldırmanın yolu ise ihtiyaç duyulan enerjinin yurtiçinde üretilmesidir. Petrol ve doğal gaz gibi enerji ihtiyacı için kullanılacak bir kaynağı olmaması nedeniyle alternatif enerji kaynakları kullanılmalıdır. Bu bağlamda yenilenebilir enerji yatırımları hem enerjide dışa bağımlılığı azaltacak hem de ödemeler dengesi aracılığıyla cari açığı azaltarak güçlü bir ekonomik yapı inşa edilmesine yardımcı olacaktır. Türkiye Varlık Fonu yenilenebilir enerji üretimi ve mevcut çalışmalara destek verilmesi için kullanılırsa önemli bir işlev görecektir. Bu çerçevede güneş enerjisi rüzgar enerjisi ve biyoenerji gibi enerji kaynaklarına ilişkin çalışmalarla birlikte bu alanda gerçekleştirilecek yatırımların TVF aracılığıyla yapılması amaçlarına ulaşma açısından da önemli bir enstrüman olacaktır.

Türkiye Varlık Fonu'nun başarısını etkileyecek bir faktör ekonomide rolü olan diğer politika üreticileri ve uygulayıcılarıdır. TVF ekonomik istikrarın sağlanması, istihdam artışı ile ekonomik büyüme ve kalkınmaya yönelik faaliyette bulunacaktır. Bu bağlamda uygulanacak

para ve maliye politikaları ile TVF faaliyetlerinin çakışması söz konusu olabilir. Bu nedenle TVF ile Hazine ve Merkez Bankası arasında bir koordinasyon sağlanması gerekmektedir. Mevcut durumda koordinasyona yönelik bir düzenleme yapılmamış olup önemli bir eksikliklerdir. Türkiye Varlık Fonu'nun amaçlarına yönelik gerçekleştireceği işlemler ülkenin makroekonomik politikalarını etkileyecektir. Dolayısıyla bu işlemlerin ülkenin genel makroekonomik politikasıyla uyumlu olması için diğer mali ve finansal otoritelerle koordineli bir şekilde faaliyette bulunması gerekmektedir. Bu nedenle yöneticilerini Cumhurbaşkanının atamış olduğu Türkiye Varlık Fonu ile Hazine ve Maliye Bakanlığı, Merkez Bankası ve Cumhurbaşkanlığı bünyesinde koordinasyon sağlayacak düzenlemelerin öncelikle yapılması gerekmektedir.

Son olarak, büyük beklentilerle kurulan Türkiye Varlık Fonu'nun enerjide dışa bağımlılığı yüksek, ihracatın ithalatı karşılama oranı yetersiz, uzun süredir cari açık problemini çözemeyen, sanayileşme oranı ve üretim kapasitesi açısından yeterli düzeye sahip olmayan, siyasi belirsizliklerin ekonomiyi oldukça etkilediği ve yeterli istihdam alanları yaratamaması sebebiyle nispeten işsizliğin arttığı ülke ekonomisinin yapısal problemlerini ortadan kaldırma ihtimali olmamakla birlikte, ekonomik büyüme ve kalkınmada önemli bir rol üstlenmesi beklenmektedir. Bu nedenle bütçe disiplini bozacağı, yolsuzluk riski barındırdığı, hazine birliğine aykırılık teşkil etmesi ve denetimin etkili yapılamayacağı gibi birçok konuda eleştirilere maruz kalan Türkiye Varlık Fonu'nun bu beklentileri karşılması, siyasi etkilerden arındırılmış bir yönetime sahip olması, uluslararası standartlarda şeffaflık sergilemesi, stratejik yatırım sürecinin iyi planlanması, devletin ve milletin çıkarlarının ön planda tutulması, sivil toplumun desteğini ve güvenini kazanması, bütçe disiplini bozmayacak yatırımlara yönelmesi, kendisine devredilen kamu kaynaklarını etkili ve verimli bir şekilde yönetmesi ile hesap verme sorumluluğundan kaçınılmayarak faaliyet yürütülmesi durumunda mümkün olacaktır. Ayrıca sağlam bir yasal zemin oluşturularak doğru bir şekilde yönetildiği takdirde uzun vadeli hedeflerin gerçekleşme olasılığı artacak buna bağlı olarak da nihai hedef olan ulusal refah düzeyinin yükseltilmesi sağlanacaktır. Sonuç olarak yukarıda yer verilen eleştirilerle birlikte tespit edilen eksikliklerle ilgili gerekli düzenlemeler yapılmadığı takdirde Türkiye Varlık Fonu, Türkiye ekonomisi açısından içerdiği riskler nedeniyle bir tehdit unsuru olacak, fakat gerekli düzenlemeler yapıp kendisine yöneltilen eleştiriler doğrultusunda ve şeffaflık odağında gerekli zorunluluklar yerine getirildiğinde ekonomimiz açısından bir fırsat yaratarak önemli katkı sağlayacaktır.





## KAYNAKLAR

- Akbulak, S. (2008). *Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds): Gelişmeler ve Düzenleme Çalışmaları*. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.
- Anthopoulos, I., Pitelis, C., and Liakou, C. (2016). *The Nature, Performance and Economic Impact of Sovereign Wealth Funds*. Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development-FESSUD. Working Paper Series No. 135
- Alhashel, B. (2015). Sovereign Wealth Funds: A literature review. *Journal of Economics and Business*, 78, 1-13.
- Al-Hassan, A., Papaioanno, M., Skancke, M., and Sung, C. C. (2013). *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management*. IMF Working Paper No. 13/231
- Allen, M., and Carauna, J. (2008). *International Monetary Fund*. Sovereign Wealth Funds – A Wrok Agenda, Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments.
- Aykın, H. (2011). “*Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?*” Stratejik Düşünce Enstitüsü. SDE Analiz. Ankara
- Bayar, Y., ve Yıldırım, M. (2013). Ulusal Varlık Fonlarının Regülasyonuna yönelik çalışmalar: Santiago Prensipleri. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 50(585).
- Beck, R., and Fidora, M. (2008). *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*. European Central Bank. Occasional Paper series No. 91
- Blundell-Wignall, A., Hu, Y.-W., and Yermo, J. (2008). *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*. OECD Working Papers, Paris.
- Bortolotti, B. (2012). *Sovereign Wealth Fund Annual Report*. Cautious Change, Sovereign Wealth Fund Annual Report 2012
- CFIUS. (2015). *Committe On Foreign Investment In The United States Annual Report to Congress*. Report Period: CY 2015
- Commission of The European Communities. (2008). *A common European Approach to Sovereign Wealth Funds*. Commission of The European Communities. Brussels COM(2008) 115 provisional
- Csoma, R. (2015). Appreciation of the Role of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy. *Public Finance Quarterly*, 60(2), 270-287.
- Çikot, Ö. (2008). Devlet Yatırım Fonları. *Sermaye Piyasasında Gündem* (67), s. 7-20.
- Güzel, F., Acar, M., and Şekeroğlu, G. (2017). Sovereign Wealth Funds: A Comparison of the Turkish Sovereign Wealth Fund with the World Samples. *Periodicals of Engineering and Natural Sciences*, 5(2), 165-175.

- Hacıhasanoğlu, E., and Soytaş, U. (2010). *Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü*. Management and Administration Research Center of METU, Ankara.
- Heyward, P. (2008). *Are Sovereign Wealth Funds a Threat to the U.S. Banking System?* American Bar Association, Washington D.C.
- İnternet: ADIA. (2018). *Abu Dhabi Investment Authority, Investment Portfolio*. Abu Dabi Yatırım Otoritesi web sitesi: <http://www.adia.ae/En/Investment/Portfolio.aspx> adresinden 10 Haziran 2019'da alınmıştır.
- İnternet: CIC. (2019) *China Investment Corporation. CIC Investment Management*, China Investment Corporation web sitesi: <http://www.china-inv.cn> adresinden 10 Haziran 2019'da alınmıştır.
- İnternet: EC. (2017) European Commission. *Reflection Paper on Harnessing Globalization*. European Commission web sitesi: [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-globalisation\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-globalisation_en.pdf) adresinden 15 Mart 2018'de alınmıştır.
- İnternet: ECPRD. (2008). *European Commission Press Release Database*. European Commission web sitesi: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-08-126\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-08-126_en.htm) adresinden 15 Mart 2018'de alınmıştır.
- İnternet: Fischer, M. (2008). Revised German SWF Law is not Licence to Veto. [https://www.reedsmith.com/-/media/files/perspectives/2008/10/revised-german-swf-law-is-not-licence-to-veto/files/revised-german-swf-law-is-not-licence-to-veto/fileattachment/revised\\_german\\_swf\\_law\\_is\\_not\\_licence\\_to\\_veto.pdf](https://www.reedsmith.com/-/media/files/perspectives/2008/10/revised-german-swf-law-is-not-licence-to-veto/files/revised-german-swf-law-is-not-licence-to-veto/fileattachment/revised_german_swf_law_is_not_licence_to_veto.pdf) adresinden 27 Nisan 2018'de alınmıştır.
- İnternet: Gieve, J. (2008). *Sovereign wealth funds and global imbalances. To the Sovereign Wealth Management Conference (s. 195-202)*. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/about/index.htm?m=1%7C1> adresinden 20 Mart 2018'de alınmıştır.
- İnternet: GAO. (2008). U.S. Government Accountability Office (U.S. GAO *Foreign Investment: Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries*. GAO-08-320. GAO Web sitesi: <https://www.gao.gov/new.items/d08320.pdf> adresinden 25 Mart 2018'de alınmıştır.
- İnternet: GIC. (2018). *Government of Singapore Investment Corporation* web sitesi: <https://report.gic.com.sg/investment-report.html> adresinden 10 Haziran 2019'da alınmıştır.
- İnternet: GİB. (2017). Gelir İdaresi Başkanlığı. *2016 Vergilendirme Dönemi Kurumlar Vergisi Mükellefleri Türkiye Geneli İlk 100 Sıralaması*. [http://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/user\\_upload/VI/2016\\_KurumlarVergisi.htm](http://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/user_upload/VI/2016_KurumlarVergisi.htm) adresinden 20 Mayıs 2018'de alınmıştır.
- İnternet: Haber7. (2019) *Varlık Fonu Müdürü Sönmez'den kritik açıklamalar*, <http://ekonomi.haber7.com/ekonomi/haber/2894082-varlik-fonu-muduru-sonmezden-kritik-aciklamalar> adresinden 9 Eylül 2019'da alınmıştır.

- İnternet: HKMA. (2019) *Hong Kong Monetary Authority. HKMA Investment Portfolio*. HKMA web sitesi: [https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/annual-report/2018/15\\_Reserves\\_Management.pdf](https://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/annual-report/2018/15_Reserves_Management.pdf) adresinden 10 Haziran 2019'da alınmıştır.
- İnternet: Hürriyet. (2018). *Teşvike hazır 108 milyar liralık 21 stratejik proje var*. <http://www.hurriyet.com.tr/yazarlar/vahap-munyar/tesvike-hazir-108-milyar-liralik-21-stratejik-proje-var-40775027> adresinden 25 Mart 2018'de alınmıştır.
- İnternet: IFSWF. (2014). *International Forum of Sovereign Wealth Fund, Santiago Principles: 15 case studies, How IFSWF Members Implement the Santiago Principles*. Doha: International Forum of Sovereign Wealth Funds web sitesi: [http://www.ifswf.org/sites/default/files/SantiagoP15CaseStudies1\\_0.pdf](http://www.ifswf.org/sites/default/files/SantiagoP15CaseStudies1_0.pdf) adresinden 30 Mart 2018'de alınmıştır.
- İnternet: IFSWF (2016). *Implementing the Santiago Principles: 15 Case Studies From Demonstrating Commitment to Creating Value*. IFSWF 8th Annual Meeting. [http://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF\\_CaseStudies\\_Nov2016\\_0.pdf](http://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF_CaseStudies_Nov2016_0.pdf) adresinden 25 Şubat 2018'de alınmıştır.
- İnternet: IMF. (2007). *Global Financial Stability Report - Annex 1.2. Sovereign Wealth Funds*. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Financial-Market-Turbulence-Causes-Consequences-and-Policies> adresinden 20 Şubat 2018'de alınmıştır.
- İnternet: IWG. (2008). *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices Santiago Principles*. [http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](http://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf) adresinden 20 Şubat 2018'de alınmıştır.
- İnternet: KIA. (2019) *Kuwait Investment Authority. About us*. Kuwait Investment Authority Web sitesi: <http://www.kia.gov.kw> adresinden 10 Haziran 2019'da alınmıştır.
- İnternet: Ministry of Finance-Republic of Singapore. (2008). Ministry of Finance web sitesi: [https://www.mof.gov.sg/Portals/0/Newsroom/Press%20Releases/2008/annexa\\_210308.pdf](https://www.mof.gov.sg/Portals/0/Newsroom/Press%20Releases/2008/annexa_210308.pdf) adresinden 23 Mart 2018'de alınmıştır.
- İnternet: NBIM. (2018) *Norges Bank Investment Management*. Norges Bank Investment Management web sitesi: <https://www.nbim.no/en/investments/> adresinden 10 Haziran 2019'da alınmıştır.
- İnternet: Resmi Gazete. (2016) *Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun*. <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/08/20160826-1.htm> adresinden 28 Mart 2018'de alınmıştır.
- İnternet: SIL. (2017). Sovereign Investment Lab. *Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report*. <http://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/e0b6bbe1-4df0-4d6c-b86620eb5f38bac9/2016+SWF+Annual+Report.pdf?MOD=AJPERES&CVID=IYfVHE7&CVID=IYfVHE7> adresinden 26 Mart 2018'de alınmıştır.

- İnternet: SWC. (2018). *Sovereign Wealth Center, Saudi Arabian Monetary Agency* <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund/39/saudi-arabian-monetary-agency> adresinden 26 Şubat 2018’de alınmıştır.
- İnternet: SWC. (2019). *Sovereign Wealth Center, Temasek Holdings*. Sovereign Wealth Center web sitesi: <http://www.sovereignwealthcenter.com/fund/31/Temasek-Holdings.html> adresinden 10 Haziran 2019’da alınmıştır.
- İnternet: SWFI. (2019) *Sovereign Wealth Fund Institute, Qatar Investment Authority*. Sovereign Wealth Fund Institute web sitesi: <https://www.swfinstitute.org/swfs/qatar-investment-authority/> adresinden 10 Haziran 2019’da alınmıştır.
- İnternet: SWFI. (2018). *Sovereign Wealth Fund Institute, Sovereign Wealth Fund*. Sovereign Wealth Fund Institute web sitesi: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> adresinden 20 Mart 2018’de alınmıştır.
- İnternet: SPK. (2018). *Sermaye Piyasası Kurulu. Bağımsız Denetim Nedir?* Sermaye Piyasası Kurulu web sitesi: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/9/1> adresinden 14 Şubat 2018’de alınmıştır.
- İnternet: Temasek. (2019). *Temasek Holdings, About us*. Temasek web sitesi: <https://www.temasek.com.sg/en/what-we-do/our-portfolio.html#sector> adresinden 10 Haziran 2019’da alınmıştır.
- İnternet: TBMM. (2016). *Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Katma Değer Vergisi Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Teklifi (2/1319) ile Plan ve Bütçe Komisyonu raporu.* TBMM. <https://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem26/yil01/ss413.pdf> adresinden 10 Mart 2018’de alınmıştır.
- İnternet: UNCTAD. (2016) *UNCTAD- World Investment Report*. UNCTAD web sitesi: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf) adresinden 26 Mart 2018’de alınmıştır.
- İnternet: U.S. DoT. (2007). *U.S. Department of The Treasury. Appendix III: Sovereign Wealth Fund*. U.S. Department of The Treasury web sitesi: [https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2007\\_Appendix-3.pdf](https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2007_Appendix-3.pdf) adresinden 25 Mart 2018’de alınmıştır.
- İnternet: U.S. DoT. (2008). *U.S. Department of The Treasury. Appendix III: Sovereign Wealth Fund*. U.S. Department of The Treasury web sitesi: <https://www.treasury.gov/presscenter/pressreleases/Pages/20083201554621374.aspx> adresinden 25 Mart 2018’de alınmıştır.
- Jackson, J. K. (2017). *The Committee on Foreign Investment in the United States-CFIUS*. Library of Congress, Congressional Research Service. CRS Report-2017
- Jackson, J. K. (2018). *The Committee on Foreign Investment in the United States-CFIUS*, Library of Congress, Congressional Research Service. CRS Report-2018
- Karagöl, E. T. ve Koç, Y. E. (2016). *Dünyada ve Türkiye’de Varlık Fonu*. Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı, Analiz, sayı: 169. Ankara

- Kayıran, M. (2016). Türkiye Varlık Fonu'nun Kuruluş Amaçları ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme. *Eğitim Bilim Toplum Dergisi*, 14(56), 55-90.
- Kimmit, R. M. (2008). *Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy*. Foreign Affairs. Council on Foreign Relations, 87(1), 119-130
- Konukman, A., ve Şimşek, O. (2017). Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Uygulaması. *Çalışma ve Toplum Ekonomi ve Hukuk Dergisi*, 4(55), 1913-1944.
- Kunzel, P., Lu, Y., Petrova, I., and Pihlman, J. (2010). *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds: A Shifting Paradigm, Economics of Sovereign Wealth Funds, Issues for Policymakers*. IMF Working Paper, WP/11/19.
- Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations? *Central Bank Journal*, 15(4).
- Sarısu, A. (2016). Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. Kurulmasına Dair Kanunun Değerlendirilmesi-II. *Yaklaşım Dergisi*, (286), 225-232.
- Setser, B., and Ziemba, R. (2009). GCC Sovereign Funds, *Center for Geoeconomic Studies*. Council on Foreign Relations. New York.
- Şahin, Ö. U. (2017). Kamu maliyesi-varlık fonu ilişkisi: Türkiye için fırsat mi tehdit mi ? *Journal of Awareness*, 3(Special Issue), 349-380.
- Şimşek, O. (2016). Çin Yatırım Şirketi (CIC) Özelinde Finansal Küreselleşmede Devlet. *Fiscaeconomia*, 1(1), s. 56-73
- Wirth, E., and Cendrero, J. M. (2016). Sovereign Wealth Funds And Their Coordination With Fiscal And Monetary Policies In Oil Exporting Countries. The Cases Of Norway, Saudi Arabia, Kuwait, Qatar, And The United Arab Emirates. *13th International Conference Developments In Economic Theory And Policy*, Bilbao, s. 15.
- Yalçın, K., ve Sürekli, A. M. (2015). Ekonominin Çeşitlendirmesinin Bir Aracı olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(3), Ankara



## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : ÇAP, Salih  
Uyruğu : T.C.  
Doğum tarihi ve yeri : 15.01.1989 Kumru/ORDU  
Medeni hali : Evli  
Telefon : 0544 255 2452  
e-mail : salih.cap@hbv.edu.tr



### Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Yüksek lisans	Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi	Devam Ediyor
Lisans	İstanbul Üniversitesi	2010
Lise	Turhan Tayan Anadolu Lisesi	2006

### İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
-	-	-

### Yabancı Dil

İngilizce







[le.ahbv.edu.tr](http://le.ahbv.edu.tr)