

TÜRKİYE VARLIK FONU'NUN KURULUŞ AMAÇLARI VE YAPISI ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

An Assessment of the Aims and Architecture of Sovereign Wealth Fund of Turkey

Meltem Kayıran*

Öz

Devletin sahipliğindeki yatırım araçlarından birisi olan Ulusal Varlık Fonları, son zamanlarda akademik ve güncel tartışmaların odağı haline gelmeye başlamıştır. Özellikle 1990'lerden sonra sayıları ve yönettikleri varlıkların değeri hızla artan Ulusal Varlık Fonları, uluslararası finansal piyasaları etkileyecek boyuta ulaşmıştır. Geçmiş 1950'li yıllara kadar giden söz konusu fonlar, geleneksel olarak petrol ve gaz gibi doğal kaynaklardan elde edilen gelir fazlalarının finansal piyasalarda yüksek getiri amacıyla değerlendirilmesi amacıyla kurulmuştur. Daha sonra çeşitlenerek alanlarını genişleten bu fonlar ihracat gelirlerini veya bütçe fazlasını değerlendirmek üzere farklı amaçlara yönelik olarak da kurulmaktadır.

55

Kısa süre önce kurulan ve henüz faaliyete geçmemiş olan Türkiye Varlık Fonu, döviz veya bütçe fazlalarına dayanmaması ve bu açıdan geleneksel varlık fonlarından farklılık göstermesi nedeniyle incelenmeye değer bir konudur. Bu çalışmanın amacı, TVF'nin açıklanan amaçlarını ve kaynaklarını inceleyerek kuruluşundaki temel saikleri ve niteliğini saptamaya çalışmaktır. Çalışmada, Ulusal Varlık Fonlarının genel özellikleri ve türleri ele alındıktan sonra Türkiye Varlık Fonunun amaçları, yönetim, denetim yapısı ve kaynakları analiz edilerek yol açacağı muhtemel sorunlar değerlendirilmektedir.

Anahtar Sözcükler: Türkiye Varlık Fonu, ulusal varlık fonu, kamu fonları, kalkınma fonları.

Abstract

Sovereign Wealth Funds, one of the state-owned investment tools, have recently gained considerable attention from both academic and daily discussions. The numbers and the assets

* Yrd. Doç. Dr., Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Maliye Bölümü, Ankara, Türkiye / kayiran@politics.ankara.edu.tr

Ass. Prof., Ankara University, Faculty of Political Science Department of Public Finance, Ankara, Turkey

Geliş Tarihi / Received: 23.09.2016 - Kabul Tarihi / Accepted: 05.11.2016

of Sovereign Wealth Funds have grown significantly after 1990s, and they have had the power to influence the international financial markets. Date back to 1950s, these funds traditionally were established to obtain high returns in the financial markets by using the revenue surplus from natural resources like oil or natural gas. Later, became diversified and expanded in their scope, these funds have initiated to achieve different objectives as well, such as utilizing the export revenues or budget surpluses.

Sovereign Wealth Fund of Turkey -established recently, but not launched yet-, is different from the traditional ones in that it is not funded by foreign currency or budget surpluses and, worth investigating. The aim of this study is to detect the basic motives and composition of Sovereign Wealth Fund of Turkey by examining its declared objectives and resources. After reviewing the general features and types of Sovereign Wealth Funds, the aims, management, control mechanism and resources of Sovereign Wealth Fund of Turkey are analyzed and the probable problems regarding the operations of the fund are elaborated.

Keywords: Turkish Sovereign Wealth Fund, Sovereign Wealth Fund, state-owned funds, development funds.

Giriş

Geçmiş 1950'li yıllara kadar giden Ulusal Varlık Fonlarının (UVF), son yıllarda dünyada hızla yaygınlaştığı ve bu konunun önemli tartışmalara sahne olduğu görülmektedir. Devletlerin sahipliğindeki bu yatırım fonlarının çok büyük ölçekli olması ve hızla artış göstermesi, devlet kapitalizmi, yatırım yapılan ülkenin ekonomik bağımsızlığının tehdit edilmesi ve krizlerde kurtarıcı rolü oynaması gibi tartışmaları da beraberinde getirmiştir.

Ulusal Varlık Fonlarıyla ilgili olarak yapılan akademik çalışmalar ve tartışmalar nispeten yenidir. 1990'lı yıllardan sonra sayısı ve büyüklüğü artmaya başlayan fonlara olan ilgi özellikle 2008 krizi sonrasında hızla artmıştır. UVF'lerin devlet sahipliğinde olan büyük finansal kurumlar olması nedeniyle UVF'lerle ilgili tartışmalar iktisat, maliye ve finans alanıyla sınırlı kalmamış, uluslararası ilişkiler, uluslararası hukuk ve siyaset bilimi alanlarının da araştırma konularını oluşturmaya başlamıştır. Türkiye'de ise UVF'lerle ilgili yapılan çalışmalar çok sınırlı sayıdadır¹.

Başlangıçta petrol zengini ülkelerin ihracat gelirlerinden elde ettikleri rezervleri değerlendirmek için kurulmuş olan varlık fonlarının, zaman içerisinde emeklilik fonları, bütçe fazlaları gibi fonlar kullanılarak istikrarın sağlanması ve iktisadi kalkınmanın finansmanı gibi amaçlara yönelik olarak da kurulduğu görülmektedir. UVF'ler, 1990'lı yıllardan sonra Körfez ülkelerinden Asya ülkelerine doğru coğrafi olarak daha geniş bir alana yayılmış, çok çeşitlenerek faaliyet alanlarını genişletmiştir. Birçok Güney ülkesinin ve bazı gelişmekte

olan ülkelerin de UVF kurması ve bunların 2008 krizinde oynadığı rolle birlikte UVF'lerin hacmi, yapısı, amaçları karmaşıklaşmıştır.

Kısa süre önce Türkiye'de kurulan ve henüz faaliyete geçmemiş olan Türkiye Varlık Fonu A.Ş., bir çok soruyu da beraberinde getirmiştir: Döviz fazlası veya tasarruf fazlası olmayan bir ülkede böyle bir fon kurulabilir mi? Türkiye Varlık Fonu (TVF) geleneksel UVF sınıflandırmaları içerisinde nasıl bir yere denk düşmektedir? TVF, 1980'li yıllardaki bütçe dışı fon uygulamasına benzer bir yapılanma mıdır? TVF'nin kurulmasındaki asıl amaçlar nelerdir ve fonun faaliyete geçmesiyle birlikte ekonomiye etkileri neler olacaktır?

Bu çalışmanın amacı, yukarıda ortaya koyduğumuz sorular çerçevesinde Türkiye Varlık Fonunun niteliğini ve kurulmasındaki asıl amacı saptamaya çalışmaktır. TVF'nin niteliğini saptamak üzere öncelikle Ulusal Varlık Fonlarının genel özellikleri, türleri ve yönetim yapıları üzerinde durularak TVF'yi incelemek için bir zemin oluşturulmaya çalışılacaktır. Türkiye Varlık Fonunu incelemeye ayırdığımız ikinci bölümde ise fonun amaçları, statüsü, faaliyet alanı, yönetimi, denetimi ve kaynakları incelenmektedir. TVF henüz faaliyete geçmemiş olduğundan yapacağımız inceleme fonla ilgili temel metinlerle sınırlı olacaktır. Kanunun gerekçesi, kanun metni, fonun işleyişine dair Bakanlar Kurulu Kararı ve hükümetin beyanları çerçevesinde Türkiye Varlık Fonunun UVF'ler çerçevesinde bir değerlendirmesi yapılacak, fonun asıl kuruluş amacı ve yol açabileceği muhtemel sorunlar belirlenmeye çalışılacaktır.

Ulusal Varlık Fonları

Ulusal Varlık Fonlarının Tanımı ve Özellikleri

Devletlerin, bir fon oluşturarak tasarruflarını değerlendirmesi uygulaması yeni olmadığı gibi çok farklı biçimlerde karşımıza çıkabilmektedir. Merkez Bankalarının rezervlerinden sosyal güvenlik fonlarına ve belki kamu iktisadi teşebbüslerinin gelirlerine kadar geniş bir çerçevede ele alınabilecek bu fonlar, devletlerin finansal yatırım aracına dönüştürülmektedir. Devletlerin sahipliğindeki bu yatırım araçları, amaçları, yatırım alanları ve risklilikleri açısından büyük farklılıklar göstermektedir. Örneğin bu yatırım araçlarının portföylerini, riskleri açısından incelediğimizde en likit ve en düşük riskli varlıklara sahip merkez bankası, istikrar fonları, emeklilik fonları ve sosyal güvenlik fonlarından, yüksek riskli ve düşük likiditeye sahip kalkınma fonlarına kadar geniş bir yelpazede gruplandırılabilen görülmektedir. Devletin sahipliğindeki yatırım araçları çok çeşitli olmasına rağmen Ulusal

Varlık Fonlarının bu finansal araçlardan yalnızca birisi olduğu ve diğerleriyle karıştırılmaması gerektiği vurgulanmaktadır.

Ulusal varlık fonlarının tanımlanması konusunda farklı yaklaşımlar söz konusudur. Geniş bir yelpaze içerisinde yer alan devletin finansal araçlarından bazılarını ulusal varlık fonu kategorisinde ele alan yaklaşımlar olduğu gibi daha dar bir çerçevede UVF'leri tanımlayanlar da mevcuttur. En genel anlamda ulusal varlık fonları, “devletin sahip olduğu özel amaçlı yatırım fonları veya düzenlemeleri” (IWG, 2008: 27), “optimal merkez bankası rezervlerinden fazla rezerv biriktiren ülkelerin oluşturduğu fonlar” (Csoma, 2015:271) veya “farklı varlık çeşitlerine küresel olarak yatırım yapan devlet sahipliğindeki yatırım araçları” olarak tanımlanabilir. Fakat bu tanımlar çok genel olduğu için UVF'lerin genel özelliklerini belirtmek yerinde olacaktır.

Ulusal varlık fonları devlet sahipliğinde olan fakat Merkez Bankası veya Maliye Bakanlığı tarafından yönetilmeyen, bağımsız bir kurumsal kimliğe sahip olan ve uzun dönemde ticari getiri amacıyla yatırım yapan kurumlardır. UVF'ler, genellikle ödemeler dengesi fazlalarından, kurumsal döviz işlemlerinden, özelleştirme işlemlerinden, mali fazlalardan ve/veya emtia ihracatı fazlalarından elde edilen gelirlerden kurulur. Para otoritelerinin geleneksel ödemeler dengesi veya para politikası amaçları için tuttuğu döviz rezervleri, kamu işletmelerinin işlemleri, devletin emeklilik fonları veya bireyler yararına yönetilen varlıklar UVF kapsamında değerlendirilmez (IWG, 2008: 27). UVF'lerin, -Merkez Bankası, istikrar fonları veya kamu emeklilik fonlarından farklı olarak- belirlenmiş zamanlarda istikrar veya emeklilik için katkı yapmak gibi doğrudan bir yükümlülükleri yoktur. Bu nedenle daha yüksek getiri elde etmek için daha yüksek riskli yatırımlar yaparlar ve likit olmayan varlıklara sahiptirler. Aynı zamanda bu fonlar varlıklarını hisse senedi, tahvil, gayrimenkul, altyapı, hedge fonlar, döviz ticareti fonları, future sözleşmeleri, emtialar gibi stratejik varlıklara tahsis edebilir; bunları değişik coğrafyalara ve sektörler göre farklılaştırabilirler. Ayrıca, gelir akımları genellikle petrol gibi tek bir emtiaya bağlı olduğu için ve finansal piyasaları gelişmemiş küçük ekonomilere büyük miktarda döviz yatırımı yapmanın yol açabileceği “Hollanda hastalığı” nedeniyle UVF'ler diğer yatırım fonlarından farklı olarak portföylerinin büyük bir kısmını yurtdışına yatırır. Bu çerçeveden yola çıkıldığında UVF'ler (SIL, 2016:7-9; Csoma, 2015:271):

- 1) Doğrudan egemen devletin sahipliğindedir (merkezî veya adem-i merkezî).
- 2) Devletin diğer finansal veya siyasi kurumlarından bağımsız bir şekilde yönetilirler.

- 3) Açıkta ve doğrudan bir emeklilik katkısı yükümlülükleri yoktur.
- 4) Ticari getiri amacıyla farklı finansal varlık çeşitlerine yatırım yaparlar.
- 5) Bu yatırımlarının büyük bir kısmını uluslararası alanda yaparlar.
- 6) Genellikle uzun dönemli ve riskli yatırımlara yönelirler.

Ulusal Varlık Fonlarının Gelişimi

Ulusal Varlık Fonlarının ilk ortaya çıkışı ABD'nin Teksas Eyaletinin 1854'te kurduğu okul fonu (*Permanent School Fund*) ve 1876'da kurduğu üniversite fonuna (*Permanent University Fund*) kadar dayandırılrsa da bugünkü anlamda ilk fonun Kuveyt'in 1953 yılında kurduğu fon olduğu kabul edilmektedir. Ülkenin petrol geliri fazlalarını yönetmek için kurulmuş olan bu fon, 1983 yılında resmi olarak Kuveyt Yatırım Otoritesi (*Kuwait Investment Authority KIA*) adını almıştır (Alhashel, 2015: 2). Başlangıçta petrol ve madenler gibi doğal kaynaklara sahip ülkelerin bu malların ihracatından elde ettikleri gelirleri/döviz fazlasını değerlendirmek amacıyla kurulmuş olan UVF'lerin sayısı ve büyüklükleri zaman içerisinde artarak önemli bir büyüklüğe erişmiştir. Tablo.1'de en büyük 20 Ulusal Varlık Fonunun varlıklarının kaynağı ve değeri verilmektedir. Tablodan da görülebileceği gibi bu fonların büyük çoğunluğunun kaynağı, petrol ve gaz gibi emtialardan elde edilen gelirlerdir. Aynı zamanda en büyük fonlara sahip ülkelerin büyük çoğunluğunun demokrasi endeksi açısından düşük değere sahip oldukları, genellikle otokratik bir yönetim yapısına sahip oldukları görülmektedir².

Tablo.1.

En Büyük Ulusal Varlık Fonları, Yönetilen Varlıkların Değeri, 2015 (Milyar Dolar)

	Ülke	Fonun Adı	Başlangıç Tarihi	Fonların Kaynağı	Varlıkların Değeri	Demokrasi Endeksi
1	Norveç	Government Pension Fund – Global	1990	Emtia (Petrol ve Gaz)	855.42	9.93
2	BAE-Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	1976	Emtia (Petrol ve Gaz)	733.00	2.75
3	Çin	China Investment Corporation	2007	Ticaret Fazlası	746.73	3.14
4	Kuweyt	Kuwait Investment Authority	1953	Emtia (Petrol ve Gaz)	592.00	3.85
5	Singapur	Government of Singapore Investment Co	1981	Ticaret Fazlası	344.00	6.14

6	Katar	Qatar Investment Authority	2005	Emtia (Petrol ve Gaz)	256.00	3.18
7	Çin	National Social Security Fund	2000	Ticaret Fazlası	236.00	3.31
8	BAE-Dubai	Investment Corporation of Dubai	2006	Emtia (Petrol ve Gaz)	183.03	2.25
9	Singapur	Temasek Holdings	1974	Ticaret Fazlası	173.40	
10	Rusya	National Wealth Fund and Reserve Fund	2008	Emtia (Petrol ve Gaz)	123.78	3.31
11	Avustralya	Australian Future Fund	2006	Emtia Dışı	90.01	9.01
12	Kore Cumhuriyeti	Korea Investment Corporation	2005	Devlete Bağlı Firmalar	84.70	7.97
13	Kazakistan	Kazakhstan National Fund	2000	Emtia (Petrol ve Gaz)	77.00	3.06
14	BAE-Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	1984	Emtia (Petrol ve Gaz)	68.18	2.25
15	BAE-Abu Dhabi	Mubadala Development Company PJSC	2002	Emtia (Petrol ve Gaz)	67.10	2.25
16	Libya	Libyan Investment Authority	2006	Emtia (Petrol ve Gaz)	66.00	2.25
17	Brunei	Brunei Investment Agency	1983	Emtia (Petrol ve Gaz)	40.00	-
18	Malezya	Khazanah Nasional Berhad	1993	Devlete Bağlı Firmalar	34.93	6.43
19	Azerbaycan	State Oil Fund of Azerbaijan	1999	Emtia (Petrol ve Gaz)	34.25	2.71
20	Y. Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	2001	Emtia Dışı	20.49	9.26

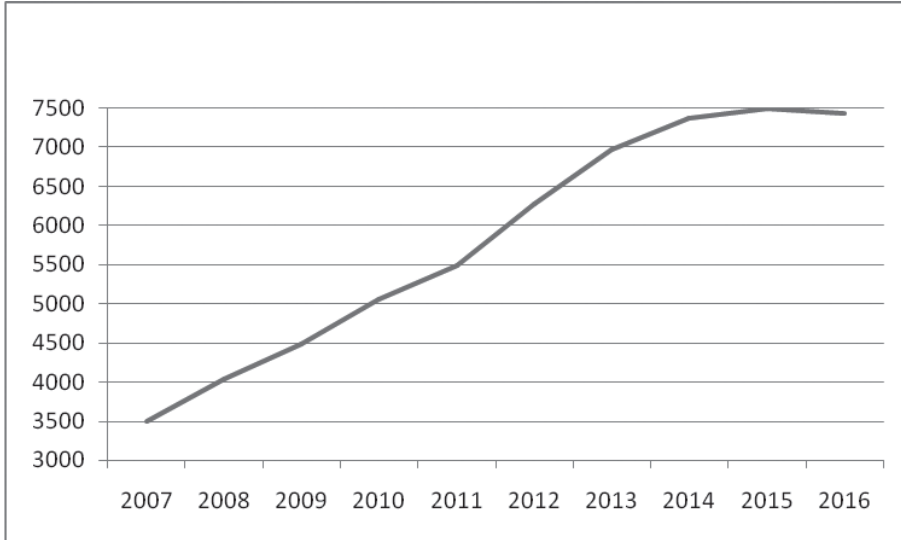
Kaynak: SIL (2016:8), demokrasi endeksi için EIU (2016).

Başlangıçta fon sayısında ve büyüklüğünde önemli bir artış olmasa da özellikle 1990'ların sonlarından itibaren fonların sayısında ve bunların yönettiği

varlıklarda çok büyük bir artış ortaya çıkmıştır. UVF'lerin sayısı 1997'de 19 iken, günümüze kadar 58 fon daha kurulmuş ve toplam UVF sayısı 77'ye ulaşmıştır. Üstelik, kurulması planlanan veya ilan edilen çok sayıda fon vardır³. UVF'lerin yönettiği varlıkların değeri de 2007'den bu yana iki kattan fazla artarak Eylül 2016 itibariyle, 7.39 trilyon dolarlık bir değere ulaşmıştır. (SWFI, 2016)⁴. Bu değer, küresel finansal piyasalar açısından dengeleri etkileyecek düzeyde önemli bir miktarı ifade etmektedir ve özel sermaye şirketlerinin ve hedge fonların yönettiği varlıkların toplam değerine yakındır. Haziran 2015 itibariyle özel sermaye şirketlerinin yönettiği varlıkların değeri 4.2 trilyon dolar, (Preşin, 2016a:8); 2015 sonu itibariyle hedge fonların yönettiği varlıkların değeri 3.2 trilyon dolar civarındadır. (Preşin, 2016b: 37).

UVF'lerin varlıklarının değerinin yıllar içerisinde ne kadar hızla yükseldiği Şekil 1'den izlenebilir. 2007-2016 arasında UVF'ler aracılığıyla yönetilen fonların değeri iki kattan fazla artmıştır ve varlıklarının değeri bu hızla artan başka bir yatırımcı grubu yoktur. Bu artışın en büyük kısmı petrol fiyatlarındaki yükselişten kaynaklanıyor olsa da birçok ülkede yeni fonlar kurulmasının da bu artışta önemli bir katkısı vardır. Bu varlıkların 4.32 trilyon doları petrol ve gaz gibi emtialardan, 3.07 trilyon doları ise diğer kaynaklardan oluşmaktadır (SWFI, 2016).

Şekil. 1. Ulusal Varlık Fonlarının Varlıklarının Değerindeki Artış (milyar \$)



Kaynak: SWFI (2016)

Ulusal varlık fonları sadece sayı ve büyüklük olarak artmakla kalmamış, finansman kaynakları ve yatırım alanları açısından da çeşitlenmiştir.

Kısacası, başlangıçta az sayıda ülkenin kurduğu UVF'ler, günümüze kadar sayı ve değer olarak gittikçe artarak küresel finansal sistemi yönlendirecek bir boyuta ulaşmıştır. Bu artışın nedeni son yıllara kadar hızla artan petrol fiyatlarına ek olarak, küresel ekonominin dinamiklerine ve finansal krizlere bağlı olarak değerlendirilebilir. 1990'ların başlarında birçok çevre ülke cari işlemler açığı verirken bu durum daha sonra tersine dönmüş, özellikle 1997 Asya krizinden sonra çevre ülkeler cari işlem fazlası verir konuma gelmişler ve yüksek düzeyde rezerv tutmaya başlamışlardır. Yüksek düzeyde rezerv tutmak, döviz kuru oynaklığına ve krizlere karşı bir emniyet işlevi görmesine rağmen bu rezervlerin, getirisi çok düşük likit fonlarda tutulmasının maliyeti yüksektir. Birçok yazar, 1990'lardan sonra yeni UVF'lerin kurulmasını, Merkez Bankası rezervlerinde tutulan bu fonların daha yüksek getirili fonlarda değerlendirilme ihtiyacına bağlamaktadır. Bu durum, UVF'lerin körfez ülkelerinden cari fazla veren Asya ülkelerine doğru yayılmasını da hızlandırmıştır.

UVF'lerin varlıklarının değerinin artışını tetikleyen bir başka kritik dönüm noktası ise 2008 krizi olmuştur. 2008 krizinden sonra Çin, BAE, Singapur, Katar gibi ülkelerin UVF'leri, gelişmiş Batı ülkelerindeki Merrill Lynch, Morgan Stanley, Barclay's, Citigroup gibi bankacılık ve finansman sektöründeki büyük firmaların krizden dolayı değeri düşmüş olan hisselerini satın almıştır. 2008'in başından 2012'nin sonuna kadar UVF'lerin aktiflerinin değeri %59.1 artmış, 32'den fazla yeni UVF kurulmuştur (SWFI, 2016). Bu durum UVF'lere olan ilgiyi daha da artırmış, bazıları UVF'leri "beyaz şövalye" bazıları ise "istilacılar" olarak nitelendirmiştir.

Son dönemde petrol geliri ve cari fazlası olmayan birçok gelişmekte olan ülkenin de ulusal varlık fonları kurduğu görülmektedir. Günümüzde UVF'ler, Latin Amerika ülkelerinden Afrika ülkelerine kadar geniş bir coğrafyaya yayılmış, kalkınmanın desteklenmesi, uluslararası yardımların değerlendirilmesi, bazı sektörlerin geliştirilmesi gibi amaçlarla da UVF'ler kurulmaya başlanmış, bunların yatırımları bankacılık ve finansmandan altyapı, gayrimenkul, ulaşım gibi alanlara doğru genişlemiştir.

Küresel düzeyde UVF'lerin çok 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 UVF'lerle ilgili temel ilkeleri belirlemiştir (IWG, 2008). Kısaca "Santiago ilkeleri" 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 etmektedirler. 2014 itibarıyla bu gruba üye 30 UVF bulunmaktadır. (IFSWF, 2014)

Ulusal Varlık Fonu Çeşitleri

UVF'lerin zaman içerisinde çeşitlenerek artması, bu fonların farklı biçimlerde tanımlanmasına ve sınıflandırılmasına neden olmuştur. Ulusal varlık fonunun tanımlanmasında olduğu gibi çeşitleri konusunda da farklı sınıflandırmalar mevcuttur. UVF'ler finansman kaynakları, yatırım stratejileri, coğrafi konumları, sahipliğindeki devletin özellikleri,..vs. açısından sınıflandırılabilir. Ulusal varlık fonlarını anlamak açısından en uygun sınıflandırma, amaçları açısından yapılmaktadır. UVF'yi en kapsayıcı biçimde tanımladığımızda beş başlık altında sınıflandırabiliriz (IWG, 2008; Csoma, 2015; Clark/Monk, 2015):

- 1) İstikrar fonları: Bütçeyi ve ekonomiyi emtia fiyatlarındaki oynaklıkların ve dış şokların etkisinden korumak için kurulmuş fonlardır. Bu tür fonlar, dalgalanmaların tersi yönde hareket etmesi beklendiği için genellikle düşük getirili, kısa- orta vadeli ve sabit getirili araçlara (devlet tahvilleri gibi) yatırım yaparlar. Bu anlamda istikrar fonları likit varlıklar tutan kurumsal rezervlerle benzerlik gösterir. (Örn. Şili, İran, Rusya)
- 2) Tasarruf fonları: Petrol, madenler gibi yenilenemeyen doğal kaynakların ihracatından elde edilen gelirleri yatırıma dönüştürerek kuşaklar arası dengeyi sağlamak için kurulmuş fonlardır. Bu fonlar, uzun dönemde refahı korumak ve inşa etmek üzere daha yüksek getiri elde edebilecekleri yurtdışındaki uzun vadeli, yüksek riskli, hisse senedi gibi araçlara yatırım yaparlar. (Örn. Abu Dabi, Libya, Rusya)
- 3) Rezerv yatırım fonları (şirketleri): Döviz rezervi fazlalarını yönetmek için kurulmuş fonlardır. Geleneksel rezervlerden farklı yüksek getiri elde edebilmek için hisse senedi ve diğer araçlara yatırım yaparlar; portföyleri, çok çeşitlendirilmiş ve uzun vadeli. İhtiyaç duyulduğunda

ülkenin dış hesaplarını ve döviz kuru politikalarını desteklemek için kullanılabilirler. (Örn. Çin, Güney Kore, Singapur)

- 4) Emeklilik ihtiyat fonları: Doğrudan emeklilik fonu olmayıp, nüfusun yaşlanmasıyla bağlantılı olarak gelecekte ortaya çıkabilecek emeklilik yükümlülüklerinin finansmanını sağlayabilmek için kurulmuş fonlardır. Bu fonların da tasarruf fonları gibi ülkenin uzun dönemde tüketim-tasarruf dengesini kurmak üzere kurulduğu söylenebilir. Bu fonlar, uzun vadeli ve yüksek riskli yatırım yapmakta, emeklilikle ilgili yükümlülükleri ise ancak gelecekteki olası harcamalarla sınırlı olmaktadır. (Örn. Avustralya, Yeni Zelanda, İrlanda)
- 5) Kalkınma fonları: Ülkenin altyapı yatırımlarının, sosyo-ekonomik projelerinin finansmanını sağlamak ve sanayi politikalarını desteklemek için kurulan fonlardır. Uzun dönemli ve riskli yatırım alanlarına yönelirler. (Örn. Birleşik Arap Emirlikleri, İran, Malezya)

UVF'lerin üç veya dört başlık altında sınıflandırıldığı da görülmektedir. Örneğin IMF bünyesinde kurulan IMF çalışma grubu, başlangıçta UVF'leri beş başlık altında gruplandırmış (IWG, 2008), fakat daha sonraki çalışmalarında (IFSWF, 2014), emeklilik ihtiyat fonlarını tasarruf fonları içerisinde gruplandırarak kalkınma fonlarını UVF'ler arasında saymamıştır.

Özetle, varlık fonlarının istikrar ve tasarruf gibi iki temel amaçla kurulduğunu fakat kalkınma fonlarının genellikle diğerlerinden temelden farklı olması nedeniyle varlık fonlarından ayrı değerlendirildiği görülmektedir. Türkiye'de kurulan varlık fonunun bazı açılardan kalkınma fonlarına benzerliği nedeniyle bu konu üzerinde kısaca durmakta yarar vardır.

Ulusal Kalkınma Fonlarını (UKF), diğer fon türlerinden ayıran en önemli özellik, varlık fonlarında temel amaç finansal getiri elde etmek olmasına rağmen, kalkınma fonlarının finansal getiri ve kalkınma gibi ikili bir amaca sahip olmasıdır. Bu durum, kalkınma amaçlarının gerçekleştirilmesi çerçevesinde UKF'lerin devletin politikalarıyla daha yakından ilişkili bir strateji izlemeleri gereğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, UKF'ler genellikle gelişmekte olan ülkelerde kurulması ve ülke içerisine yatırım yapması gibi özellikleri nedeniyle de diğer fonlardan ayrılmaktadır. Bazı kaynaklarda kalkınma fonlarının UVF'ler kapsamında sayılmamasının temel nedenleri de aslında bu çerçevede karşımıza çıkmaktadır. Ulusal varlık fonlarının özellikleri arasında saydığımız “genellikle yurtdışına yatırım yapma”, “ticari

getiri amacıyla yatırım yapma” gibi kriterler kalkınma fonları açısından karşılanmamaktadır.

Tablo. 2, bazı ulusal kalkınma fonlarının yasal statüsünü, amaçlarını ve yatırım alanlarını göstermektedir. Tabloda yer alan bazı fonlar uluslararası kuruluşlarca UVF kapsamında kabul edilirken (Bahrain, Malezya, Singapur gibi), bazıları (Brezilya, Güney Afrika, İsveç gibi) bu kapsamda değerlendirilmemektedir⁵.

Tablo.2. Kalkınma Fonlarının Temel Yapısı, Amaçları ve Yatırımları

Ülke-Fon	Yasal statü	Kuruluş	Amaçlar	Varlıkların Kaynağı (Yatırım Alanları)
Bahreyn Mumtalakat	Devlet sahipliğinde Bağımsız Holding	2006	Ekonomiyi çeşitlendirerek refahı artırmak, kurumsal sosyal sorumluluğu ve şeffaflığı geliştirmek, genç kuşakları ve girişimciliği teşvik	Alüminyum üretimi, finansal hizmetler, telekomünikasyon, gayrimenkul, turizm, ulaşım ve gıda üretimi (38 şirket)
Brezilya Brezilya Kalkınma Fonu	Bağımsız Devlet Şirketi	1952	Gelir düzeyini artırarak eşitsizliği azaltmak; yerel mal ve hizmet ihracatını özendirerek sürdürülebilir kalkınmayı hızlandırmak	Altyapı (enerji dahil), Sanayi, Hizmetler, Telekomünikasyon, Tarım ve Hayvancılık, bankacılık, silah
Çin ASEAN Yatırım İşbirliği Fonu	Kapalı Uçlu Hisse Senedi Yatırım Fonu	2009	Çin halkının yaşam standartlarını geliştirmek için sosyal ve çevresel yatırımlar yoluyla ASEAN’da ticari olarak uygun projeleri desteklemek	Altyapı, Enerji (geleneksel ve yenilenebilir), Doğal Kaynaklar, Güney-Doğu Asya’da 9 ortaklık
Malezya Khazanah Nasional	Halka Açık Şirket	1993	Temel KİT’leri gözeterek ve yeni sektörlere odaklanarak ülkenin iktisadi kalkınmasını yönetmek	Telekomünikasyon, Finansal Hizmetler, Altyapı, 2008’den itibaren: sağlık, turizm, yenilenebilir enerji
Filistin Filistin Yatırım Fonu	Özel Sermaye ve Risk Sermayesi Firması	2003	Uzun dönemli getiriler sağlayıp yoksulluğu ve işsizliği azaltmak için yeni iş alanları yaratmayı teşvik ederek ekonomiyi yeniden canlandırmak	Sermaye piyasası, gayrimenkul, büyük piyasa payları, Altyapı, Hazine, Orta ve Küçük Ölçekli İşletme. %84 Filistin bölgesinde

BAE Mubadala	Halka Açık Anonim Şirket	2002	Abu Dabi'nin ekonomisini petrol ve gazdan başka alanlara yönlendirerek büyüme potansiyelini güçlendirmek, sosyal kalkınmayı hızlandırmak ve güçlü getiriler sağlamak	Yarı iletkenler, Altyapı ve Gayrimenkul, Finansal Hizmetler, Uzay-hava, TCT, Petrol ve Gaz, Yenilenebilir Enerji
Rusya Rusya Doğrudan Yatırım Fonu	Devlet Yatırım Fonu	2011	Öncelikle yurtiçi girişim sermayesinde yenilik ve yatırımlar yoluyla Rusya ekonomisini modernize etmek; yatırım getirisini maksimize etmek ve doğrudan yabancı yatırımları artırmak	Ortaklıklar yoluyla büyük miktarda yabancı yatırım (CIC, Mubadala, Japon Bankası, Kuveyt Yatırım Otoritesi, Devlet Bankaları)
Singapur Temasek Holdings	Ticari Yatırım Şirketi: 1974'ten beri bağımsız	1974	Yeni girişimler yaratarak iktisadi kalkınmayı finanse etmek, yurtiçi altyapıyı destekleyerek agresif uluslararası yatırım politikası başlatmak, orta gelirli nüfusu büyütme	Sektörler: %31 Finansal Hizmetler, Telekom, Gayrimenkul, Ulaşım, Enerji ve Sanayi. %58 olgun ekonomiler, %42 büyüme bölgeleri
Güney Afrika Kamu Yatırım Şirketi	Devlet sahipliğinde yatırım yöneticisi. 2004'ten beri şirket	1911	Yalnızca kamu tesisleri adına yatırım yapan varlık yönetimi, müşteri talepleriyle uyumlu biçimde getirileri maksimize ederek Güney Afrika'nın kalkınmasına katkı sağlamak, İyi kurumsal yönetim	Odaklanılan alanlar: Ekonomik Altyapı, Temiz Enerji ve Çevre, sosyal kalkınma (konut, eğitim ve sağlık dahil), Tarım, Turizm. [Not:%89 Devlet Çalışanlar Emeklilik Fonuna Yatırım]
İsveç AP6	Devlet sahipliğinde hisse senedi fonu	1996	Nordik Bölgesi ve Kuzey Avrupa'da büyüme potansiyeli olan olgun firmalara odaklanarak İsveç özel sermayesine yatırım ve risk yönetimi	Aktif ve pasif yatırım: %40 şirketlere, %28 fonlara, %32 likidite

Venezuela FONDEN	Devlet sahipliğinde şirket	2005	Temel altyapı ve sosyal projelere yatırım yaparak sosyalizmi ilerletmek, finans, sosyal ve topluluk projeleri, finansal garantiler oluşturarak dış borç profilini iyileştirmek, “çok kutuplu dünya” yaratmak	Beklenmeyen petrol karları ve enerji (%31), Ulaşım ve İletişim (%18), Savunma (%12), Küba’yla enerji anlaşmaları (%8), güç üretimi, konut, tarım ve madencilik (%39). [Venezuela Merkez Bankası ve Venezuela Ulusal Petrol Şirketi tarafından fonlanıyor]
Vietnam Devlet Sermaye Yatırım Şirketi	Maliye Bakanlığı gözetiminde büyük ölçüde bağımsız şirket	2006	Devletin yatırım yaptığı girişimlerde yönetsel kapasiteyi ve rekabetçiliği geliştirmek, sürdürülebilir maksimum getiriler yaratmak.	İmalat (%40), IT, sağlık, tüketici malları ve finansal hizmetlerde 407 portföy şirketi

Kaynak: Clarke ve Monk (2015: 15).

Son finansal krizden sonra Ulusal Kalkınma Fonlarında da bir artış olmuştur. Clark ve Monk (2015), bu artışın iki açıklaması olabileceğini belirtmektedir. Bunlardan birisi ülkelerin doğal kaynaklara bağımlılıklarını azaltmak ve/veya az gelişmiş sanayilerini desteklemek amacıyla UKF’ler kurmaya başlamalarıdır. Diğer açıklama ise ulusal hükümetlerin son finansal kriz sonrasında batılı banka ve finansal kurumların küresel piyasalarda oluşturduğu boşluğu doldurmak amacıyla UKF’ler kurmalarıdır. Buna ek olarak Clark ve Monk (2015), Çin, Singapur ve Malezya gibi daha fazla devlet müdahalesi ve kontrolünün gerekliliğine inanan bazı ülkelerin uzun dönemli büyümeyi desteklemek için UKF kurduğunu iddia etmektedir. Gerçekten de Tablo.2’den de görülebileceği üzere, Venezuela örneğinde olduğu gibi sosyalizmi ilerletmek amacıyla bile kalkınma fonları kurulabilmektedir. Fakat, devletlerin bu tür fonlar kurarak finansal piyasalarda yatırım yapmaları, geleneksel anlamda devlet müdahalesinin sınırlarının genişletilmesinden daha farklı bir anlam taşımakta, son dönemde artan devlet-sermaye işbirliğinin başka bir yansıması olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ulusal Varlık Fonlarının Yönetim ve Denetimi

Ulusal Varlık Fonlarının kuruluş amaçları, yatırım stratejileri ve bağlı oldukları devletlerin özellikleri, bu fonların yönetim ve organizasyon yapısını etkilemektedir. Bu açıdan çok sayıda ülkede kurulmuş olan UVF’leri

standart bir yönetim şeması içerisinde değerlendirmek çok zordur. Fakat en azından, yapılan tanımlamalar ve oluşturulan standartlar gereği UVF'lerin Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığı'ndan bağımsız kurumlar şeklinde örgütlendiğini ve verilen talimatlar çerçevesinde çalıştığını söylemek mümkündür.

IMF (2013: 10-12), genel olarak UVF'lerin örgütlenme biçimlerinin iki temel başlıkta özetlenebileceğini ifade etmektedir: Yönetici (manager) modeli ve yatırım şirketi modeli. Yönetici modelinde UVF'yi oluşturan varlık havuzunun yasal sahibi (genellikle Maliye Bakanı) varlık yöneticisine yatırım talimatları verir. Yatırım şirketi modelinde ise devletin sahipliğinde bir yatırım şirketi kurulur, fonun varlıklarının sahibi de bu şirkettir. Her iki modelde de fonun siyasi amaç ve müdahalelerden bağımsız olması için karar alma süreçlerinin ve fonun sahipliğiyle yöneticiliğinin ayrıştırıldığı yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılır.

UVF'nin yönetim ve denetim organlarını doğru kurgulamak ve ayırtmak da fonun amaca uygun şekilde çalışabilmesinin sağlanması ve meşruiyeti açısından önemlidir. Yönetici organların örgütlenmesi, varlık yönetimi sorumluluklarının devredilmesi esasına dayanır. Yatırım yapma yetkisi en üst yönetici organdan en alttaki bireysel varlık yöneticilerine kadar hiyerarşik bir sistem içerisinde devredilir. Her yönetici organın bir denetim organı kurduğu ve hiyerarşide aşağıya doğru inildikçe sorumlulukların daha ayrıntılı tanımlandığı bir yapı oluşturulur. Denetim organının rolü, denetlenen organın yönetici organın koyduğu düzenlemelere uygun davranıp davranmadığını tespit etmektir.

Şekil.2'den de görülebileceği gibi UVF'lerin yönetim ve denetim süreçleri, iç ve dış yönetim ve denetim organlarından oluşur. Genellikle bir UVF'nin yönetim yapısının beş temel organdan oluştuğu söylenebilir. Bunların en başında devleti temsilen yasama ve yürütme organı yer alır. Parlamento, UVF'nin yasal yapısını ve işlemlerinin yasal temellerini oluşturan kanunları onaylar. Aynı zamanda parlamento, yasama ve yürütme arasındaki güç ilişkilerinin yapısına bağlı olarak UVF'nin uygun toplam risk düzeyini belirlemede etkili olur. Çoğunlukla hükümet (Bakanlar Kurulu) veya Maliye Bakanı parlamentonun çizdiği genel çerçeveye içerisinde yatırım kurumuna talimatlar verir. Yönetim kurulu, UVF yönetim örgütlenmesinin yasal yapısı içerisinde en üst iç yönetici organdır. Fon sahibi tarafından belirlenen yasal sınırlar ve talimatlar doğrultusunda iç kuralları ve düzenlemeleri oluşturur, kurumun CEO'sunu atar. CEO yatırım kurumunun yöneticisidir ve yönetim kurulunun

oluşturduğu rehber çerçevesinde günlük işlemlerden sorumludur. Bireysel yöneticiler ise CEO ve personelinin belirlediği risk sınırları içerisinde işlem yaparlar (IMF, 2013: 12-13).

Şekil.2. Ulusal Varlık Fonlarının Yönetim ve Denetim Yapısı

	Yönetici Organlar	Denetleyici Organlar
Dışsal organlar	Parlamento	Genel Denetçi
	Maliye Bakanı	Dış denetçi
İçsel organlar	Yönetim Kurulu	İç denetçi
	CEO	Uygunluk denetimi birimi
	Yöneticiler	

Kaynak: IMF (2013: 12)

Birçok ülkede parlamento tarafından atanan ve hükümetin faaliyetlerini denetleyen ve kontrol eden genel denetçi⁶, UVF'nin sahibi olan kurumun kanun ve düzenlemelere uygun olarak işleyip işlemediğini ve doğru raporlama yapıp yapmadığını denetler. Dış denetçi, genellikle fonun sahibi olan yönetici organ tarafından atanır ve UVF'nin, fon sahibinin belirlediği kural ve düzenlemelere uygun işlem yapıp yapmadığını denetler. İç denetçi yönetim kurulu tarafından atanır ve UVF yönetiminin iç düzenlemelere uyup uymadığını denetleyerek bunları yönetim kuruluna rapor eder. Uygunluk denetimi birimi ise CEO tarafından kurulur ve UVF'nin bütün faaliyetlerinin kural ve düzenlemelere uygunluğunu araştırır. (IMF, 2013: 13).

Türkiye Varlık Fonu

Hazırlığının bir süredir yapılmakta olduğu anlaşılan fakat kamuoyunda ve akademik alanda yeterince tartışılmadan hızla gündeme getirilen Türkiye Varlık Fonu kurulmasına dair kanun tasarısı, 19 Ağustos 2016'da TBMM'de yapılan oylamayla, 22 ret oyuna karşılık 217 oyla kabul edilerek⁷ ve 26 Ağustos 2016 tarihli Resmi Gazetede yayınlanarak yasalastı. Böylece 6741 sayılı Kanunla Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi kurulmuş oldu. Henüz uygulamaya geçmemiş, fonun işleyişine dair bir Bakanlar Kurulu

Kararı⁸ dışında ek düzenlemeler yapılmamış olan Türkiye Varlık Fonu konusunda bir değerlendirme yapmak için erken olsa da bu fonun amaçlarını, nasıl düzenlendiğini ve olası sonuçlarını tartışmak önem taşımaktadır.

Türkiye Varlık Fonu kurulmasına ilişkin olarak hükümetin ortaya koyduğu ve kanunun gerekçesinde de yer alan ilk argüman, Türkiye'nin, G-20 ülkeleri içinde varlık fonu olmayan tek ülke olması konusudur. Buradan, varlık fonu kurulmasının ülke ekonomisinin büyüklük- zenginlik seviyesiyle bağlantılı olarak sunulduğu ve bu yönde bir izlenim yaratılmaya çalışıldığı görülmektedir. Ancak G-20 ülkelerinin varlık fonlarına baktığımızda çok farklı bir yelpaze karşımıza çıkmakta ve bu fonların hepsinin UVF kapsamında olmadığı, geniş anlamda devletin yatırım fonu kapsamında değerlendirilebileceği görülmektedir. Aynı zamanda G-20 ülkelerinin düşük kişi başına gelir ve kalkınma düzeyine sahip ülkeleri de kapsadığı unutulmamalıdır.

TVF ile ilgili olarak ilk olarak üzerinde durulabilecek konu TVF'nin bir UVF niteliği taşıyıp taşımadığı ve fon türlerinden hangisine dâhil olduğudur. Varlık fonlarının başlangıçta petrol ve gaz gibi emtia ihracatlarından veya dış ticaret fazlalarından ortaya çıkan döviz fazlalarının yurtdışı yatırımlara yönlendirilmesi için kurulduğundan fakat sonradan varlık fonlarının çok çeşitlenerek karmaşık bir yapı oluşturduğundan söz etmiştik. Bu anlamda ilk olarak belirtilmesi gereken nokta, sürekli olarak cari işlemler açığı veren ve döviz fazlası bulunmayan bir ülke olan Türkiye'nin varlık fonunun, geleneksel varlık fonları çerçevesinde değerlendirilemeyeceğidir. Ulusal varlık fonlarının bir başka kuruluş gerekçesi, ülkedeki tasarruf fazlasını daha yüksek getirili alanlarda değerlendirme ihtiyacı olarak belirtilmektedir. Bu açıdan Türkiye'nin tasarruf fazlaları bulunduğundan söz etmek de mümkün görünmemektedir. Fakat kanunun gerekçesinde fonun kuruluş amacı ile ilgili şöyle bir ifade yer almaktadır:

“Türkiye, özellikle Kamu otoritesi olarak oldukça çeşitli ve büyük bir varlık portföyüne sahiptir. Ayrıca verilen teşvikler ile emeklilik sistemi üzerinden büyüyen bir fon pazarı bulunmaktadır. Mevcut durumda kamuya ait gelir ve fon fazlalarının çeşitli yatırım araçlarına yönlendirildiği görülmektedir. Söz konusu fonların, reel sektöre uzun vadeli yatırım çerçevesine olanak sağlayacak bir üst fonda birleştirilmesi ile ülkemizin 2023 hedeflerine sağlıklı bir şekilde ulaşması sağlanacaktır.”

Görüldüğü gibi, mevcut durumda kamuya ait gelir ve fon fazlaları olduğu iddia edilmekte ve yakın zamanda yürürlüğe giren bireysel emeklilik sistemiyle

birlikte bu fonların artması beklenmektedir. Sürekli bütçe açığı verilen bir durumda kamu kesiminin fon fazlası olamayacağına göre, fonun kuruluş gerekçesinin gelecekte ortaya çıkacak bir gelire bağlandığı söylenebilir.

Varlık fonu çeşitleri açısından bir değerlendirme yaptığımızda Türkiye Varlık Fonu'na en yakın kategorinin, bazı kaynaklarda UVF sınıflandırması içerisinde sayılmayan Ulusal Kalkınma Fonları olduğu görülmektedir. Daha önce de söz ettiğimiz gibi UKF'ler, temel yapısı açısından varlık fonlarına benzerlik gösteren fakat döviz veya tasarruf fazlası olmayan ülkelerde de kurulması ve ülke içerisine yatırım yapabilmesi açısından UVF'lerden farklılaşan fonlardır. Nitekim, Roubini, Türkiye Varlık Fonu için kullanılan terminolojiyi yanıltıcı bulduğunu, “devlet varlık fonlarının genelde kamu tasarruflarını çoğunlukla yurtdışındaki yatırımlarda değerlendiren ipoteksiz bir sermaye havuzu” olduğunu ve devlet kalkınma fonu ifadesinin daha doğru olacağını belirtmiştir. (Bloomberght, 2016). Ancak yine de son dönemde UVF'lerin çeşitliliğindeki artışla birlikte geleneksel tanım ve sınıflandırmaların yetersiz kaldığı görülmekte, kalkınma fonlarının UVF'ler içerisinde ele alındığı daha fazla çalışmaya rastlanmaktadır⁹.

Kısacası, Türkiye Varlık Fonu, ulusal varlık fonları sınıflandırması içerisinde yer alıp almadığı tartışmalı olan “Ulusal Kalkınma Fonu” kategorisine benzerlik gösteren ve gelecekte elde edilmesi öngörülen gelirlerin değerlendirilmesi esasına dayandırılan bir fon görünümündedir.

Türkiye Varlık Fonunun Amaçları

Bu bölümde Türkiye Varlık Fonunun kanunun gerekçesinde ve kanun metninde belirtilen amaçlar, fonun niteliğini saptamak üzere değerlendirmeye çalışılacak, amaçların gerçekleştirilme olasılığı ve bunun yöntemleri üzerinde daha sonra durulacaktır. Öncelikle belirtmek gerekir ki, Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluşuna ilişkin olarak gerekçede yer alan amaçlarla kanun metninde yer alan amaçların örtüşmediği görülmektedir¹⁰.

Kanunun gerekçesini incelediğimizde çok geniş ve iddialı bir hedefler listesine yer verildiği görülmektedir. Gerekçede dağınık bir şekilde sıralanmış olan amaçlar listesini üç başlık altında sınıflandırabiliriz: Büyüme-kalkınma ile ilgili amaçlar, istikrar amacı ve fonun dış politika aracı olarak kullanılması amacı.

Büyüme-kalkınma ile ilgili amaçlar, kanunun gerekçesinde şu maddelerde ortaya konulmaktadır:

- “- Büyüme oranına gelecek on yıl içinde yıllık %1.5 oranında ilave artış sağlanması,
- Yapılacak yatırımlarla yaklaşık yüzbinlerce kişilik ek istihdam sağlanması
- Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun sektörlerdeki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması,
- Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması,
- Arz güvenliğini sağlamak üzere, Türkiye için önem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlerde yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi”

Ayrıca sermaye piyasalarının derinleştirilmesi amacıyla bu kapsamda değerlendirirsek, bununla ilgili olarak da aşağıdaki amaçlar yer almaktadır:

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

Fonun amaçlarının alt alta sıralanan maddelerle eş düzeyli hedefler gibi sunulması, amaçlarla araçların birbirine karıştırıldığını göstermektedir. Üstelik gerekçede, “İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması” gibi varlık fonu kurmanın gerekçesini oluşturmayacak maddeler de yer almaktadır. Büyüme ve istihdam artışı nihai amaçlar olduğundan, sıralanan diğer maddeler ancak bu amaca giden yolu tarif eden alt hedefler olarak görülebilir. 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 söyleyebiliriz.

TVF'nin amaçları arasında sosyo-ekonomik veya niteliksel bir kalkınma hedefi bulunmasa da büyüme ile kalkınmanın aynı anlamda kullanılmasının (yanlış fakat) yaygın bir tutum olması ve gerekçe metninin başlarında UVF'ler tanıtılırken “kalkınmanın lokomotifi olan reel sektör yatırımlarına, stratejik sektör, şirket ve projelere uzun vadeli kaynak sağlanması yoluyla kalkınmanın hızlandırılması... amaçlanmaktadır” şeklinde bir ifadenin yer

alması nedeniyle temel amaçlardan birinin büyüme-kalkınma olarak ifade edildiğini söyleyebiliriz.

İstikrar amacı: Türkiye Varlık Fonunun istikrarı sağlamak için de kullanılabilceği belirtilmekte ve bu amaç, kanunun gerekçesinde şu şekilde ifade edilmektedir:

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

İstikrar konusu, gerekçede sadece bu ifadeyle yer almakta, kanun metninde yer almamaktadır. Bu durum, istikrar amacının bir yan amaç olarak ortaya konulduğunu düşündürmektedir.

Dış politika aracı olarak kullanılma amacı: Türkiye Varlık Fonunun dış politika aracı olarak da kullanılabilceği, kanunun gerekçesinde “bu fon, ekonomimizin yapısal sorunlarını aşmasında katkı sağlamasının yanı sıra, dış politikanın önemli bir enstrümanı olarak Türkiye’nin uluslararası arenada daha fazla söz sahibi olmasına da katkı sağlayacaktır” ifadesiyle belirtilmektedir. Oysa, UVF’lerle ilgili tartışmalarda ve uluslararası kurumların belirledikleri ilkelerde, üzerinde en hassasiyetle durulan konu, UVF’lerin bu amaçla kullanılmaması konusudur. Santiago ilkelerinin 2. maddesinin açıklamasında bu konu “UVF’nin yatırımlarını, hükümetin herhangi bir jeopolitik hedefini doğrudan veya dolaylı şekilde gerçekleştirmek niyeti veya yükümlülüğü ile yapmadığını garanti etmesi gerektiği” şeklinde açıkça belirtilmektedir (IWG, 2008: 12). Birçok ülke, UVF’sini bu amaçla kullanmayacağını ve bu konuda özen göstereceğini açıkça beyan etmiştir.

Kanun metnini incelediğimizde ise TVF’nin amacı, kanunun ilk maddesinde “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” şeklinde

belirtilmiştir. Görüldüğü gibi, kanunda gerekçedeki bazı hedefler (istikrar gibi) yer almamakta, fakat bunlara ek olarak, iki yeni amaç karşımıza çıkmaktadır. “Yurtiçinde kamuya ait varlıkları ekonomiye kazandırmak ve dış kaynak temin etmek”. Fakat kanunda belirtilen bu amaçların da bir varlık fonunun amacı olmaktan çok fonun finansmanının nasıl sağlanacağını işaret ettiğini söyleyebiliriz.

İktisat politikalarının temel amaçları kalkınma, büyüme, istihdam, gelir dağılımı gibi temel değişkenlerle belirlenebilir. Bu temel amaçları gerçekleştirmek için uygulanacak politikalar, başvurulacak yöntemler veya bu amaçları gerçekleştirmede kullanılacak finansman yöntemleri değişebilir. Türkiye Varlık Fonu için açıklanan amaçlarda ise amaçlarla araçların ve buna dair finansman yöntemlerinin birbiriyle karıştırıldığı görülmektedir. Çok sayıda amaç ardı ardına sıralanmış, bunlar arasında bir hiyerarşi kurulmamış, kısacası fonun kuruluş amacı açık bir şekilde belirlenmemiştir. Yaptığımız sınıflandırma çerçevesinde fonun üç temel amaca yönelik olarak kurulduğunu saptasak bile hala bazı sorunlar ortaya çıkmaktadır. Birincisi, fonun dış politika aracı olarak kullanılma amacı, uluslararası standartlarda kabul edilemez bir amaçtır. İkincisi, bu amacı görmezden gelip fonun büyüme ve istikrar gibi iki temel amacı olduğunu kabul edersek, bu amaçların hangisinin öncelikli olduğu, fonun yatırım ve finansman tercihlerinde hangi önceliğe göre davranacağı belirlenmiş olmalıydı. 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 edebilmek için ortaya konulmuştur. TVF'nin amaçlarının açıklıkla ortaya konulmamış olması, bu bağlamda ciddi bir sorun oluşturmaktadır.

Ayrıca öncelikli amacı büyüme olan bir fonun uzun dönemli, riskli ve likit olmayan varlıklara yönelmesi uygunken istikrar amaçlı bir fonun tam tersine kısa vadeli düşük riskli ve likit varlıklara yatırım yapması beklenir. Üstelik, Dixon ve Monk (2016:15)'ın belirttiği gibi fon, makroiktisadi şoklara karşı istikrar amacıyla kuruluyorsa bu durumda likit olmayan uzun vadeli ve riskli yatırımlara yönelmesi doğru değildir. İstikrar fonları genellikle düşük riskli varlıklara yatırım yapar ve genellikle merkez bankaları ve hazinenin bünyesinde yer alırlar. Eğer Türkiye Varlık Fonu ile bu iki amaç bir arada gerçekleştirilmek isteniyorsa bu amaçları gerçekleştirmeye yönelik yatırım stratejilerinin birbiriyle çelişmesi kaçınılmazdır.

Fonun Statüsü, Faaliyet Alanı, Yönetim ve Denetim Yapısı

6741 sayılı Kanunla Başbakanlığa bağlı, anonim şirket statüsünde Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi kurulmuş, bu şirket yapısı altında Türkiye Varlık Fonu ve alt fonların kurulması öngörülmüştür. Tamamen özel bir yatırım fonu şirketi gibi faaliyet gösterecek olan ve özel hukuk hükümlerine tabi olan bu şirketin, her türlü para ve sermaye piyasası işlemlerini, ticari ve finansal faaliyeti, ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil piyasalarda yapması olanağı tanınmıştır. Buna göre Şirket, yerli ve yabancı şirketlerin paylarının, borçlanma araçlarının, sermaye piyasası araçlarının, fon katılma paylarının, türev araçlarının, kira sertifikalarının, gayrimenkul sertifikalarının... alım satımını; proje geliştirme, projeye dayalı kaynak yaratma, dış proje kredisi sağlama ve diğer yöntemlerle kaynak temini işlemlerini birincil ve türev piyasalarda yapabilecek, ulusal yatırımlar ile uluslararası alanlarda diğer devletler ve/veya yabancı şirketlerce yapılacak yatırımlara iştirak edebilecektir.

Merkezinin İstanbul'da olması planlanan şirketin en az beş kişiden oluşacak bir yönetim kurulu olacak, yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdürü Başbakan tarafından atanacaktır. Yasada, atanacak bu kişilerin ekonomi, finans, hukuk, maliye ve bankacılık alanlarından en az birinde asgari beş yıllık deneyim sahibi olması gerektiği koşulu yer almaktadır¹¹. Şirket iç tüzüğü hazırlanıp ticaret siciline tescil edildikten sonra TVF kurulmuş olacak, TVF ve alt fonların kuruluşu, yapısı, işleyişi, yönetimi ve yapacağı işlemler şirket esas sözleşmesi ve içtüzüğüne uygun olarak belirlenecektir. İchtüzükte yatırım yapılabilecek varlıklar ve portföy yönetim ilkeleri, portföyün yönetimine ve saklanmasına ilişkin esaslar, fon malvarlığından yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslar yer alacaktır. Bakanlar Kurulu Kararında, şirketin yönetim kurulunun her bir alt fon için yatırım komitesi oluşturacağı, ayrıca bir icra kurulu *oluşturabileceği* belirtilmiştir. Yatırım komitelerinde en az bir yönetim kurulu üyesi, genel müdür, bir portföy yöneticisi ve gerekirse şirket dışından fonun yatırım stratejisine uygun kişiler görevlendirilebilecektir. Her bir alt fon kuruluşunda, yönetim kurulunun bir fon kuruluş belgesi hazırlaması (md.20), “şirket tarafından yönetilmesine karar verilen fonlara ilişkin olarak ilgili fondan sorumlu kuruluş ile bir fon yönetim sözleşmesi akdedil”mesi (md.21) öngörülmektedir.

Önceki bölümde, UVF'lerin devlet sahipliğinde olmasına rağmen verilen genel direktifler çerçevesinde kendi yatırım kararları açısından siyasi otoriteden bağımsızlığının öneminden ve bunu gerçekleştirebilmek için de varlık yönetimi sorumluluklarının yukarıdan aşağıya doğru devredildiği bir yapı kurulması gerektiğinden söz etmiştik. Türkiye Varlık Fonunun yönetim şemasını bu

açından incelediğimizde ilk aşamada parlamentonun kanunu onaylamak dışında fonun yönetimine ilişkin bir yetkisinin olmadığı görülmektedir. Oysa bazı sistemlerde parlamentonun genel çerçeveyi belirlediğini ve fonun risklilik düzeyini saptayabildiğini belirtmiştik. Şirketin yönetim kurulunun başbakan tarafından atanması, diğer ülke uygulamalarıyla da uyumlu görünmekle birlikte başbakanın ya da Bakanlar Kurulunun yönetim kuruluna ne şekilde bir talimat vereceği yasa veya Bakanlar Kurulu kararında düzenlenmemiştir. Yalnızca şirketin yönetim kurulunun üç yıllık stratejik yatırım planını hazırlaması ve Bakanlar Kurulunun onayına sunması öngörülmektedir. Buna ek olarak şirketin genel müdürünün yetki ve sorumlulukları belirlenmemiş, hatta yönetim kurulu başkanı ve genel müdür olarak tek ve aynı kişinin atanması yapılmıştır. Bu şekilde TVF A.Ş.'nin yönetim yapısı, Şekil.2'de verdiğimiz yönetim yapısına uygunluk göstermemektedir. Bir CEO veya genel müdür şirketin yönetiminden sorumlu olmayınca, TVF'nin ve alt fonların kuruluş ve işleyişine dair tüm yetkiler Başbakanın atadığı şirketin yönetim kurulunda toplanmış görülmektedir.

TVF özel hukuk hükümlerine tabi bir özel şirket statüsünde kurulduğu için denetiminin de şirketin iç denetim birimlerinin yanı sıra Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde bağımsız denetim kurumları tarafından yapılması öngörülmektedir. Bağımsız denetim bilindiği gibi esas olarak hisse sahiplerinin, kredi verenlerin ve diğer ilgili tarafların şirketin faaliyetlerini doğru izleyebilmesi ve risklerini denetleyebilmesi açısından yapılır. Fakat burada aynı zamanda devlet sahipliği söz konusu olduğu ve kamu kaynakları kullanıldığı için devlet tarafından da bir denetim yapılması gerekmektedir. Kanuna göre bunu gerçekleştirmek üzere Başbakan tarafından görevlendirilecek, sermaye piyasaları, finans, ekonomi, maliye, bankacılık, kalkınma alanlarında uzman en az üç merkezî denetim elemanı,¹² fonun denetimden geçmiş mali tablo ve faaliyetleri hakkında rapor hazırlayıp Bakanlar Kuruluna sunacaktır. Bu raporun ve dış denetim raporuyla mali tablo ve faaliyetlerin aynı zamanda Ekim ayında Başbakanlık tarafından TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna gönderilerek denetlenmesi öngörülmüştür.

Biçimsel olarak bakıldığında TVF'nin denetim süreçlerine ilişkin yapı uygun bir şekilde kurulmuş gibi görünmektedir. TVF'nin bir özel şirket statüsünde olması vasfıyla iç denetim birimleri kurulması ve dış denetime tabi olması açısından bir sorun görülmesi de devlete ve halkın temsilcilerine hesap verebilirlik açısından üzerinde durulması gereken noktalar bulunmaktadır. Birincisi, şirketin faaliyetlerini denetleyecek kişileri atayacak olan, şirketin sahibi olan Başbakandır ve başbakan tarafından atanan bu kişilerin yapacağı

denetim, Sayıştay denetiminden farklı olarak “TBMM adına bir denetim” olarak ifade edilmemiştir. Bu açıdan Başbakanın merkezî denetim elemanlarına yaptıracağı denetim de kamuya hesap verebilirlik değil, hiyerarşik denetim olarak anlaşılmalıdır. İkincisi, TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna verilen denetim yetkisinin gerçek bir denetimi içermeyeceği açıktır. Komisyona bu belgelerin sunulması ancak bir raporlama niteliği taşıyacak, komisyonun büyük çoğunluğunun iktidar partisi vekillerinden oluştuğu da düşünüldüğünde sonuç yaratıcı bir denetleme faaliyeti gerçekleştirilemeyecektir. Kamusal kaynakları kullanan, kamu dengelerini büyük ölçüde etkileyebilecek olan bu fonun kamusal denetimindeki eksiklikler hükümetin TBMM’ye karşı hesap verebilirliği açısından da önemlidir.

TVF’nin Kaynakları ve İşleyişi

TVF, Özelleştirme Fonundan aktarılacak 50 milyon TL başlangıç sermayesi ile kurulmuş ve finansman kaynakları kanunun 4. maddesinde dört başlık altında sıralanmıştır.

İlk olarak belirtilen kaynağın, “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” oluşacağı belirtilmektedir. Kısacası, Özelleştirme Yüksek Kurulu, nakit fazlası olduğuna karar verdiği miktarları TVF’ye aktaracaktır. Bugüne kadar yapılan büyük ölçekli özelleştirmelerin gelirleri, bütçe açıklarının kapatılmasında ve borç yükünün azaltılmasında kullanıldığından, özelleştirme fonunda fazla bir kaynak kalmadığı söylenebilir. Fakat hâlihazırda özelleştirme kapsamında olan Milli Piyango, İzmir Liman İşletmesi, otoyollar ve köprüler gibi çok sayıda kuruluş ve varlık bulunmaktadır¹³. Buna ek olarak TVF kanunu gündemdeyken aynı günlerde çıkarılan 6745 sayılı torba kanunun 35. maddesi özel bütçeli idarelere ait ticari amaçlı kuruluşlardaki hisseler ile varlıklardan bu idarece Özelleştirme İdaresi Başkanlığına (ÖİB) bildirilenlerin, bu kanun hükümleri çerçevesinde özelleştirilebileceğine ilişkin düzenlemeyi içeriyordu. 100’ün üzerinde yükseköğretim kurumuna ek olarak elliye yakın kamu kurumun arsa, arazi ve varlıklarının, bu kurumların yöneticilerince ÖİB’e bildirilmesiyle büyük bir özelleştirme kaynağının elde edilmesi umuluyordu. Çok tartışma yaratan bu tasarı komisyonda kabul edilmesine rağmen, Genel Kurul görüşmeleri sırasında torba yasadaki çıkarılması önergesi kabul edildiği için şimdilik bu kaynağın özelleştirme kapsamına alınmadığını söyleyebiliriz. Fakat basına yansıyan haberlere göre Maliye Bakanı Naci Ağbal, “Türkiye’deki yatırımları artırmak ve büyümeyi desteklemek için hayata geçirilen Varlık

Fonu'na kaynak sağlamak için özelleştirme portföyünü büyüteceklerini ve daha *agresif* bir özelleştirme politikası uygulayacaklarını” belirtmiştir (Star, 28/9/2016). Bütün bunlar, özelleştirmelerin kapsamının genişletilerek fona kaynak aktarılmasının planlandığını göstermektedir.

TVF'nin finansmanı için ikinci olarak belirtilen kaynak, “kamu kurum ve kuruluşlarının ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan; Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına karar verilenler” olarak belirtilmiştir. Yani Bakanlar Kurulunun, ihtiyaç fazlası olduğuna karar vereceği kamu kesimi kaynak, varlık ve gelirlerinin fona devredilmesi öngörülmekte ve öncelikli olarak kamu kurumlarının elindeki fonların TVF'ye aktarılması planlanmaktadır.

Hangi fonların TVF'ye devredileceği konusunda Bakanlar Kurulu yetkili kılındığına göre, kamu kesiminin tasarrufunda olan bütün fonların bu TVF'ye devredilmesi ihtimali vardır. Kamuoyunda sıklıkla tartışılan Bireysel Emeklilik Sisteminin özel firmalar tarafından yönetilmesi dolayısıyla bunları doğrudan kamu fonu olarak değerlendirmek doğru olmamakla birlikte, kanunun gerekçesinde de belirtildiği üzere bu sistemden TVF'ye kaynak beklendiğini söyleyebiliriz. Her ne kadar Maliye Bakanı komisyon görüşmeleri sırasında kamu fonlarını kaynak olarak kanun metnine yazmadıklarını belirtse de¹⁴ işsizlik fonu ve kıdem tazminatı fonu gibi kamu fonlarının gelirlerinin bu madde kapsamında fona devredilmemesi için bir engel görünmemektedir.

Bu madde kapsamında asıl beklenen gelir kaynağı, kanunun gerekçesinden, Bakanların TBMM komisyon görüşmelerindeki beyanlarından ve basında yer alan demeçlerinden çıkarılabilir. Gerekçede yer alan “otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması” ifadesi, daha sonra Ekonomi Bakanının beyanlarıyla da açıklığa kavuşmuştur. Boğaz köprüleriyle üçüncü havalimanının gelirlerinin fon kapsamına alınacağını belirten Ekonomi Bakanı bu konuyu şu şekilde ifade etmektedir (Sabah, 14/10/2016):

“3. Havalimanı için her yıl Hazine'ye 1 milyar olmak üzere 25 yılda 25 milyar euro ödenecek. Hazine'ye diyeceğiz ki, bu gelirini devret. Bu gelir de uluslararası piyasalarda satılacak. Kanal İstanbul dehşet bir proje. Darphane gibi para basan köprü gelirlerimiz var. Bu haklar fona devredilince, ben bu geliri bugünden 10 yıllığına satacağım. Hazine'ye de bu geliri aynen ödeyeceğim. Bütün gayrimenkul ve taşınmazları tek tek kâğıda çevireceğiz.”

Görüldüğü gibi tamamlanmış projeler ve finansmanında sıkıntı çekilen yeni projeler için TVF ile “projeye dayalı finansman” ve “menkul kıymetleştirme” adı altında yeni bir yönteme başvurulmak istenmekte; kamu kesimine ait gayrimenkul ve taşınmazların gelirlerinin pazarlanması planlanmaktadır.

Aynı madde içerisinde değerlendirilebilecek ve açıkça ifade edilmiş bir başka kaynak, turizm sektörüne tahsis edilmiş kamu arazileriyle ilgili olarak karşımıza çıkmaktadır. Bilindiği gibi Hazineye ve Orman Genel Müdürlüğüne ait olan araziler 1982 yılında çıkarılan Turizmi Teşvik Kanunu çerçevesinde turizm merkezindeki yatırımcılara 49 yıllığına tahsis edilmiştir. Bu süre boyunca Hazineye her yıl düzenli olarak ödeme yapılmaktadır; sürenin sonunda ise kamu arazileri Turizm Bakanlığına devredilecektir. Burada planlanan, Hazinesinin gelirlerinin TVF’ye devredilmesiyle fonun bu gelirlere dayalı menkul kıymetler çıkarması ve bunları pazarlamasıdır. Bu konuya ilişkin olarak Ekonomi Bakanı’nın komisyon görüşmelerindeki açıklamalarının¹⁵ yanı sıra Maliye Bakanının basına yansıyan açıklaması şu şekildedir (Habertürk, 30/8/2016):

“Örneğin Maliye Bakanlığı’nın elinde sahil bölgelerinde çok sayıda turizm tesisi var. Bunlar irtifa hakkı ile işletmecilere verilmiş yerler. Biz onlardan yıllık kira alıyoruz. Büyük bir varlık ama şu anda pasif. Biz bunu fon bünyesine devredersek tamamen profesyonel yönetim ilkelerine göre bu varlık menkul kıymetleştirilebilir. Gelirler de bu menkul kıymetleştirme yoluyla toplanabilir.”

Gerek büyük projeler için, gerekse turizm tesisleri için buralardan elde edilen veya edilmesi beklenen gelirlerin ikincil piyasalarda pazarlanarak bir kaynak yaratılması planlandığı görülmektedir. Fakat, bu iki alana konu olan gayrimenkullerin sadece gelirleriyle sınırlı kalınmayıp kendilerinin de satışa konu edilmesi ihtimal dâhilindedir. Nitekim Ağbal’ın “bütün gayrimenkul ve taşınmazları tek tek kağıda çevireceğiz” cümlesi, yanlış ifade edilmediyse, bunu göstermektedir. Turizm tesisleriyle ilgili olarak da bu tesislerin devredilmesi için yaklaşık 20 yıllık bir sürenin kaldığını, bu sektördeki yatırımcıların son bir yenileme yatırımı yapıp tesisleri harabe halinde devlete devretmektense önce bu tahsisli arazilerin değerinin likit hale getirilmesi, ardından yatırımcılara satılmasının uygun olacağı yönünde görüşler de vardır (Özen, 2016):

“Özellikle katılım bankalarının güçlendirilmek istendiği bu dönemde tahsisli araziler karşılığında çıkarılacak sukuklar¹⁶ piyasada kolayca

satılabilecektir. Sadece Belek'te bulunan 49 otel ve 12 golf arsasının karşılığında çıkarılacak bonolar ile 10 Milyar TL'ye ulaşacak bir kaynak sağlanabilir. Tüm Türkiye'deki araziler ele alındığında ise ortaya çıkacak rakam 2B arazilerinden beklenen fakat ulaşılamayan rakamları kat be kat aşacaktır.

Ayrıca Varlık Fonu A.Ş. tahsis sürelerinin sonunda isterse arsaları yatırımcılara satabilme özgürlüğüne de kavuşur.

Bakanlık tahsisli arazileri satmaya kalktığında geçmiştekine benzer bir muhalefetle karşılaşabilir. Fakat piyasanın içinde hareket eden varlık fonuna kimse karışamaz. (...) Mülkiyet hakkı ile yatırımcının manevra alanı daha da genişleyecektir."

Bu görüş, kamu arazilerinin mülkiyetinin satışını önermesinin yanı sıra kanunun gerekçesinde yer alan İslamî finansman araçlarının yaygınlaştırılması konusunu da kapsamı ve bu bağlamda hükümetin görüşlerini yansıtması açısından önemlidir.

TVF'nin finansmanı için yasada üçüncü olarak "Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklar" yer almaktadır. Bu ifadeyle kastedilen esas olarak, Hazine'den izin almadan yapılacak borçlanmalardır. Ayrıca kanunun 10. maddesi ile de Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanuna bir ekleme yapılarak TVF A.Ş. ve bağlı fon ve şirketlerin, Hazine'den izin almaksızın, her türlü dış imkân sağlamalarına ve diğer kurum ve kuruluşlar lehine garanti verebilmelerine olanak tanınmıştır. Böylece Türkiye Varlık Fonu ve bağlı kuruluşlar, Hazine'nin izni olmadan borçlanabilecektir.

Son olarak ise TVF'nin "para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklar"dan finansman sağlayabileceği belirtilmiştir. Bu madde, komisyonda tartışma konusu olmuş, para ve sermaye piyasaları dışında başka bir kaynak olamayacağı için yasadaki çıkarılması önerilmiş, fakat bu konudaki soruya herhangi bir yanıt verilmemiş ve bu ifade yasadaki yerini korumuştur.

Görüldüğü gibi başlangıçta çok düşük bir sermayeyle kurulmasına rağmen TVF'ye, Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun kararıyla özelleştirme gelirlerinden, Bakanlar Kurulunun kararıyla kamuya ait fonlardan ve gelirlerden kaynak sağlanması ve Hazine'nin izni olmadan sınırsız bir şekilde borç alabilmesi imkânı tanınmıştır.

Kamusal kaynaklarla finanse edildiği halde özel şirket gibi yurtiçi ve yurtdışındaki finansal piyasalarda faaliyet göstermesi istenen bu şirketin, tanınan istisna ve muafiyetlerle özel şirketlerde olmayan ayrıcalıklarla donatıldığı görülmektedir. Kanununun 8. maddesi, muafiyet ve istisnaların sayıldığı 6 fıkradan oluşmaktadır ve kanun metninin yaklaşık üçte birini bu bölüm oluşturmaktadır. Şirket, TVF ve alt fonlar, gelir, kurumlar ve emlak vergisinden, yaptıkları işlemler damga, banka ve sigorta muameleleri vergisi, kaynak kullanımı destekleme fonundan ve başka birçok vergi, harç ve katılma payından muaf tutulmuştur. Finansal piyasalarda özel sektörle rekabet halinde çalışması planlanan TVF'ye tanınan bu denli 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 tartışma konusudur.

Benzer şekilde devlet sahipliğinde olan ve kamusal kaynakları kullanacak olan TVF'nin, kamu kesimini düzenleyen birçok kanuna da tâbi olmayacağı öngörülmektedir. Sayıştay Kanunu, Devlet Memurları Kanunu, Kamu İhale Kanunu, Rekabetin Korunması Hakkında Kanun, Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanun gibi kamu kesimine ilişkin olarak çok sayıda kanunun ve kamu kurum ve kuruluşlarına personel alınmasına dair ilgili mevzuat hükümlerinin Şirket, TVF ve alt fonlar için uygulanmayacağı hükmüne bağlanmıştır. Bu durum, en temelde, şirketin genel müdürünün ve yönetim kurulu üyelerinin statüsünün ve ücretlerinin nasıl belirleneceği, kamusal kaynakların elde edilmesinde ve yapılacak işlemlerde özelleştirme, kamu ihale kanunu, rekabetin korunması gibi kanunlara tabi olmadan nasıl işlem yapılacağına dair çok ciddi soruları gündeme getirmektedir.

Türkiye Varlık Fonunun İktisadi ve Siyasi Riskleri

Türkiye Varlık Fonunu bir bütün olarak değerlendirdiğimizde, başbakanın yönetiminde, aşırı yetkilerle donatılmış, özel hukuk ve kamu hukuku açısından birçok kanuna tabi olmayan ayrıcalıklı bir şirket olarak yapılandırıldığı görülmektedir. Bu şirketin yurtiçi ve yurtdışındaki para ve sermaye piyasalarında her türlü işlemi yapabilmesi, sınırsızca borçlanabilmesi ve yaptığı işlemlerin esas olarak özel firmalardaki denetim usullerine tabi olması öngörülmektedir. Fakat her ne kadar özel bir şirket gibi yapılandırılmış olsa da devlet sahipliğinde olması ve kamusal kaynakları kullanması bakımından diğer UVF'lerde olduğu gibi TVF de hem özel hem kamusal bir kurum olarak siyasi ve kurumsal riski bir arada taşımaktadır. Siyasi bir kriz, şirketin zarar etmesi ve iflasiyla sonuçlanabileceği gibi şirketin zarar etmesi veya burada ortaya çıkan yolsuzluklar da bir siyasi krize neden olabilir. Bu nedenle TVF'nin

meşruiyeti, şeffaflığı, hesap verebilirliği, yurtiçi kurumlarla koordinasyonu ve mali disiplin, üzerinde titizlikle durulması gereken noktalar olarak ortaya çıkmaktadır.

Yukarıda söz edilen siyasi ve kurumsal riskler bütün UVF'ler için geçerli olmakla beraber, Türkiye Varlık Fonu, aşırı yetkilerle donatılmış, amaçları açıkça tanımlanmamış, Merkez Bankası ve Hazine gibi kurumlarla koordinasyon içinde olmayan ve yurtiçinden kaynak toplayacak ve yurtiçine yatırım yapacak bir kurum olarak çok daha büyük riskleri içerisinde barındırmaktadır.

Birincisi, Türkiye Varlık Fonunun amaçlarının açıkça tanımlanmamış olması, fonun izleyeceği yatırım stratejisinin izlenmesini de olanaksız hale getirmektedir. Oysa büyük bir kaynağın teslim edileceği bu şirketin bu kaynakları amaca uygun bir şekilde kullanıp kullanmadığının, ülkenin genel iktisat politikasıyla uyumlu hareket edip etmediğinin izlenmesi sadece şirketin sahibi olan devlet yetkililerine karşı değil, aynı zamanda fona kaynak sağlayan vatandaşlara karşı da bir sorumluluktur. Amaçların açıkça tanımlanmadığı bir fonda hesap verebilirlik, şeffaflık ve fonun meşruiyeti sekteye uğrayacak, yolsuzluk riski artacaktır.

İkincisi, TVF bu yapıyla önemli iktisadi riskleri bünyesinde barındırmaktadır. Kanunun gerekçesini ve TVF'nin kaynaklarını daha yakından incelediğimizde asıl amacının en genel ifadeyle gelir yaratmak olduğu anlaşılmaktadır. TVF'nin, iki temel gelir kaynağından birisi mevcut gelir ve gayrimenkuller üzerinden hisse senedi, sukuk gibi araçlarla yaratacağı türev finansal ürünler, ikincisi ulusal ve uluslararası piyasalardan borçlanmasıdır.

TVF'nin hem gelirini hem yatırım alanlarını dayandırdığı türev ürünlerine bağlı yapısı son derece kırılgan bir durum oluşturacaktır. Diğer ülke örneklerinde UVF'lerin temel stratejisi riski dağıtarak uzun vadeli getiri sağlamak için ülke içi risklerin tersine hareket edecek yurtdışı alanlara yönelmek olmasına rağmen Türkiye'de bunun tam tersi yapılmakta, zaten riskli olan yurtiçi uzun vadeli yatırımlara yönelik¹⁷ türev ürünler çıkartılması planlanmaktadır. Bu kâğıtların değerinde ortaya çıkabilecek ani bir düşüşün ülke ekonomisine ve sözü geçen projelere zararının yanında, ülke ekonomisinde çıkabilecek bir krizin bu kâğıtların değerine yansması kaçınılmazdır. Ayrıca dünyada halen yaşanmakta olan iktisadi krizin ortaya çıkışındaki en önemli nedenin bu tür türev ürünler olduğu da unutulmamalıdır.

İkinci temel risk kaynağı, fona verilen sınırsız borçlanma yetkisidir. Türkiye Varlık Fonu'nun 4749 sayılı Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun kapsamı dışına çıkarılması ve Hazine Müsteşarlığına 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.

Bir başka önemli nokta, mali disiplinle ilgili olarak ortaya çıkabilecek sorunlardır. Bir yandan kamu kurumlarının mevcut fonları TVF'ye aktarılacağı için bütçe gelirlerinde bir azalma ortaya çıkması, bir yandan da yüksek maliyetli ve sınırsız borçlanmayla borç yükünün artması ihtimal dâhilindedir. TVF'nin gelirleri ve harcamaları özel şirket statüsü nedeniyle kamu hesaplarına girmeyeceği gibi kamu hesaplarına konsolide edilmesi de mümkün görünmemektedir. Bütün bunlara ek olarak Hazine Müsteşarlığının yönettiği borçlanma işlemlerini ve Merkez Bankasının yönettiği para piyasası işlemlerini etkileyecek olan TVF'ye birçok konuda yetki verilmiş ve muafiyet tanınmış, fakat bu kurumlar arasında bir koordinasyon mekanizması tanımlanmamıştır. Bu durum, hazinenin birliği ilkesine aykırılık teşkil etmekte, TVF ile bir tür paralel Hazine kurulduğu yönünde kaygılar uyandırmakta, mali disiplin ve iktisat politikalarının koordinasyonu açısından önemli bir risk doğurmaktadır.

Son olarak, son derece geniş yetkilerle donatılmış olan TVF, yapısı, kaynakları ve planlanan faaliyetleri açısından bakıldığında bir yolsuzluk riskini de barındırmaktadır. Türkiye Varlık Fonunun benzeştiği Ulusal Kalkınma Fonlarında yolsuzluk yapma ihtimalinin daha yüksek olduğu bilinmektedir. Kalkınma fonlarının yurtiçindeki şirketlere uygun olmayan yatırımlar yapabilmesi ve rant kollama faaliyetlerine açık olması bunun en temel nedenidir. Ayrıca fonun kötüye kullanılabilmesi de mümkündür. En basit şekliyle UVF'ler oy satın almak ve destekleyicileri ödüllendirmek için ve siyasi patronaj için kullanılabilir (Rose, 2015:11). Bunun en bilinen örneği, Malezya'nın 1MDB adlı Kalkınma Fonu ile ilgili olarak ortaya çıkan skandaldır. Malezya Başbakanının, bu fondan milyonlarca doları seçim kampanyalarında kullandığı, kişisel hesabına ve yakınlarının hesabına büyük miktarda paralar aktardığı, ayrıca 2009'da kurulan bu fonun, 6 yıl içerisinde

12.9 milyar dolar zarar ettiği, bu dönemde fonun üst düzey yetkililerinin 3.5 milyar dolardan fazla bir miktarı zimmetine geçirdiği ve bir çok ülkede elde edilen bu paraların kara para aklamak suretiyle harcandığı bildirilmiştir¹⁸. Bu fonla ilgili olarak halen 10 ayrı ülkede soruşturma yürütülmekte, kara para aklama iddiasına konu olan kurumlar kapatılmaktadır. Başta da belirttiğimiz gibi şirketin riskleriyle siyasi risklerin iç içe girdiği bir yapıda ortaya çıkacak bir yolsuzluğun iktisadi ve siyasi bir kriz doğurması da mümkündür.

Sonuç

Türkiye Varlık Fonu, tasarruf ve döviz fazlasını değerlendirmek üzere kurulan Ulusal Varlık Fonları açısından bakıldığında geleneksel varlık fonlarından ayrı bir yerde durmaktadır. Hem cari açık hem de bütçe açığı veren bir ülke olarak Türkiye'nin değerlendireceği bir tasarruf fazlası bulunmamaktadır. Buna karşın Türkiye Varlık Fonu'nun, UVF sınıflandırması içerisinde olup olmadığı tartışmalı olan Ulusal Kalkınma Fonlarına daha yakın bir fon olduğunu söylemek mümkündür. Ancak burada da başka bir sorun karşımıza çıkmaktadır. TVF'nin amaçları açısından bir inceleme yaptığımızda birbiriyle çelişebilecek çok sayıda amacın sıralandığı ve istikrar, İslami finansal araçların geliştirilmesi gibi konuların da fonun amaçları arasında yer aldığı görülmektedir. Bu nedenle TVF'nin geleneksel Ulusal Varlık Fonlarından birisi olmadığını söylemek mümkündür.

Türkiye Varlık Fonunun kuruluşundaki gerçek amaç, fonun kaynakları ve kanunun gerekçesindeki amaçlar dikkatle incelendiğinde ortaya çıkmaktadır: Kamuya ait arazilerin, yolların, köprülerin gelirlerinin ve mümkün olduğu ölçüde bunların mülkiyetlerinin satışı yoluyla gelir sağlamak. Fonun gerçek amacını bu şekilde ortaya koyduğumuzda fonun amaçlarındaki karmaşa ortadan kalkmakta, araçlarla amaçlar ve finansman yöntemlerinin birbirine karışması sorunu da çözülmüş olmaktadır. TVF, hem finansmanını hem yatırım yapacağı alanları kamu varlıklarına ve bunların üzerinde yapılan otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı gibi büyük projelere dayandıracaktır. Anlaşılan odur ki Varlık Fonu ifadesindeki “varlık”, kamu varlıklarını ifade etmektedir, Ulusal Varlık Fonlarındaki “wealth” sözcüğünün Türkçe karşılığını değil.

Türkiye Varlık Fonunun 1980'li yıllarda sayısı çığ gibi artan ve gelirleri 1990 yılında konsolide bütçe gelirlerinin yaklaşık %60'ına ulaşan (Oyan/Aydın, 1991:24)¹⁹ bütçe dışı fonlara benzerliği, ancak bütçe mevzuatından ve disiplininin azade yapısı dolayısıyla kurulabilir. TVF, bütçe dışı fonlardan farklı olarak, kamusal kaynakların başbakana bağlı bağımsız bir şirkete teslim

edilmesi ve finansal piyasalarda bunlar üzerinden işlem yapılması esasına dayandığından bütçe dışı fonlardan çok daha büyük riskler içermektedir.

Türkiye Varlık Fonu'nun yapısı, finansman kaynakları ve planlanan işlemleri sonucunda ortaya çıkabilecek iktisadi ve siyasi riskleri bir önceki bölümde tartıştığımızdan burada tekrarlamayacağız. Fakat son olarak belirtmek gerekir ki, Ulusal Varlık Fonları genelde petrol gibi doğal kaynakların tükenmesi veya gelecekte ortaya çıkabilecek risklere karşı gelecek kuşakların refahını garanti altına almak üzere kurulan fonlar olmasına karşın, Türkiye Varlık Fonu tam tersi bir görünüm sergilemektedir: Kamu arazileri ve geçmiş nesillerin birikimleriyle oluşturulan varlıkların bu şirket eliyle finansal piyasalara aktarılmasıyla gelecek nesillerin refahı tehlikeye atılmaktadır.

DİPNOTLAR

- 1 Erişebildiğimiz kadarıyla bugüne kadar yayınlanan akademik makaleler, Akbulak/Akbulak(2008), Hacıhasanoğlu/Soytaş (2010), Yalçiner/Süreklı (2015), Dedekoca (2012). Bunlardan yalnızca Yalçiner /Süreklı (2015) Türkiye için bir model önermiştir, bu modeldeki önerilerin bazılarının Türkiye Varlık Fonu için uygulanması dikkat çekicidir.
- 2 Demokrasi endeksi, beş farklı kategori açısından ülkelerin demokrasisini değerlendiren ve teorik olarak en yüksek değerin 10 olduğu bileşik bir endeks olup 2015 için en yüksek endeks değerine sahip ülke Norveç'tir. Ülkelerin yönetim biçimine ilişkin yapılan çalışmalardan üretilen başka endeksler kullanıldığında da benzer bir tablo görülmektedir [örn. Polity, IV. (2012)]. Aynı zamanda büyük fonlara sahip ülkelerin kamu sektörü yolsuzluk endeksi değerleri de (Norveç gibi ülkeler hariç), genellikle benzer bir eğilimi yansıtmaktadır.
- 3 2008'den günümüze kadar kurulan fonlarla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. SIL (2016). Ayrıca SIL (2016), Lüksemburg, Uganda, Çad, Kenya, Mozambik, Namibya, Tanzania, Zambiya, SierraLeone, Slovenya, Güney Afrika ve Grönland'da da UVF'lerin ilan edildiğini ancak kriterlerine uymadığı için bu ülkeleri analizlerine dâhil etmediğini belirtmektedir.
- 4 UVF'lerin yönettiği varlıkların değeri UVF tanımının kapsamına göre değiştiğinden farklı rakamlar söz konusu olabilir. Aynı zamanda UVF'lerle ilişkin analizlerde bazı ülkelerin fonları kapsamazken, bazıları kapsandığı için çeşitli kaynaklardaki toplam UVF sayıları da farklılık göstermektedir.

Burada, bağımsız bir kurum olan Sovereign Wealth Funds Institute'ün web sayfasında yer alan son değerler alınmıştır.

- 5 Karşılaştırma için bkz. <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
- 6 Türkiye için bu denetim işlevi, Sayıştay'a denk düşmektedir.
- 7 Rakamlar TBMM Genel Kurul tutanaklarından alınmıştır. Türkiye Büyük Millet Meclisi Genel Kurul Tutanağı (2016:77).
- 8 Kanun ve karar için bkz: Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (2016), Resmi Gazete, 29813, 26 Ağustos 2016. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Karar (2016), Resmi Gazete, 9429, 9 Kasım 2016
- 9 Örneğin Santiso, J. (2008); Clark ve Monk (2015)
- 10 TBMM'ye gönderilen kanun metninin ilk taslağında fonun amacı yer almamaktadır. Komisyon görüşmelerinde gelen itirazlar sonrasında kanun metninin ilk maddesine bazı amaçlar eklenmiştir.
- 11 Şimdiye kadar Başbakan tarafından sadece mevcut Özelleştirme İdaresi Başkanı şirketin genel müdürü ve yönetim kurulu başkanı olarak atanmış, diğer atamalar henüz yapılmamıştır.
- 12 Merkezî denetim elemanı, kamu idarelerinin merkez teşkilatlarında görevli denetim elemanlarını ifade etmektedir.
- 13 Özelleştirme portföyündeki kuruluşlar için bkz. OİB (2016). Otoyolların ve köprülerin özelleştirilmesi işlemlerinde daha önce sadece işletme haklarının verilmesi yöntemi uygulanabiliyorken 2014 yılında yapılan bir kanun değişikliğiyle özelleştirme kanununda sayılan yöntemlerin uygulanabilmesine imkân tanınmış, hisse satışına karar verilmesi durumunda şirketleşme işlemlerinin nasıl olacağı belirlenmiştir. (OİB, 2016)
- 14 TBMM Komisyon Tutanağı (2016: 63)

- 15 TBMM Komisyon Tutanağı (2016: 6).
- 16 Sukuk, SPK tarafından “Kira Sertifikaları” olarak 2010’da onaylanmış Türkiye’de en yaygın kullanılan İslamî finansman aracı olup, varlığa dayalı sertifikalardır. İslamî finansman araçlarıyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Tok, A (2009).
- 17 Yap-işlet devret yöntemiyle yapılan bu büyük projelerin riskleri için bkz. Sönmez (2016).
- 18 Malezya Fonu ile kapsamlı bir dosya hazırlayan Wall Street Journal’ın haberi için bkz. WSJ (30/3/2016).
- 19 Bütçe dışı fonlarla ilgili olarak ayrıca bkz. Oyan vd. (1991).

KAYNAKÇA

- Aguilera, R. V./ Capapé, J./ Santiso, J. (2016), “Sovereign Wealth Funds: A Strategic Governance View”, Forthcoming in *Academy of Management Perspectives*, <http://ssrn.com/abstract=2612813>. Son Erişim Tarihi: 1.10.2016
- Akbulak, S. / Akbulak, Y. (2008), “Ulusal Varlık Fonları”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, (Cilt XXV, Sayı 8), 237 – 262.
- Alhasel, B. (2015), “Sovereign Wealth Funds: A Literature Review”, *Journal of Economics and Business*, (Cilt: 78), 1-13.
- Bloomberg HT (23/8/ 2016), “Roubini: Türkiye’ninki Aslında Varlık Değil Kalkınma Fonu”, <http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1909432-roubini-turkiyeninki-aslinda-varlik-degil-kalkinma-fonu>. Son Erişim Tarihi: 1.10.2016
- Bortolotti, B./ Fotak, V./ Megginson, W. L. (2015). “The Sovereign Wealth Fund Discount: Evidence From Public Equity Investments”. *Review of Financial Studies*, v 28 n 11, s. 2993-3035
- Clark, Peter B./Monk, A. H. B., “Sovereign Development Funds: Designing High-Performance, Strategic Investment Institutions” (September 30, 2015). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2667974>

- Csoma, R. (2015), "Appreciation of the Role of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy", *Public Finance Quarterly*, (Cilt: 2), 270-287.
- Dedekoca, E. (2012), "Devlet Yoluyla Kapitalizm", *21. Yüzyılda Sosyal Bilimler*, (Cilt:1), 73-89.
- Dixon A. D./Monk, A. H. B. (2016), *A Simple Typology of Sovereign Development Funds* Rietveld, M./Toledano, P. (der.) *The Frontiers of Sovereign Investment* (US:Columbia University Press).
- EIU (2016) "*Democracy Index 2015, Democracy in an Age of Anxiety*" http://www.eiu.com/public/topical_report.aspx?campaignid=DemocracyIndex2015 Son Erişim Tarihi: 10.9.2016.
- Habertürk (30/8/2016), "Sahilin Geliri Türkiye'nin Varlığı Olacak", <http://www.haberturk.com/ekonomi/is-yasam/haber/1289504-sahilin-geliri-turkiyenin-varligi-olacak>
- Hacıhasanoğlu E./Soytaş, U. (2010), "Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü", *MARC Working Paper Series*, 2.
- IFSWF (2014), "*Santiago Principles: 15 Case Studies, How IFSWF Members Implement the Santiago Principles*", International Forum of Sovereign Wealth Funds. Published at the IFSWF's 6th Annual Meeting in Doha.
- IMF (2013), "Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management", *IMF Working Paper*, WP/13/ 231.
- IWG (2008), "*Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices 'Santiago Principles'*", International Working Group of Sovereign Wealth Funds. www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf
- OİB (2016). Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, www.oib.gov.tr Son Erişim Tarihi: 12.10.2016.
- Oyan O./ Aydın, A. R. (1991), "*Türkiye'de Maliye ve Fon Politikaları, Alternatif Yönelişler*", (Ankara: Adım Yayıncılık).
- Oyan, O./Aydın, A. R./ Konukman, A. (1991), "*Türkiye'de Fon Sisteminin Kamu Kesimi İçindeki Yeri ve Ekonomik İlişkileri*", (Ankara: TOBB Yayınları).

- Özen, K. T. (2016), “Türkiye Varlık Fonu ve Tahsisli Arazilerin Durumu”, *Turizm Gazetesi*, 5/9/2016, <http://www.turizm gazetes i.com/article.aspx?id=81309>. Son Erişim Tarihi:10.9.2016.
- Polity, IV. (2012). “Polity iv Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800-2012”. <http://www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm>. Son Erişim Tarihi: 2.10.2016.
- Preşin (2016a), “*The 2016 Preşin Global Private Equity & Venture Capital Report*”-Sample Pages, https://www.preşin.com/docs/samples/2016-Preşin-Global-Private-Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample_Pages.pdf. Son Erişim Tarihi: 2.10.2016.
- Preşin (2016b), “*The 2016 Preşin Global Hedge Fund Report*” - Sample Pages, <https://www.preşin.com/docs/samples/2016-Preşin-Global-Hedge-Fund-Report-Sample-Pages.pdf>. Son Erişim Tarihi: 2.10.2016.
- Rose, P. (2015), “Sovereign Funds and Domestic Political Legitimacy, Public Law and Legal Theory” *The Ohio State University Moritz College of Law Working Paper Series* No. 312.
- Sabah, (14/10/2016), “Varlık Fonu’nda Hedef 300 Milyar \$”. <http://www.sabah.com.tr/ekonomi/2016/10/14/varlik-fonunda-hedef-300-milyar-> Son Erişim Tarihi: 17.10.2016
- Santiso, J. (2008). “Sovereign Development Funds: Key Financial Actors in the Shifting Wealth of Nations”. *OECD Emerging Markets Network Working Paper*.
- SIL (2016), “The Sky Did Not Fall: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015”, Sovereign Investment Lab., Bortolotti, B., Torino (ed.) <http://www.ifswf.org/sites/default/files/Publications/Bocconi%20SIL%202016%20Report.pdf>
- Sönmez, M. (2016), “Mega Projeler”den Kara Delik Tehdiđi”, Al-Monitor, 2/11/2016, <http://www.al-monitor.com/pulse/tr/originals/2016/11/turkey-megaprojects-threaten-black-hole-coffer.html> Son Erişim Tarihi: 3 Kasım 2016.

Star, (28/9/2016), “Varlık fonu İçin Agresif Özelleştirme Yapılacak”, <http://www.star.com.tr/ekonomi/varlik-fonu-icin-agresif-ozellestirme-yapilacak-haber-1145300/> Son Erişim Tarihi: 29.9.2016.

SWFI (2016), Sovereign Wealth Fund Institute, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>. Son Erişim Tarihi: 5.10. 2016.

TBMM (2016), “Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı ile Gerekçesi”, 1 Ağustos 2016. <http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf> . Son Erişim Tarihi: 7.8. 2016.

TBMM Genel Kurul Tutanağı (2016), “TBMM Genel Kurul Tutanağı” 26. Dönem 1. Yasama Yılı 128. Birleşim, 19 Ağustos 2016. https://www.tbmm.gov.tr/develop/owa/tutanak_g.birlesim_baslangic?P4=22711&P5=H&page1=77&page2=77

TBMM Komisyon Tutanağı (2016), *TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu Tutanak Dergisi*, 41’inci Toplantı, 16 Ağustos 2016.

Tok, A. (2009), “İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler”, Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi.

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (2016), *Resmi Gazete*, 29813, 26 Ağustos 2016.

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Karar (2016), *Resmi Gazete*, 9429, 9 Kasım 2016.

Yalçın, K./ Sürekli, A. M. (2015), “Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği”, *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, (Cilt:17, No: 3), 1-29.

WSJ (30/3/2016). 1MDB Probe Shows Malaysian Leader Najib Spent Millions on Luxury Goods <http://www.wsj.com/articles/malaysian-leader-spent-millions-on-luxury-goods-1459383835>. Son Erişim Tarihi: 1.10. 2016.