

Türkiye Varlık Fonunun Riskleri

İsmail ENGIN*

Geliş Tarihi (Received): 20.11.2021 – Kabul Tarihi (Accepted): 13.12.2021

Öz

Ulusal varlık fonları, emtia ihracatçısı ya da dış ticaret fazlası veren ülkelerin, bu gelirlerini gelecek nesillere aktarmak, ülkelerinin iktisadi kalkınma ve büyümesini sağlamak ve döviz gelirlerinin ülke ekonomilerini olumsuz etkilerini azaltabilmek amacıyla kurulabilmektedir. 2016 yılında kurulan Türkiye Varlık Fonu, Türkiye'nin bütçe açığı, cari açık ve tasarruf açığı ile karşı karşıya olduğu bir iklimde, Özelleştirme İdaresi Başkanlığından aktarılan kaynakla kurulmuştur. Bu açıdan diğer ülke uygulamalarından önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Yöneldiği amaçlar, dikkate alındığında Türkiye Varlık Fonunu, kalkınma fonu olarak nitelendirmek mümkündür. Kuruluşundan bu yana ülke ekonomisindeki gelişmelerin ne kadarının Fon uygulamalarına özgülünebileceği belirsizdir. Varlık Fonu uygulamalarının şeffaflıktan yoksun olması, ekonomik yapı üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesini önemli ölçüde zorlaştırmaktadır. Çalışmada, Türkiye Varlık Fonu yorumlayıcı ve eleştirel açıdan analiz edilmektedir. Nitekim Türkiye Varlık Fonunun, uygulamalarını belirli gecikme ile ekonomi gündeminden izleyebilmek mümkün olmaktadır. Ancak, Türkiye Varlık Fonunun potansiyel fırsat ve riskleri değerlendirildiğinde; iktisadi, hukuki, siyasi ve mali açıdan önemli riskler taşıdığını; o nedenle, Ülkemizdeki Varlık Fonu uygulamalarının yaygınlaşmadan ve derinleşmeden tasfiyesinin uygun olacağını ifade etmek mümkündür.

Anahtar Kelimeler: Ulusal Varlık Fonu, Türkiye Varlık Fonu, Risk

Potential Risks of Turkey Wealth Fund

Abstract

Sovereign Wealth Funds can be established by countries that are commodity exporters or have foreign trade surplus in order to transfer these revenues to the next generations, to ensure the economic development and growth and to reduce the negative effects of foreign exchange incomes on the national economies. Turkey Wealth Fund established in 2016 via the sources transferred from the Privatization Administration of Turkey, in an economic climate that Turkey was facing budget deficit, current deficit and saving gap. In this respect, it differs significantly from other country practices. Considering its objectives, it is possible to characterize the Turkey Wealth Fund as a development fund. It is unclear how much of the developments in the country's economy can be attributed to the Fund's applications since its establishment. Lack of transparency in Wealth Fund operations makes it significantly difficult to evaluate the effect on economic structure. In this study, Turkey Wealth Fund is analyzed from an interpretative and critical point of view. Thus, practices of Turkey Wealth Fund can be monitored from current economy news with a certain delay. However, when the potential opportunities and risks of Turkey Wealth Fund are assessed; it can be expressed that it has important economic, legal, political and financial risks, thus, wealth fund practices in Turkey should be terminated before they became widespread and deepened.

Keywords: Sovereign Wealth Fund, Turkey Wealth Fund, Risk

* Dr. Öğr. Üyesi, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi. Maliye Bölümü, ismail.engin@hbv.edu.tr, ORCID: 0000-0002-3524-8466,

Giriş

Başlangıcı, evreleri ve evre içindeki kırılmaları itibariyle farklı biçimlerde sınıflandırılabilen (Kazgan, 2002, s. 28; Yeldan, 2001, s. 15) küreselleşme olgusunda, paradigma değişikliği açıkça gözlemlenmektedir. Bu değişiklikte, petrol şoklarına bağlı ortaya çıkan stagflasyon olgusu önemli bir rol üstlenmiş, merkez ülkelerdeki kar marjlarının önemli ölçüde düşmesine neden olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde, McKinnon-Shaw hipotezi ile başlayan ve Washington Uzlaşısı ile tamamlanan yeniden yapılandırma süreçleri, küresel finansal piyasalara entegre olma çabası içinde olan tüm ülkeleri etkilediği gibi Türkiye'yi de etkilemiştir. Ülkemizde, 24 Ocak 1980 Kararları ile başlayan liberalizasyon süreci, 1989 yılındaki 32 sayılı Karar ile tamamlanmıştır.

Temel yapısal sorunlarını çözümlenmeden finansal piyasalara entegre olan Türkiye ekonomisi, 1980 yılında açılmış ancak dışa açık sanayileşememiştir. Kapasite kullanım sınırlarına gelene kalan mevcut stoklar ihracata yönlendirilmiştir. Ülke içi tasarruf kısıtını aşmak ve kapasite kullanım sınırlarına ulaşan Türk sanayisine yeni alan açmak amacıyla, hızlandırılan finansallaşma süreci, 1994 Krizi ile akamete uğramıştır. 1989-99 döneminde, yüksek kamu açıkları, tasarruf açıkları ve nispeten yönetilebilir cari açıkları karşı karşıya kalan Türkiye ekonomisini 2000 yılında “her an kriz çıkabilir ülke konumundan belki kriz çıkabilir ülke” konumuna getirebilmek amacıyla uygulamaya konulan Programı, bir dezenflasyon programından ziyade, bir kamu finansman programı niteliğindedir.

Kur çıpasına dayalı olarak uygulamaya konulan bu programın, Kasım 2000 ve Şubat 2001 şokları ile sona ermesiyle birlikte, Türkiye ekonomisini tersine çevrilemeyecek biçimde dünya ekonomisinin üretim ve tedarik zincirlerine eklemlenmeyi hedefleyen Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamaya girmiştir. 2008 Küresel Krizine kadar, farklı iktidarlarda tek program niteliğindeki uygulamalar ile kamusal inisiyatif önemli ölçüde pasifize edilmiştir. Özellikle, Güçlü

Ekonomiye Geçiş Programındaki “yapısal” reformlar, kamu sektörünün tarım, bankacılık ve iktisadi alan faaliyetlerini tersine çevrilemeyecek biçimde düzenlemiştir. İzleyen dönemdeki, Adalet ve Kalkınma Partisi iktidarı, 19. Stand by düzenlemesi ile aynı politikaları uygulamaya devam ederek, Türkiye ekonomisinin büyüme patikasını yabancı sermaye giriş-çıkışlarına eklemiştir,

2008 Krizini aşmak için merkez ülkelerin (hatta gelişmekte olan ülkelerin) uygulamaya koydukları geleneksel olmayan para politikaları, sermaye kısıtı içindeki ülkelere “sahte bir cennet” yaşatmıştır. Küresel likidite bolluğu döneminde, birçok ülke yapısal sorunlarına nispeten kalıcı çözümler bulma yoluna giderken, Türkiye ekonomisinin yapısal sorunları katlanarak artmaktaydı. Yapısal sorunları; tasarruf oranlarının düşüklüğu, ithal girdi bağımlılığı, ekonominin katma değer ve döviz geliri yaratma kapasitesinin sınırlılığı, ihracat deseni içinde yüksek teknolojlili ürünlerinin payının düşüklüğu, ekonomik büyümenin istihdam yaratma kapasitesinin düşüklüğu ve ticarete konu olmayan sektörlerle yoğunlaşması olarak sıralamak mümkündür. Türkiye de bu yapısal sorunlara çözümler bulmak yerine “yaratıcı” mali tekniklerle mevcut büyüme patikasını sürdürme çabası içine girmiştir. Bu yaratıcı tekniklerden biri de emtia geliri ve cari işlemler fazlasından yoksun olmamıza karşın kurulan varlık fonudur.

Rozanov tarafından ilk olarak 2005 yılında kullanılan Ulusal Varlık Fonu (UVF) kavramı, çeşitli biçimlerde tanımlanabilmektedir. Rozanov, dış ticaret hacmindeki iyileşmelerin, bütçe dengesindeki ve harcama kısıtlamalarına bağlı olarak ortaya çıkan fazlaların yönetilmesi amacıyla kurulan kurumları UVF olarak nitelendirmektedir (Rozanov, 2005, s. 1).

Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI) tarafından yapılan tanımlamaya göre, UVF; ödemeler bilançosu fazlalarından, resmi döviz işlemlerinden, özelleştirme gelirlerinden, hükümetin transfer ödemelerinden, mali fazlalardan ve/veya doğal kaynak ihracatından sağlanan gelirle kurulan devlet sahipliğindeki yatırım fonu ya da kuruluşudur (SWFI, 2021).

Modern anlamıyla ilk UVF, petrol ihracatından sağlanan gelir fazlalarını yönetmek için Kuveyt tarafından 1953 yılında Kuveyt Yatırım Kurulu adıyla kurulan ve 1983 yılında Kuveyt Yatırım Otoritesi adını alan Fon'dur (Alhasel, 2015: 2). 2021 yılı itibariyle Dünyada 81 farklı ülke sahipliğinde 133 UVF bulunmaktadır. Bu fonlar devlet kontrolünde olup yaklaşık 9,2 trilyon dolarlık bir varlığa sahiptir (SWFI, 2021).

Çalışmada, 2016 yılında kurulan Türkiye Varlık Fonu; amaçları, portföyü, potansiyel fırsat ve riskleri açısından analiz edilerek, sonuçlandırıcı düşüncelere yer verilmesi amaçlanmaktadır. Dünyadaki ulusal varlık fonları uygulamaları, ayrıca inceleme konusu yapılmamıştır. Türkiye varlık fonu uygulamasının niceliksel analizinin mümkün olmaması kamu mali yönetimi açısından bu çok önemli yapının niteliksel-eleştirel analizinin önemini daha da artırmaktadır.

Bu çerçevede makale TVF'nin kapsamlı bir biçimde iktisadi, hukuki, siyasi ve mali açıdan analiz ederek literatüre katkı sunmaya çalışırken; dünya uygulamalarına yer vermemiş olması bir kısıttır. Bu konu ile ulusal ve uluslararası yazında çok sayıda çalışma bulunduğundan, ulusal varlık fonlarına Türkiye ile ilgili olduğu ölçüde yer verilmiştir.

1. Türkiye Varlık Fonu

Türkiye Varlık Fonu (TVF), 26.08.2016 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan 6741 sayılı Kanun ile kurulmuştur. TVF'nin amacı, Kanun 1. Maddesinde ifade edilmiştir:

Bu Kanunun amacı sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtdışında kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek için Türkiye Varlık Fonu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek üzere Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin (Şirket) kurulması, yönetimi ve faaliyetlerine ilişkin esasları düzenlemektir.

Cumhurbaşkanlığına bağlı, ana faaliyet konusu bu Kanunla belirtilen Türkiye Varlık Fonu ve alt fonların kurulması ve yönetimi olan, profesyonel yönetim

ilkelerine göre yönetilen, özel hukuk hükümlerine tabi TVF Yönetimi Anonim Şirketinin kuruluşu ve faaliyet konusunu düzenleyen 2. Maddesinde yapılabilecek faaliyetler düzenlenmiştir. Stratejik yatırım planında belirtilen hedefler ile likidite, yatırım, risk ve getiri tercihlerini dikkate alarak yürütülecek bu faaliyetleri aşağıdaki biçimde sıralamak mümkündür:

- a) Yerli ve yabancı şirketlerin paylarının, Türkiye’de ve yurt dışında kurulan ihraççılara ait payların ve borçlanma araçlarının, kıymetli madenler ve emtiaya dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının, fon katılma paylarının, türev araçlarının, kira sertifikalarının, gayrimenkul sertifikalarının, özel tasarlanmış yabancı yatırım araçlarının ve diğer araçların alım satımını,
- b) Her türlü para piyasası işlemlerini,
- c) Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar ile her türlü gayri maddi hakların değerlendirilmesini,
- d) Her türlü proje geliştirme, projeye dayalı kaynak yaratma, dış proje kredisi sağlama ve diğer yöntemlerle kaynak temini işlemlerini,
- e) Her türlü ticari ve finansal faaliyetleri, ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirilir.
- f) Şirket tarafından, ulusal yatırımlar ile uluslararası alanlarda diğer devletler ve/veya yabancı şirketlerce yapılacak yatırımlara iştirak edilebilir.

Kanun gerekçesinde belirtilen amaçlar ile Kanunda belirtilen amaçların farklılaştığı görülmektedir (Zengin vd., 2020, s. 99). Kanun gerekçesinde;

- Büyüme oranına gelecek on yıl içinde yıllık %1,5 oranında ilave artış sağlanması,
 - Sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesinin hızlandırılması,
 - İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması,
 - Katılım finansmanı sektör payının artırılması,
 - Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük ölçekli altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması,
 - Yapılacak yatırımlarla yaklaşık yüzbinlerce kişilik ek istihdam sağlanması,
 - Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerdeki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması,
- amaçlarına yer verildiği görülmektedir.

TVF’nin varlıkları toplamı 40 milyar dolar iken, aktif büyüklüğü yaklaşık 245 milyar dolardır. TVF portföyünü Tablo 1’den görmek mümkündür. TVF, 8 farklı sektörde faaliyette bulunan 23 şirket, 2 lisans ve taşınmazlardan oluşan bir varlık portföyüne sahiptir.

SWFI tarafından varlıklarına göre yapılan sıralamada TVF, kayıtlı fonlar arasında 12. büyük fon niteliğindedir. Oysa ulusal varlık fonlarının, yükümlülüklerinin olmaması ya da sınırlı olması nedeniyle, uzun vadeli ve yüksek riskli araçlara yatırım yapabildikleri daha önce ifade edilmişti. O nedenle, SWFI sınıflandırmasında varlık büyüklüğü ile aktif büyüklüğünün aynı anlamda kullanılması görece hatalıdır. Çünkü TVF'ye dâhil şirketlerin pasifinde yüksek düzeyde yükümlülük taşıdığı dikkate alındığında; varlık toplamı ile aktif büyüklüğü aynı anlama gelmemektedir. Örnek olarak, Ziraat bankasının aktif büyüklüğü 618 milyar TL olmakla birlikte; bankanın pasifinde; mevduat, sendikasyon ve sekürütizasyon kredileri vb. yükümlülükler bulunmaktadır.

Tablo 1: Türkiye Varlık Fonu (TVF) Portföyü

SEKTÖR	TVF'İN SEKTÖR İÇİNDEKİ PAYI	VARLIK/ŞİRKET İSMİ	TVF'İN PAYI
FİNANSAL HİZMETLER	%35	T.C. Ziraat Bankası AŞ	%100
		Türkiye Halk Bankası AŞ	%75,3
		Türkiye Vakıflar Bankası TAO	%36
		Borsa İstanbul AŞ	%80,6
		Türkiye Sigorta AŞ	%81,1
		Türkiye Hayat ve Emeklilik AŞ	%100
		Platform Ortak Kartlı Sistemler AŞ	%20
ENERJİ	%27	BOTAŞ	%100
		TPAO	%100
		TVF Enerji	%100
		TVF Rafineri ve Petrokimya Sanayi ve Ticaret AŞ	%100
ULAŞTIRMA VE LOJİSTİK	%13	Türk Hava Yolları	%49,12
		PTT	%100
		Türkiye Denizcilik İşletmeleri	%49
		İzmir Alsancak Limanı	%100
MADENCİLİK	%9	TVF Maden	%100
		Eti Maden	%100
ŞANS OYUNLARI	%8	Nakit Karşılığı Şans Oyunları Lisansı	%100
		At Yarışı Düzenleme ve Bahis Etme Lisansı	%100
TEKNOLOJİ VE TELEKOM	%4	TURKCELL	%26,2
		TÜRKSAT	%100
		TÜRK TELEKOM	%6,68
TARIM VE	%2	Türk Şeker	%100

GIDA		ÇAYKUR	%100
		Kayseri Şeker	%11,1
GAYRİMENKUL	%2	İstanbul Finans Merkezi	%100
		Türkiye genelinde 46 adet gayrimenkul	%100

KAYNAK: TVF, 2021.

Benzer durum, diğer kamu bankaları ve Türkiye Sigorta ve Türkiye Hayat Emeklilik için de geçerlidir. O nedenle TVF, SWFI'nın varlık bazlı sınıflandırmasına göre, 27. sırada yer alacaktır. Nitekim TVF Genel Müdürünün TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna yaptığı sunumdaki “ ... Ziraat Bankası, BOTAŞ'ın, THY'nin kasasındaki para bizim paramız değil.” açıklaması da bu farklılığı ortaya koymaktadır.

2. Türkiye Varlık Fonunun Nitelik, Amaç ve Gelir Kaynakları Açısından Değerlendirilmesi

Öncelikli olarak, IMF (2008) tarafından amaçlarına göre yapılan beşli sınıflandırmaya göre, TVF, bir kalkınma fonu niteliğindedir. Kalkınma fonlarının, ülkenin büyümesine katkı sağlamak ve potansiyel çıktı düzeyini yükseltecek sosyoekonomik projeleri ve sanayileşme politikalarını finanse etmek amacıyla kurulduğu dikkate alındığında, TVF'nun bu niteliğinin ön planda olduğunu ifade etmek mümkündür. Kanun gerekçesinde önemle vurgulanan ve izleyen dönemde Fon icraatları arasında yer alan istikrar amacına Kanun'da yer verilmediği görülmektedir.

Küresel piyasalarda yaşanan dalgalanmaların ülke ekonomisine olumsuz etkilerini elimine etmek amacıyla, Savunma Sanayii Destekleme Fonundan 3 ay vade ile 3 Milyar TL aktarılması, TVF'yi istikrar fonu formuna yaklaştırmaktadır. Kalkınma fonları ile istikrar fonlarının varlıkları ve yatırım stratejileri dikkate alındığında açık bir ödünleşimi görmek mümkündür. TVF Genel Müdürü'nün TBMM Plan ve Bütçe Komisyonunda yaptığı sunumda, Fon'un yurtdışında yatırımı bulunmadığını belirtmiştir. Nitekim kendi sitesinde, TVF, varlığa dayalı kalkınma fonu olarak nitelendirilmiştir. Ancak, Kanun gerekçesinde ve TVF (2016) sitesinde yer alan, G-20 ülkeleri arasında varlık fonu olmayan tek ülkenin Türkiye olduğu

vurgusu, nitelik itibariyle TVF'yi “zaman zaman istikrar amacı da üstlenen” kalkınma fonu ile Balding (2012) bağlamında gösteriş fonu ve ulusal firmaların ülke içi ve küresel pazarlarda rekabet gücü kazanması; pazar payının artırılmasına yönelik kullanılan territoryal UVF'ye yaklaştırmaktadır.

TVF'nin kamu mali sistemi açısından fon olarak nitelendirilmesi de tartışmalıdır. Çünkü fon nitelemesi için, oluşturulan bağımsız tüzel kişiliğe akım olarak değerlendirilebilecek nakit girişi söz konusu olmalıdır. Oysa TVF, sadece kamunun mülkiyetindeki stokların aktarımı ile oluşturulmuştur. Örnek olarak, 29.05.1986 tarih ve 3294 sayılı Kanun ile ihdas edilen Sosyal Yardımlaşmayı ve Teşvik Fonu'nun gelirleri; bütçeye konulacak ödeneklerden, trafik para cezası hasılatının yarısından, Radyo ve Televizyon Üst Kurulu reklam gelirleri hasılatından aktarılan % 15'lik miktardan ve her nevi bağış ve yardımlardan oluşmaktadır. Eğer “TVF'nin gelirleri, örnek olarak ÖTV hasılatının %1'i, Damga Vergisinin yarısı, BSMV tahsilatının %10'u, Milli Piyango çekilişlerinden brüt hasılatın %5'i gibi gelirlerden oluşmaktadır” gibi tasarlansaydı, TVF'yi kamu maliyesi bağlamında bir fon olarak nitelendirmek mümkün olacaktı. Oysa bugünkü haliyle, kamunun tasarrufundaki varlıkların “sağ cepten sola cebe” aktarılması niteliğindedir. Kaldı ki aktarılan cepten kaynaklanacak riskler, yapılan tasarrufu daha da “anlamsızlaştırmaktadır”. Mevcut kamu kaynaklarının, sadece kullanım biçimine yönelik sağlanmaya çalışılan tasarruf alanı, kamu kaynaklarının etkisiz ve verimsiz kullanımına neden olacaktır. Nitekim (Yalçiner ve Sürekli, 2015) tarafından, TVF kurulmadan önce gelir kaynakları ile birlikte önerilen yapılanma, yüklenen işlev ve donanım veri olmak üzere, bu noktada fon niteliğine hizmet edecek nitelikteydi.

Kanun gerekçesinde yer alan faizsiz yatırım araçları ile katılım finansmanına ilişkin hedeflerin, sadeleştirilerek, sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak olarak Kanun metnine yansdığı görülmektedir. 1983 yılından günümüze kadar olan süreçte, Hazine, Gelir Ortaklığı Senetleri, Gelire Endeksli Senetler ve Kira Sertifikası (Sukuk) aracılığı ile zaten finansman

sağlayabilmiştir. Bugün için ulusal para ve yabancı para cinsinden ve hatta altına endeksli kira sertifikası ihraç söz konusu olabilmektedir. Diğer taraftan, özel sektör olarak katılım bankaları da farklı formlarda kira sertifikası ihracı ile fon toplayabilmektedir. Dolayısıyla, TVF'nin belirtilen amaçlara yönelik yapılması bir zorunluluk arz etmemektedir.

Gelir Ortaklığı Senetlerinin, ikincil piyasasının işlememesi (Dedeoğlu, 2016, s. 6) ve Gelire Endeksli Senetlerin, inanç temelli tasarımı hataların olması nedeniyle, verimli borçlanma araçları olduğunu ileri sürmek mümkün değildir. Kira sertifikası ise, bugün Hazine için zaten verimli bir borçlanma enstrümanı niteliğindedir. TVF'ye biçilen rol, mevcut kamu projeleri ya da taşınmazlarının menkul kıymetleştirilmesi ise birkaç açıdan sorunludur. Bunlardan ilki, 2008 Küresel Krizi'nin temel nedeni, banka aktiflerinin menkul kıymetleştirilmesi ve buna yönelik türev enstrümanlara yapılan yatırımlardır. Nitekim Türkiye'nin 2008 Krizi'nden bankacılık kanalıyla görece az etkilenmesinin temel nedeni de Türkiye'de menkul kıymetleştirmenin yaygın olmaması ve Türk bankacılık sisteminde bu türev enstrümanlara yapılan yatırımların sınırlı olmasıdır. Diğer taraftan bu menkul kıymetleştirme operasyonlarında, kamu bankalarının aktifinin kullanılması halinde birçok sorun ortaya çıkabilecektir. Çünkü kamu bankalarının kredi portföyü (özellikle çiftçi ve KOBİ'lere yönelik kredilerde faizin düşürülmesi ya da anapara indirimi biçiminde) zaman zaman yapılandırılmaktadır. Bu durum doğal olarak, varlığa dayalı menkul kıymetin dayandığı varlığın kalitesi düşürmektedir. Ayrıca son dönemde, kamu bankalarının tahsili gecikmiş alacaklarının yükselişte olması (Cangöz vd., 2021, s. 6), bu menkul kıymetleştirmeyi daha da sorunlu hale getirebilecektir. Diğer taraftan, girişim fikrinin (kitle fonlamasına aracılık eden) bir internet platformu üzerinden açık çağrıyla çok sayıda potansiyel yatırımcıya sunulmasını, fon talebi oluşturulması ve birden çok yatırımcının desteği ile finanse edilmesini sağlayan bir finansal araç olarak tanımlanabilecek (Atsan ve Erdoğan,

2015: 297), kitle fonlamasının, Çiftlik Bank gibi örnekleri ortada iken başarı şansı oldukça sınırlı düzeyde olacaktır.

Proje ya da gayrimenkul menkul kıymetleştirmesi ya da bunlara dayalı türev enstrümanların üretilmesi, mevcut ülke içi finans havuzunu da parçalayacaktır. Çünkü ulusal tasarruflar veri olmak üzere, kamunun sermaye piyasalarından ilave fon temini, özel sektörün dışlanması pahasına gerçekleşecektir. Bu dışlama olgusu, ticari bankalar için geçerli olduğu gibi katılım bankaları içinde geçerlidir. Ancak, mevcut finansal araçlar ile ulusal tasarrufların artırılabilmesi ya da yastık altı fonların ekonomiye kazandırılabilmesi gibi bir amaç güdülyorsa (Özatay, 2016), diğer pek çok koşulun gerçekleşmesine bağlı olarak gerçekleşebilecek bir hedef niteliğindedir. Bu koşulların gerçekleşmesi halinde ise TVF'ye ihtiyaç kalmaması da ayrı bir paradoksu içermektedir. TVF'ye yüklenen bu işlev olsa olsa, mevcut tasarrufların mobilizasyonuna yöneliktir. Bu da kaçınılmaz olarak, özel sektörün finansal açıdan daralması pahasına gerçekleşecektir.

Gerekçede belirtilen, büyüme oranına gelecek on yıl içinde yıllık %1,5 oranında ilave artış sağlanması hedefinin, dilek ve temenni olarak değerlendirilmesi gerekir. Türkiye gibi, bütçe açığı ve cari açığı olan ülkelere ilişkin yapılan çalışmadan (Ulussever vd., 2018, ss. 41-42) hareketle TVF'nin büyüme potansiyeline katkı yapacağı; Türkiye'ye ilişkin bir simülasyonla TVF'nin ekonomik büyümeye tasarruflar kanalının etkinliği vasıtasıyla olumlu bir etkisi olduğunu ortaya koyan çalışmaya (Doruk, 2018, s. 63) ve On Birinci Kalkınma Planındaki potansiyele yapılan vurguya (Kalkınma Bakanlığı, 2018, ss. 59-60) bakılırsa, fona ilişkin beklenti yüksektir. Ancak, fonun, varlık devri, alt fon kuruluşu, yurtdışından borçlanma, Turkcell'e ortak olmak ile Borsa İstanbul'daki hisse satışı dışında fazlaca bir icraatı olmadığı dikkate alındığında, son beş yıllık büyüme performansının ne kadarının TVF'ye hasredilmesi gerektiği belirsizleşmektedir.

Kamu borcunun artırılmadan Kanal İstanbul vb. büyük ölçekli yatırımların finanse edilmesi ise, mevcut yükümlülüklerin halının altına süpürülmesinden

ibarettir. Bu durum, insanların aynı anda yakın geleceği iskonto etmek için yüksek iskonto oranı ve uzak geleceği iskonto etmek için düşük iskonto oranı kullandıkları ifade eden, erteleme ve dürtüsel davranış (öz kontrol eksikliği) gibi görünüşte irrasyonel davranışları açıklamaya yardımcı olan hiperbolik iskonto (Van Rijckeghem ve Üçer, 2009, s. 24) olgusunun kamu mali yönetimine egemen oluşunun da açık bir göstergesi niteliğindedir.

Kanun'un amaçları arasında yer verilmiş olan yurtiçinde kamuya ait varlıkların ekonomiye kazandırılması ile TVF'ye aktarılan taşınmazların kastedildiği tahmin edilmektedir. Çünkü kamu bankaları ve işletmeleri zaten ekonomik, ticari ve finansal alanda faaliyette bulunmaktadır. TVF'ye devredilen 46 taşınmazın önemli bir kısmının ise, turizm işletmelerine belirli süreliğine kiralandığı dikkate alındığında, buradaki manevra alanının sınırlı olduğu görülmektedir.

Buradaki asıl ve riskli amaç, yurt dışından kaynak temin etmeye yönelik amaçtır. Türkiye Varlık Fonu'nun, portföyündeki varlıkları teminat göstererek yurtdışı piyasalardan borçlanmak dışında başkaca gelir kaynağı yaratması pek de olası görünmemektedir. Bu noktada zaten Hazine'nin yurtdışı piyasalardan borçlanma olanakları dikkate alındığında, TVF'nin bu biçimde kaynak temin etmesi, gelir kaynağı yaratması anlamına gelemeyecektir. 2019 ve 2021 yılında iki sendikasyon anlaşması ile TVF, toplamda (ilki 1 milyar Euro; ikinci ise 1,25 milyar Euro olmak üzere) 2,25 milyar Euroluk dış borçlanmaya gitmiştir. 2021 yılında gerçekleştirilen ve 1,25 milyar Euroluk borçlanmanın, iki yıl önce alınmış olan borcun yenilenmesine yönelik olduğu TVF'nin basın duyurularından görülebilmektedir.

Hazine dışında bir başkaca kurum tarafından dış borçlanmaya gidilmesinin öncelikle maliyet avantajı olması beklenmektedir. Ancak gerek TVF'nin (Mart 2021) ve gerekse Türkiye (Hazine)'nin kredi notu (Ağustos 2021) itibarıyla, kredi derecelendirme kuruluşu Fitch tarafından "BB- ve durağan görünüm" olarak teyit edilmiştir. Doğal olarak da TVF'nin neden gerekli olduğuna/olmadığına ilişkin

somut nedenlere ihtiyaç bulunmaktadır. Nitekim 16.10.2019 tarihli TVF'nin denetim ve inceleme raporlarının görüldüğü Plan ve Bütçe Komisyonu toplantısında, "... Fakat şu bir ucube gibi geliyor bana: Parçanın bütünden büyük olduğu veya daha iyi olduğu nerede görülmüş? Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi neyi yapmak istedi de yapamadı, beceremedi, onun yerine Varlık Fonu kuruldu? Dolayısıyla Türkiye Cumhuriyeti Hazinesinin yapamadığı neyi yapacak bu kuruluş?" (Yılmaz, 2019) biçimindeki tepkiler önemli ölçüde haklılık taşımaktadır.

TVF'nin borçlanarak kaynak yaratmasında işlevsel farklılaşma söz konusu değilse, maddi ve şekli açıdan farklılaşmaların söz konusu olması beklenmektedir. Bu noktada iki olası amaç karşımıza çıkmaktadır. İlki, borçlanma yetkisinin dolaylı olarak aşılması, diğeri ise "halının altına süpürmek" olarak nitelendirilebilecek borç istatistiklerinin düşük gösterilme çabasıdır.

Dağınık olan borçlanma sistemini tek çatı altında toplayan 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun 5. Maddesinde borçlanma limiti düzenlenmiştir:

Mali yıl içinde 1 inci Maddede belirtilen ilkeler ve mali sürdürülebilirlik de dikkate alınarak yılı bütçe kanununda belirtilen başlangıç ödenekleri toplamı ile tahmin edilen gelirler arasındaki fark miktarı kadar net borç kullanımı yapılabilir. Borçlanma limiti değiştirilemez. Ancak borç yönetiminin ihtiyaçları ve gelişimi dikkate alınarak, bu limit yıl içinde en fazla yüzde beş oranında artırılabilir. Bu miktarın da yeterli olmadığı durumlarda, ilave yüzde beş oranında bir tutar, ancak Cumhurbaşkanı kararı ile artırılabilir. Bütçenin denk olması durumunda da borçlanma, anapara ödemesinin en fazla yüzde beşine kadar artırılabilir.

TVF'nin borçlanma yetkisini haiz olması bu anlamda, yasal kısıtları aşarak Türkiye Cumhuriyeti'nin borçluluğunu artırmaya yönelik risk olarak değerlendirilebilmektedir. Madde metninden de anlaşılacağı üzere, yapılacak borçlanma, (toplam borçlanma ile anapara ödemeleri arasındaki fark olarak ifade edilen) net borçlanmaya ilişkindir. Bir başka ifadeyle, borç stokundaki artış (artırımlar hariç), ilgili yıl bütçe açığı ile sınırlandırılmıştır. Oysa TVF mevcut yetkileri ile sınırsız borçlanabilme olanağına kavuşmuş olmaktadır.

4749 sayılı Kanununun Hazine garantileri ve garantisiz borçlar için izin alınması başlıklı 8. Maddesi ile yurtdışı borçlanmanın ve verilecek garantilerin kontrolü amaçlanmaktadır. Ancak, aşağıda yer alan 8. Maddenin son fıkrasındaki;

Kamu mevduat bankaları ile özel yatırım ve kalkınma bankaları, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi ve Türkiye Varlık Fonu ile bunların finansman temini amacı ile kuracakları fon ve şirketler hariç olmak üzere, bu Kanun kapsamındaki kuruluşlarca sağlanacak her türlü dış imkân ile diğer kurum ve kuruluşlar lehine verilecek garantiler Müsteşarlığın iznine tabidir.

düzenleme ile TVF'nin, Hazineden (Hazine ve Maliye Bakanlığı'ndan) izin alma yükümlülüğü de kaldırılmış bulunmaktadır. Yürütme organı açısından bunun pratik bir anlamı olmadığı düşünülebilecektir. Ancak, 4749 sayılı Kanunun 5. Maddesinde belirtilen;

“Mali yıl içinde sağlanacak garantili imkân ve dış borcun ikrazı limiti, yılı bütçe kanunuyla belirlenir.”

hükmü ile sağlanacak garantilerin, Bütçe Kanununun bir parçası olmasını zorunlu kıldığı görülmektedir.

Borçlanma yetkisini düzenleyen 4749 sayılı Kanun hilafına bir diğer sakınca ise, kamu kurum ve kuruluşlarının sağladıkları nakitleri değerlendirme alanlarına ilişkindir. Kanunun “Nakit, borç ve risk yönetimi” başlıklı 12 maddesinde;

Hazine Müsteşarlığı (Hazine ve Maliye Bakanlığı) dışında kalan genel bütçe kapsamındaki idareler kendi bütçeleri veya tasarrufları altında bulunan her türlü mali kaynaklarını Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında veya muhabirinde açılacak hesaplarda toplarlar. Kamu bankaları, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi ve Türkiye Varlık Fonu ile bunların finansman temini amacı ile kuracakları fon ve şirketler, mazbut vakıflar, özel kanunla kurulmuş kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşları ve bunların üst kuruluşları ile kefalet ve yardımlaşma sandıkları hariç olmak üzere özel bütçeli idareler, sosyal güvenlik kurumları, özel kanunla veya Cumhurbaşkanlığı kararnamesiyle kurulmuş diğer kamu kurum, kurul, üst kurul ve kuruluşlar ile döner sermayeler, fonlar, belediyeler, il özel idareleri, kamu iktisadi teşebbüsleri ve bu maddede sayılanların bağlı ortaklıkları, müessese ve işletmeleri ile birlikleri kendi bütçeleri veya tasarrufları altında bulunan her türlü mali kaynaklarını Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasında veya Cumhurbaşkanının onayıyla belirlenecek esaslar dâhilinde Türkiye’de yerleşik bankalar nezdinde kendi adlarına açtıracakları hesaplarda toplarlar.

düzenlemesine yer verilmiştir. Yine burada da TVF kapsam dışına çıkarılmıştır. Bir başka ifadeyle herhangi bir kamu kuruluşu mali kaynaklarını, TCMB ya da kamu

bankalarında değerlendirmek zorunda iken, TVF sağladığı mali kaynakları tercih ettiği finansal kuruluştaki ve doğal olarak tercih ettiği getiri oranlarıyla değerlendirme olanağına sahip olmaktadır. Bu da kuşkusuz Hazine birliği ve hazine tek hesabını aşındıran bir uygulama olarak karşımıza çıkmaktadır.

TVF'nin ikinci olası amacının, yurtdışından kaynak temin etmeye yönelik amacın yanında, borç göstergelerinin daha düşük gösterilmesine yönelik olduğu görülmektedir. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından hazırlanan Kamu Borç Yönetim Raporunda, TVF'nin borçlanması "Avrupa Birliği Tanımlı Genel Yönetim Borç Stoku" kapsamında yer almamaktadır. Ancak, "Hazine Garantili Dış Borç Stoku" içinde TVF'nin yurt dışından sağladığı mali imkân yer almaktadır. *Hazine borcunu artırmadan alt yapı yatırımlarını gerçekleştirmek biçiminde gerekçede belirtilen amaca benzer, hazine borcunu artırmadan TVF borçlanmasını artırmak gibi bir amacın gerçekleşmesi mümkün görünmemektedir.* Koşullu açık yükümlülük biçiminde (Yusufoğlu, 2017: 166) nitelendirilebilecek olan TVF'nin borçlanmaları nihayetinde kamu kaynakları ile ödenecektir.

3. Türkiye Varlık Fonunun Yaratacağı Riskler

Cumhurbaşkanlığı'na bağlı, ana faaliyet konusu bu Kanunla belirtilen Türkiye Varlık Fonu ve alt fonların kurulması ve yönetimi olan, profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilen, özel hukuk hükümlerine tabi Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi (TVF AŞ) kurulmuştur.

TVF AŞ, iç ve dış piyasalarda, hükümet ya da özel sektör tarafından ihraç edilen her türlü borçlanma aracından hisse senedine; kıymetli madenlerden katılma paylarına ve bunların türev araçlarına; her türlü para piyasası işleminden reel sektör fonlamasına ve yabancı firma ve ulusal varlık fonları ile ortak yatırıma kadar, hiçbir kamu otoritesinin tek başına sahip olmadığı yetkilerle donatılmıştır.

TVF AŞ, finansman sağlanırken Türkiye Varlık Fonu portföyü üzerinde teminat, rehin, kefalet ve ipotek tesis edilebilir. TVF ve alt fonlar ile bu kapsamda

kurulacak şirketleri yönetmek üzere kurulan TVF AŞ, belediyeler tarafından tahsil olunan elektrik ve havagazı tüketim vergisi ve yangın sigortası vergisi hariç olmak üzere, tüm merkezi ve yerel yönetim vergilerinden, finansman teminindeki harç, işlem/kayıt ücreti gibi mali yükümlülüklerden; kamu kurum ve kuruluşlarının, denetiminden, ihale usullerine, personel temininden nakit kaynaklarını yönetmeye kadar tüm düzenlemelerden istisna tutulmuştur. Bu kadar geniş ayrıcalıklara sahip, kamu kaynağı kullanan bir özel hukuk süjesinin, gerekçede de vurgulandığı gibi, bürokratik kısıtlamalara tabi olmadan faaliyet göstermesi, iktisadi yapı açısından önemli etkilere neden olabilmekte ve riskleri de içerebilmektedir.

3.1. Denetim Düzeyi Açısından

Önemli ayrıcalıklara sahip ve birçok riskten arındırılmış bir kuruluşun denetiminin geleneksel usullere tabi olması da doğal olarak beklenmemelidir. Kanunda TVF AŞ'nin denetiminin de oldukça “sade” biçimde ortaya koyulduğu görülmektedir:

TVF AŞ, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonların bağımsız denetimden geçmiş yıllık mali tabloları ile faaliyetleri, Cumhurbaşkanı tarafından görevlendirilecek sermaye piyasaları, finans, ekonomi, maliye, bankacılık, kalkınma alanlarında uzman en az üç merkezi denetim elemanı tarafından bağımsız denetim standartları çerçevesinde denetlenir. Denetim sonucunda hazırlanacak rapor her yıl ağustos ayı sonuna kadar Cumhurbaşkanına sunulur.

TVF AŞ, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonların bir önceki yıla ait mali tabloları ile faaliyetleri, her yıl ekim ayında Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından, birinci ve ikinci fıkralar kapsamında hazırlanan ve Cumhurbaşkanlığı tarafından gönderilen denetim raporları üzerinden görüşülerek denetlenir.

TVF AŞ'nin Sayıştay denetimi kapsamı dışında tutulması önemli bir eleştiri noktasıdır. Kamu kaynaklarının etkin ve verimli kullanımının denetimine odaklı ve TBMM adına denetim yapan Sayıştay'ın; iç denetim ve işlevsiz bir TBMM denetimi ile ikame edildiği görülmektedir. TVF'nin Cumhurbaşkanlığına bağlı olması, TVF

AŞ'nin Yönetim Kurulu Başkanının Cumhurbaşkanı olması nedeniyle, üç merkezi denetim elemanı tarafından gerçekleştirilecek denetim, bir iç ve hiyerarşik denetim niteliğindedir.

Merkezi denetim elemanları tarafından gerçekleştirilen denetim sonucunda Cumhurbaşkanlığına sunulan raporların TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından denetlenmesi, sembolik ve eleştirileri teskin etmeye yönelik bir girişim olarak değerlendirilmelidir. Bütçe Kanun teklifi ile Kesin Hesap Kanun teklifini görüşen Komisyonun iktidar partisi/partileri kontrolünde olması nasıl yaygın bir eleştiri konusu değilse, bu kadar geniş bir varlığı yöneten kurumun denetiminin de aynı Komisyon tarafından rahatlıkla gerçekleştirilebilmesi beklenebilmektedir. Ancak, Komisyon denetiminin yaptırımının olmaması ve hepsinden önemlisi, denetim raporlarının Komisyon üyelerine “gizli” notuyla sunulması; kamu kaynaklarının kullanımına yönelik bütçe hakkının ihlali anlamına gelmektedir.

3.2. Şeffaflık ve Kredibilite Açısından

TVF uygulamalarının önemli ölçüde şeffaflıktan yoksun olduğu görülmektedir. Fona ilişkin girişim ve sonuçlandırılan uygulamalara ilişkin bilgiler, önemli ölçüde ekonomi kulisi niteliğindeki yazılı ve görsel basından, sağlanmaktadır. Oysa ulusal varlık fonlarının yatırım ve yönetim kalitesi üzerinde önemli etkisi olan şeffaflık, hem yatırım yapan hem de yapılan ülke açısından gösterge niteliğindedir.

International Working Group of SWFs (IWG) tarafından 2008 yılında oluşturulan Santiago İlkelerine ilişkin TVF'nin Faaliyet Raporlarındaki Uyum Tablosu incelendiğinde, şeffaflığa ilişkin birçok ilkeye uymayı taahhüt ettiği halde, sağlıklı ve zamanında bilgi akışının sağlandığını ifade etmek mümkün değildir.

SWFI tarafından, bir UVF'nin şeffaf bir fon olarak değerlendirilebilmesi için asgari 8 puana sahip olması gerekmektedir. Oysa TVF'nin Linaburg-Maduell Transparency Index puanı 6'dır. Bu noktada, TVF, Bostvana varlık fonu ile aynı şeffaflık düzeyine sahiptir (SWFI, 2021).

Standartların altında kalan şeffaflık düzeyinde, TVF'nin öngörülemez ve görece keyfi bilgilendirme stratejileri belirleyici olmaktadır. TVF'ye bağlı kurulan alt fonlara (TVF Piyasa İstikrar ve Denge Alt Fonu, TVF İstanbul Finans Merkezi Gayrimenkul Yatırım Alt Fonu, TVF Lisans ve İmtiyaz Alt Fonu, TVF Maden Alt Fonu, TVF AŞ'nin BİST Girişim Sermayesi Yatırım Fonu) ilişkin bilgilendirmenin ekonomi kulislerinden ve izleyen yılki TVF faaliyet raporlarından yapılması önemli bir eksikliklerdir.

TVF portföyünde yer alan şirket, taşınmaz ve haklara ilişkin mali bilgiler yetersiz ve günceli yakalamaktan uzaktır. 2021 yılı içinde bağımsız denetim kuruluşlarınca, TVF AŞ ve kapsamdaki kuruluşların portföy değerinin hesaplanmasına yönelik bir çalışmanın tamamlanması beklenmektedir. Ekonomiye ilişkin politikalar bağlamında, TVF AŞ ile piyasa aktörleri arasındaki bilgi asimetrisi de TVF'nin başlangıç kredibilitesini düşürmektedir.

3.3. Finans Sektörü Açısından

Ülkemizdeki finans sektörünün %35'i gibi önemli bir payını temsil eden şirketlerin Fon kapsamında yer alması, TVF'yi önemli bir aktör haline getirmektedir. Varlığa dayalı kalkınma fonu olarak nitelendirilse de zaman zaman istikrar fonu işlevlerinin yüklenmesi, Fon uygulamalarının kısa ve orta dönemde birbiri ile çelişen, risk ve belirsizlik yaratabilecek sonuçlar doğurmasına neden olabilecektir. Başbakan Yardımcısı Nurettin Canikli'nin TVF'nin fonksiyonları arasında para ve finansal piyasalara yönelik dengeleme ve ekonomik teröre karşı mücadeleyi sayması (Özkul, 2017), TVF'nin finansal piyasalara sıklıkla ve öngörülemez müdahalelerinin olacağı ve olduğunun göstergesidir. Gerek piyasa faiz oranlarına gerekse döviz kuruna yönelik müdahaleler, zaman zaman piyasaları sakinleştirmeye yönelik işlev görürken, bu müdahalelerin bir iletişim stratejisi içermemesi belirsizliği daha da artırabilmektedir.

Piyasa beklentilerine ilişkin olarak yatırım ya da plasman tercihlerini şekillendiren aktörlerin, öngörülemeyen bir TVF müdahalesi ile karşılaşması, ulusal ve uluslararası yatırımcılar nezdinde Türkiye ekonomisine ilişkin beklentileri olumsuz etkilemekte ve önemli kayıplara neden olabilmektedir. TVF'nin faaliyet kapsamının her türlü para ve sermaye piyasası işlemlerini kapsamaması, yatırımcıların kararlarının piyasa temellerinden uzaklaşmasına neden olabilmektedir. Devlet gücüne sahip TVF ile piyasa aktörleri arasındaki bilgi asimetrisi, piyasa tercihlerini rasyonel temellerden uzaklaştırabilmekte ya da tamamen belirli piyasaların kurulmasına neden olabilmektedir.

TVF ve kurulan alt fonların kamu bankalarını piyasaları dengelemek, yönlendirmek gibi işlevlerle kullanılması, kamu bankacılık sistemini aşındırdığı gibi finansal istikrarı da tehdit edebilmektedir. Dünya örneklerine bakıldığında emtia geliri ve cari işlemler fazlası olmayan az sayıda varlık fonundan biri olan TVF'nin hem istikrar hem de kalkınma fonu işlevleri yüklenmesi ve bu işlevlerin çoklukla çatışması, reel sektör ile finansal sektörün iç içe geçmesine neden olmaktadır. Doğası gereği, zaten bu iki sektör iç içe geçmiştir denilebilir, ancak fonlamanın kısa vadeli, plasmanların uzun vadeli olduğu finansal kesimin oldukça “bıçak sırtı” bir dengede olduğunu söylemek mümkündür.

Bu çerçevede, kamu bankalarının sermaye yapılarının güçlendirilmesi amacıyla kullanılmak üzere 24 Nisan 2019 valör tarihli olmak üzere net 3,3 milyar Avro tutarında, 5 yıl vadeli, yıllık %4,61 faizli, kuponsuz Devlet iç borçlanma senedi; kamu sermayeli katılım bankalarının sermaye yapılarının güçlendirilmesi amacıyla kullanılmak üzere nominal 400 milyon Avro tutarında 5 yıl vadeli, faiz ödemesiz Devlet iç borçlanma senedi ihraç edilmiştir. Bu süreçte, Türkiye Varlık Fonu (TVF) tarafından finansal piyasalarda iyileşme ve derinleşmeyi destekleme misyonu doğrultusunda 10 Nisan 2017'de kurulmuş olan TVF Piyasa İstikrar ve Denge Fonu aracı rolü üstlenmektedir. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ikrazen özel tertip DİBS'ler Piyasa İstikrar ve Denge Fonu'na (PIDF) ihraç

edilmiştir. PİDF, Bakanlık tarafından ihraç edilen ikrazen özel tertip DİBS'leri Kamu Bankalarına satarak nakit kaynak oluşturmuştur (TVF, 2019 Faaliyet Raporu, s. 40).

TVF bünyesinde yer alan kamu bankalarına; piyasa faiz oranlarını düşürmek, iç tüketimi desteklemek, gayrimenkul ve otomotiv gibi arz fazlası olan sektörleri canlandırmak, döviz kuruna istikrar kazandırmak, Merkez Bankasının açıktan yürütemediği döviz ve likidite işlemlerini dolaylı olarak gerçekleştirmek, piyasa yapıcısı olarak belirli oranda tahvil almak, ikincil piyasanın likiditesini düzenlemek yanında TVF'ye bağlı alt fonların desteklenmesi işlevinin yüklenmesi, finansal piyasalarda belirsizliği artırmaktadır. 22 Nisan 2019 tarihinde gerçekleştirilen özel tertip devlet tahvili ihracının kamu bankaları tarafından fonlanması, piyasadaki fon hacmini daralttığı gibi örtük bir faiz yarışını da tetiklemektedir. Mevduata güvencenin 150 bin TL ile sınırlandırıldığı Türk bankacılık sisteminde kredibilitesi en yüksek olan kamu bankalarının (özellikle Ziraat Bankasının) piyasaya göre daha düşük maliyetle fon toplayabilmesi beklenmektedir. Ancak, mevduata verilen faiz oranlarına bakıldığında, Ziraat Bankası en yüksek maliyetle fon toplayan birkaç bankadan biridir. Açıktan bir faiz yarışı başlatmamak için, tespiti her zaman mümkün olmamakla birlikte, 2000 öncesi görev zararlarını fonlamaya yönelik “tezgah altı yüksek faiz” uygulamasının son birkaç yıldır kamu bankalarına egemen olduğu gözlemlenmektedir. Rekabet olgu olarak tamamen olumlu değerlendirilmektedir. Ancak, finansal piyasalarda rekabet, pek tercih edilebilir olmayan sonuçlar doğurabilmektedir. O nedenle de dünya genelinde, finans sektöründe oligopolistik eğilimler yaygındır. Finans sisteminde rekabetin artması, yüksek maliyetlerle fon toplanması, riskli projelere kaynak aktarılması gibi olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Mevduat güvencesinin sınırlandırılmış olması, finans kesimindeki ahlaki riski ortadan kaldırmaya yetmeyecektir. Kamu bankalarının nasıl olsa batamaz ya da özel bankaların çeşitli nedenlerle batmalarına izin vermezler algısıyla giriştikleri rekabet finansal istikrarı tehdit edebilecektir.

22 Nisan 2019 tarihli Hazine ve Maliye Bakanlığının “PİDF, Bakanlığımız tarafından ihraç edilen ikrazen özel tertip DİBS’leri Kamu Bankalarına satarak nakit kaynak oluşturacak, sonrasında söz konusu nakit kaynağı kamu bankaları tarafından ihraç edilecek sermaye benzeri tahvillerin satın alınması amacıyla veya sermaye benzeri kredi kullandırılması amacıyla kullanacaktır.” biçimindeki açıklaması iki ilginç amacı gözler önüne sermektedir. İlki, kamu bankalarının oluşturduğu nakit kaynak, niye tekrar kamu bankaları borçlanma araçlarına yatırılmaktadır? Kanaatimizce, bu olasılık zaten düşüktür. Diğeri ise, PİDF tarafından sağlanan kaynağın, sermaye benzeri kredi olarak kullandırılmasıdır. Ziraat Bankası hangi sektör ya da firmaları fonla[ya]mıyor ki, TVF bünyesindeki alt fonun finansman kaynağına ihtiyaç ortaya çıksın? Burada iki olasılık söz konusu olmaktadır. İlki, şeffaflık endişesi, diğeri ise, finansal sektörde faaliyette bulunan alt fona sağlanan vergisel ve diğer ayrıcalıklardan yararlanmak.

TVF ve Alt fonların, finans piyasasında yatırım yapabilme yetkileri, yatırım yapılan şirket ve finansal araçlar açısından rekabet eşitsizliği yaratabilmektedir. A Bankası ya da B firması tarafından çıkarılan borçlanma aracı ya da hisse senetlerine yapılacak yatırımların, objektif kriterlere göre yapılmaması ya da kamuoyuna ilan edilmemesi halinde, yatırımcıların önemli kazanç ve kayıpları ortaya çıkarabilmektedir. Bu duruma bilgi asimetrisinin eklenmesi halinde, yapılan yatırımların rasyonel temelleri sorgulanır nitelikte olabilecektir. Ayrıca, yabancı yatırımcı açısından, TVF’nin piyasalardaki plasman kabiliyetinin yüksek olması, belirsizliği artırabilecektir.

3.4. Reel Sektör Açısından

Türkiye Varlık Fonu kuruluş Kanununun Türkiye Varlık Fonu’nun kaynaklarını hüküm altına alan 1/a maddesindeki “Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından; özelleştirme kapsam ve programında bulunan ve Türkiye Varlık Fonuna devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ...” hükmü, iktisadi alanda yer alan tüm

kuruluşların ve değer taşıyan varlıkların TVF'ye devrine de olanak sağlamaktadır. Bir kuruluş, önce Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından, özelleştirme kapsamına alınır ve ardından kolaylıkla TVF'ye devredilebilir. Mevcut varlıkları ile birlikte devasa iktisadi kaynağı tasarruf yetkisini haiz kuruluşun, devredilen kaynaklardan bugüne kadar herhangi birini satması ya da tasfiyesi söz konusu olmamıştır. Ancak, TVF'nin mevcut hali ve potansiyel varlıkları, yeni bir özelleştirme yöntemi (Türkoğlu Karacaova, 2019) olarak kamu kaynaklarının mevcut yasal düzenlemeleri “by pass” ederek özel sektöre satışına zemin hazırlayabilmektedir.

Finans sektörü tarafından fonlanan reel sektör açısından da TVF uygulamaları önemli riskler içermektedir. Finans sektörü açısından anılan riskler, reel sektöre de kaçınılmaz olarak yansımaya geçecektir. TVF ve alt fonların, fonladığı sektörlerde bir yoğunlaşma söz konusu olabilmektedir. Aynı şekilde, reel sektöre aktarılan/aktarılmayan kaynaklar, reel sektör işletmeleri açısından rekabeti bozucu etkiler gösterebilmektedir. Reel sektöre kaynak aktararak, proje bazlı finansmana ağırlık verilmesi halinde, reel sektör ile finans sektörünün vade yapısından kaynaklı olarak, reel sektör dalgalanmalarının/krizlerinin TVF'nin bilançosunu bozucu etkileri kaçınılmaz olacaktır. TVF'nin ve alt fonların, ulusal, yabancı firmalar ya da başka ülke ulusal varlık fonları ile ortaklaşa yatırımlara girişmeleri, aynı sektördeki firmaların alanını daraltıcı etki gösterecektir.

Reel sektör açısından en önemli risk ise, emtia ve cari işlemler fazlası bulunmadığı için risk tolerans düşük olan TVF'nin toleransını yükseltmeye yönelik (Aktaş, 2017, s. 57), TVF AŞ tarafından kurulan fon ve şirketlerin, sağlanan vergisel bağışıklığı nedeniyle yaratacakları olumsuzluklardır. Aynı sektörde faaliyette bulunan şirketler ile TVF bünyesinde yer alan TVF Enerji, TVF Rafineri ve Petrokimya, TVF Maden arasında açık bir rekabet eşitsizliği söz konusu olacaktır. Bu alandan özel sektör firmalarının tasfiyesine dahi neden olabilecektir. Sayılan üç şirket dışında, başkaca sektörlerde de benzer şirketlerin kurulması, yatırım rasyonelitesine bağlı olarak, sektörel rekabete katkı sağlayabileceği gibi özel sektörü

cezalandırıcı bir enstrümana da dönüşebilecektir. Şu ana kadar bu şirketlerin realize olan yatırımları bulunmadığı için yapılan değerlendirmeler, potansiyele yöneliktir.

3.5. Politik Alan Açısından

Özel hukuk hükümlerine göre kurulmuş TVF AŞ'nin yönetiminden, stratejik yol haritasına kadar politik iradenin kontrol alanında olması, yapılacak yatırımların, alınacak kararların politik hedeflere hizmet etmeye yönelik olmasına neden olabilecektir. TVF, seçim dönemlerinde, para ve maliye otoriteleri ile eşgüdüm halinde ya da diğer kurumların uygulamalarını perdelemeye yönelik faaliyetlerde bulunabilmektedir. Kuşkusuz, siyasetçilerin temel motivasyonunun oy maksimizasyonu olması açık ve doğaldır. Ancak, 245 milyar dolarlık varlığı ile özel hukuk hükümlerine tabi kamusal kaynak kullanan bir yapının aynı hedefe angaje olması iktisadi anlamda olumsuzluklara neden olabilecektir. Sahip olduğu politik güç ve ekonomi politika tasarımlarına hakimiyet nedeniyle, siyasetçilerin finansal ve reel sektörde yatırım yapabilmeleri, siyasal etik açısından olumsuzlukların yanında, yatırım iklimini bozabilecektir.

Bu durum, 1990'larda "Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabı"nda biriken fonların, İMKB'de nemalandırılması nedeniyle, ortaya çıkan siyasal etik tartışmalarına benzer, haklı/haksız tartışmaları da beraberinde getirebilecektir. Diğer taraftan, yatırım yapılan alan ve firmalara yönelik olası yanlış tercihlerin politik krizlere neden olması da olasıdır. Devasa nitelikteki kamusal varlığın kullanımından sorumlu Fonun uygulamaları, iktidarda tek parti değil de parçalı koalisyonların varlığı halinde, politik riskleri daha da belirginleştirebilecektir.

2001 Krizi sonrası Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulamaya girme sürecinde, ekonomi yönetimince potansiyel kuruluşlar arasında yer alan Türk Telekom'un özelleştirilmesine direnmesi beklenen iki yönetim kurulu üyesinin istifasının istenmesi, Ulaştırma Bakanı'nın istifası ile sonuçlanmış ve görece az politik hasarla geçirilebilmiştir.

TVF, TVF AŞ ve alt fonlara sağlanan ayrıcalıklar, iktidar partisi/partileri tarafından muhalif ya da potansiyel, iktisadi işletme ve baskı grubu olarak nitelendirilebilecek STK'ların, teşvik edilmesi ya da cezalandırılmasına yönelik uygulamalara da zemin hazırlayabilecektir.

TVF'nin, diğer ülke firma ve ulusal varlık fonları ile ortaklaşa yapacağı yatırımlar, yabancı ülke politik krizlerinin ithalini de beraberinde getirebilecektir. TVF'nin Rusya Doğrudan Yatırım Fonu ile imzaladığı niyet mektubuyla toplam büyüklüğü 900 milyon Euro olması planlanan Rusya-Türkiye Yatırım Fonu kurulmasına yönelik adım atılmıştır. Özellikle Çin, Rusya ve Ortadoğu ülkelerinin ulusal varlık fon hacmi ve demokrasi endekslerinin düşüklüğü (Kayıran, 2016, s. 59) dikkate alındığında, yaşanacak politik krizler, doğrudan ortaklaşa yatırımları etkileyebilecektir. Bir Ortadoğu ülkesinde veliaht prensin değişmesi, ülkenin tüm iktisadi ve politik tasarımlarını değiştirebilmektedir.

Bir başka olasılık, iki ülke özelinde yaşanacak politik gerginliklerin kamu kaynaklı yatırımların heba edilmesine de neden olabilecektir. Ancak, iki ülke arasında ortaklaşa yapılan yatırımlar ve artan çapraz mülkiyetin, politik gerginlik alanlarının azalmasını sağlaması da aynı derecede ihtimal dâhilindedir.

Politik kaynaklı bir başka risk ise, TVF kapsamındaki münferit bir kuruluşun yurtdışı yatırımları ya da (ABD'deki Halkbank davası örneğinde olduğu gibi) politik gerginlikler kaynaklı yaptırımlara muhatap olmasının, küresel finansal piyasalardaki beklentilere bağlı olarak, tümüyle TVF'yi etkileyebilmesidir.

Politik açıdan risk olarak değerlendirilebilecek son husus ise, mali alanın daralmasından kaynaklı, hükümetler arasındaki iktisat politikası farklılıklarının ortadan kalkmasıdır. Neredeyse sınırsız yetkilerle donatılmış TVF kurumları aracılığıyla, kamu kaynaklarının teminat gösterilerek kamu borçluluğunun artması, iktidar değişikliklerini iktisaden işlevsiz hale getirebilecektir. Her ne kadar Anayasamızda mali kurala yer verilmemiş olsa da mali alanın daralması, uzun dönem fiilen mali kural etkileri gösterebilmektedir.

3.6. Hukuki Ayrıcalıklar Açısından

TVF ve fona devredilen kaynakların yönetiminden sorumlu olan TVF AŞ, kamu kaynağı kullanan özel hukuk kişisi olarak sistemimizde “nev’i şahsına münhasır” bir nitelik arz etmektedir. Hukuki açıdan, özel hukuk kişisi olarak ihdas edilmiş bulunan TVF AŞ ile ilgili uyuşmazlıkların adli yargı konusu olması beklenmektedir. Ancak, TVF AŞ’nin sahip olduğu ayrıcalık ve muafiyetleri kullanarak tek taraflı işlem tesis etmesi halinde (Örneğin, Kamu İhale Kanununa tabi olmayan şirketin tek taraflı bir işlemle ihaleye katılım koşullarında değişiklik yapması nedeniyle ortaya çıkabilecek zararlara ilişkin açılacak davalarda) idari yargının görevli olması kabul edilmelidir (Aktaş, 2017, s. 56).

TVF AŞ’nin 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun hükümlerinden muaf tutulması ile Rekabet Kurulu tarafından inceleme yapılması ve yaptırım uygulanmasının önüne geçilmiş olmaktadır. Bu durumda TVF, ülke içinde rekabeti engelleyerek, herhangi bir sektörde tekel halini alması halinde herhangi bir yaptırıma muhatap olmayacaktır (Aktaş, 2017: 58). Bu haliyle TVF AŞ’nin 4054 sayılı Kanundan muaf tutulması, Anayasanın 167. Maddesindeki “Devlet, para, kredi, sermaye, mal ve hizmet piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlayıcı ve geliştirici tedbirleri alır; piyasalarda fiili veya anlaşma sonucu doğacak tekelleşme ve kartelleşmeyi önler” hükmünün açık ihlali anlamına gelmektedir.

Hukuki ayrıcalıkların yaratacağı bir diğer risk yatırımcının korunması ve hâkim durumun kötüye kullanımına yönelik olarak kaşımıza çıkmaktadır. 16.04.2020 tarih ve 7244 sayılı Kanunla TVF’ye sağlanan ayrıcalıklar şunlardır:

Türkiye Varlık Fonunun, Şirketin, alt fonların ve Şirketin kurduğu şirketlerin, diğer şirketler üzerinde üçüncü kişilerle birlikte veya tek başlarına kontrolünü sağlayacak işlemlerinde, işlemlerin tarafları, onların doğrudan ve dolaylı ortakları, iştirakleri, bağlı ortaklıkları ile kontrol sağlanan şirketlere de bu işlemlerle sınırlı olmak üzere 6362 sayılı Kanunun

(ortaklıkların önemli nitelikteki işlemleri, pay alım teklifi, pay alım teklifi zorunluluğu, ortaklıktan çıkarma ve satma hakkını düzenleyen) 23 ila 27 nci maddeleri ile bu Kanun kapsamında yürürlüğe konan ilgili ikincil mevzuat uygulanmaz. 13/1/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun (hakimiyetin kötüye kullanılması başlıklı) 202 nci maddesi; Türkiye Varlık Fonu, Şirket ile alt fonlar ve Şirketin kurduğu diğer şirketlere, tek başlarına veya üçüncü kişilerle birlikte doğrudan ya da dolaylı olarak bunlar lehine üzerinde hakimiyet tesis edilen şirketlere ve bu hakimiyetin tesisine ilişkin işlemlerle sınırlı olmak üzere bu işlemlerin taraflarına, onların doğrudan ya da dolaylı ortaklarına, iştiraklerine ve bağlı ortaklıklarına uygulanmaz.

TVF, TVF AŞ, alt fonların ve bunların kurduğu şirketlerin, yatırım yaptığı halka açık işletmelerdeki hukuki güvenliğe ve piyasalarda yatırımcının korunmasına yönelik düzenlemelerden bağışık tutulması, mevcut ve kurulacak özel sektör işletmelerini olumsuz etkileyebilecektir. Bu durum, bir yandan şirketlerin halka açılma girişimlerini erteleyebilecek iken diğer yandan, mevcut şirketleri tasfiye endişesine sevk edebilecektir. Doğal olarak, ilk amacı “*sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak*” olan TVF’nin uygulamaları olumsuz sonuçlar doğurabilecektir. Kuşkusuz bu durumlar, TVF yatırımlarının rasyonel temellerden sapması halinde gerçekleşebilecek olasılıklardır.

Aynı zamanda, 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanunu’nun 10. maddesinde; “Özelleştirme Fonunun nakit fazlası, Fon tarafından Hazine İç Ödemeler Muhasebe Birimi hesaplarına aktarılır ve genel bütçenin (B) işaretili cetveline gelir kaydedilir. Özelleştirme Fonundan diğer herhangi bir fona aktarma yapılmaz” hükmüne yer verilmiş olmasına karşın, 6741 sayılı Kanunu’nun 8. maddesinde, 4046 sayılı Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Kanunda yer alan hükümlerin Türkiye Varlık Fonu hakkında uygulanmayacağı düzenlenmiştir (Aktaş, 2017, ss. 52-53). Bu düzenleme doğal olarak, mevcut bütçe gelirlerinin aşınmasına neden olmaktadır (Eğilmez, 2016).

Değerlendirme ve Sonuç

Tarihsel açıdan daha eskilere dayansa da modern anlamda ilk ulusal varlık fonlarının 1950’lerde kurulduğu görülmektedir. 1970’ler; 2000’ler ve 2008 Krizi sonrası dönemlendirilebilecek bir yoğunlaşma içinde yeni ulusal varlık fonlarının kuruluşu hızlanmıştır.

Emtia ihracatından sağlanan gelirlerin gelecek nesillere aktarılması, mevcut rezervlerin daha yüksek getirilerle değerlendirilmesi, ülkeye döviz girişinin yaratacağı olumsuzlukların azaltılması, ülkenin kalkınma ve büyümesine katkı sağlayacak yatırımların finanse edilmesi ve gelecekte olası yükümlülüklerin kamu bütçesine maliyetlerinin azaltılması, UVF’lerin temel kuruluş amaçları olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ulusal varlık fonlarının temel gelir kaynakları; emtia ihracatı ve cari işlem fazlalarına dayanmaktadır. Ancak, bu iki kaynaktan yoksun olan ülkelerin de çeşitli nedenlerle ulusal varlık fonu kurduğu görülmektedir.

Türkiye Varlık Fonu, 2016 yılında öncelikli olarak Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından sağlanan finansman kaynağı ile kurularak izleyen dönemde birçok kamu işletmesi ve varlığının aktarılması ile bugün 245 milyar dolarlık aktif büyüklüğüne ulaşmış bulunmaktadır. Bütçe açığı, cari açık ve tasarruf açığı bulunan Türkiye’nin ulusal varlık fonu ya da varlığa dayalı kalkınma fonu kurmasının temel gerekçesi, iktisadi ve finansal sisteme ilişkin neredeyse tüm düzenlemelerden bağışık düzeyde faaliyette bulunmak ve yapısal sorunları çözmek yerine “yedek cephaneleri” kullanmak olarak değerlendirilebilir. Bugün itibariyle az sayıda icraatta bulunmuş ve sınırlı borç yükümlülüğüne sahip TVF’nin risk yaratma potansiyelinin çok yüksek olduğu görülmektedir. TVF’ye yüklenen ya da beklenen işlevlerin fazlalığı ve bunların çoklukla çatışması, finansal ve reel sektör açısından büyük sorunlar yaratmaya adaydır. Hazine dışında bir başka kuruluşa (izin almaksızın borçlanma yetkisi verilmesi), borç yönetim idaresini zayıflatmaktadır. Birçok ülkede, borçlanma

yetkisinin parçalanmasının borçlanma maliyetlerini yükselttiğine dair gözlemler bulunmaktadır.

Birinci en iyi çözüm yöntemi, mevcut Fon uygulamasının hali hazırda icraatlarının sınırlılığı ve yedek hazine olarak borçluluğu dikkate alındığında bir bütün halinde Hazineye devredilerek tasfiye edilmesidir. Vadesi gelen yükümlülüklerin Hazine tarafından yerine getirilerek, geçmişteki çok sayıda kötü fon deneyimi (Oyan ve Aydın, 1991) gibi TVF'nin kamu mali yönetiminin arka bahçesine gömülmesi yerinde olacaktır. İkinci en iyi çözüm yöntemi ise, kullanılan kaynaklardan gelecek nesillerin de payı olduğu düşüncesiyle çok daha ayrıntılı yasal düzenlemelerle fon kullanımının güvence altına alınmasıdır. Kuşkusuz hangi çözüm yöntemi benimsenirse benimsensin, Türkiye'nin temel sorunlarına çözüm hedefleyen yapısal düzenlemelere olan ihtiyacı varlığını korumaktadır.

Kaynakça

- Aktaş, B. (2017). 6741 sayılı kanun kapsamında Türkiye Varlık Fonu Yönetimi AŞ. ve Türkiye Varlık Fonu hakkında bir inceleme. *İstanbul Kemerburgaz Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 41-70.
- Alhasel, B. (2015). Sovereign Wealth Funds: A literature review. *Journal of Economics and Business*, 78, 1–13.
- Atsan N. ve Oruç Erdoğan E. (2015). Girişimciler İçin Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlese Fonlama (Crowdfunding). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(1), 297- 320.
- Balding, C. (2012). *Sovereign wealth funds: the new intersection of money and politics*. New York: Oxford University Press,
- Cangöz C., Şahinbeyoğlu, G., Kurt, T. ve Yılmaz, E. (2021). 2001 Krizinin 20. Yılında Kamu Bankalarının Görünümü. *TEPAV Değerlendirme Notu*, N202113, 1-11.
- Dedeoğlu, E. (2016). Kamu Mali Yönetiminde Neler Oluyor?: Varlık Fonu ve Tamamlayıcı Ödenek. *TEPAV Değerlendirme Notu*, N201629, 1-6.
- Doruk, Ö. T. (2018). *Türkiye Ekonomisi İçin Varlık Fonunun Ekonomik Büyüme Açısından Analizi: Ampirik Bir Deneme*. İstanbul: İktisadî Araştırmalar Vakfı İktisadi İşletmesi Yayını.
- Eğilmez, M. (2016). Varlık Fonu, Kendime Yazılar. <https://www.mahfiegilmez.com/2016/08/varlk-fonu.html>, (Erişim Tarihi: 26.09.2021).
- T. C. Kalkınma Bakanlığı (2018). Kalkınmanın Finansmanı Çalışma Grubu Raporu. *On Birinci Yıllık Kalkınma Planı (2019-2023)*, Ankara.
- Kayıran, M. (2016). Türkiye Varlık Fonu'nun Kuruluş Amaçları ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme. *Eğitim Bilim Toplum Dergisi*, 14(56), 55-90.
- Kazgan, G. (2002). *Küreselleşme ve Ulus Devlet*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

- Oyan, O. ve Aydın, A. R. (1991). Maliye ve Fon Politikalarına Yöneliş. Ankara: Adım Yayıncılık.
- Özatyay F. (2016). *Dünya Gazetesi*, (31.08.2016).
- Özkul, İ. (2017). 11 Soruda Tüm Yönleriyle Türkiye Varlık Fonu, Dünya Gazetesi (10 Şubat 2017). <http://www.dunya.com/ekonomi/11-soruda-tum-yonleriyle-turkiye-varlikfonu-haberi-349431>, (Erişim Tarihi: 01.10. 2021)
- Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations?. *State Street Global Advisors*, 1-4.
- SWFI (2021). <https://www.swfinstitute.org>, (Erişim Tarihi: 30.09.2021).
- Türkoğlu Karacaova, E. N. (2019). Türkiye Cumhuriyeti'nin Yeni Teknolojisi: Usule Bağlı Olmayan Bir Özelleştirme Yöntemi Olarak Türkiye Varlık Fonu. *ViraVerita E-Journal: Interdisciplinary Encounters*, 10, 1-29.
- Türkiye Varlık Fonu (2021). Türkiye Varlık Fonu 2019 Faaliyet Raporu. <https://www.tvf.com.tr>, (Erişim tarihi: 20.08.2021).
- Ulussever T., Mangır, F. ve Ertuğrul, H. M. (2018). *Ekonominin Yeni Büyüme Gücü Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye: Karşılaştırmalı Bir Analiz*. İstanbul: İktisadi Araştırmalar Vakfı İktisadi İşletmesi Yayını.
- Van Rijckeghem C. ve Üçer, M. (2009). The Evolution and Determinants of the Turkish Private Saving Rate: What Lessons for Policy. *ERF Research Report Series*, No. 09-01, 1-98.
- Yalçın K. ve Sürekli A. (2015). Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği. *G.Ü. İİBF Dergisi*, 17(3), 1-29.
- Yeldan, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yereli, A. B. ve Yaman, İ. (2017). Ulusal Varlık Fonlarını Anlamak: Fırsat Mı, Tehdit Mi?. *Sosyoekonomi*, 25(34), 69-86.

Yılmaz, D. (2019). Plan ve Bütçe Komisyonu: Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu Bünyesinde Kurulan Alt Fonların Mali Tabloları ve Faaliyetleri Hakkındaki Denetim ve İnceleme Raporlarının Komisyonunda görüşülme usul ve esaslarına ilişkin görüşme (Birleşim: 27, Tarih: 16.10.2019). <https://www.tbmm.gov.tr/Milletvekilleri/UyeKomisyonKonusmaTutanakDetay?tutanakId=30542> (Erişim Tarihi: 03.12.2021).

Yusufoğlu, A. (2017). Kamu Özel Ortaklığı Projelerinde Koşullu Yükümlülükler ve Mali Riskler: Avrasya Tüneli, Osmangazi ve Yavuz Sultan Selim Köprüleri Üzerine Bir Değerlendirme. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Gazi Akademi Genç Sosyal Bilimciler Sempozyumu 2017 Özel Sayısı*, 156-174.