

ULUSAL VARLIK FONLARINA GENEL BİR BAKIŞ: TÜRKİYE DENEYİMİ

H. Bayram IŞIK¹
M. Veysel KAYA²
M.Gökhan ÖZDEMİR³

Öz

Ulusal Varlık Fonları devlet yatırımları için stratejik yatırım enstrümanlarıdır. Bu fonlar üzerinden devlet hazinelerine ait portföyler, finansal aktiviteler vasıtasıyla yönetilir. Verilere göre toplamda yaklaşık 7,5 trilyon dolarlık hacimlerdeki bu fonlar saydamlığı ölçen Linaburg-Maduel şeffaflık endeksinde taranır. Çalışmada, Varlık fonu tanımı, kapsamı ile karakteristiğine dair kuramsal ve tarihsel çerçevenin işlenmesine müteakiben, fonların finansal piyasalarındaki etkilerine ve dünyadaki konumuna atıfta bulunulur. Ayrıca, bu fonların çeşitli işlevleri ve amaçlarının olduğu tezi üzerinden hareket ederek, finansal arenadaki mevcut statüsüne yer verilir. Derleme niteliğindeki bu metin makalenin son kısmında, varlık fonlarına dair yapılan genel değerlendirmeler nezdinde, tabiri caizse bebek endüstrisi statüsünde olan ve sınıflandırılması muğlak, yeni bir girişim sayabileceğimiz, 2016 yılında kurulmuş Türkiye Varlık Fonu özelinde ekonomi politik bir analiz yapılarak, fonun genel durumu sonuç ve öneriler ile ortaya konulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Devlet Varlık Fonları, Yönetişim ve Sorumluluk, Yatırım ve Risk Yönetimi

Jel Kodları: F30, F50, F53

AN OUTLOOK TO SOVEREIGN WEALTH FUNDS: TURKISH EXPERIENCE

Abstract

Sovereign Wealth Funds (SWFs) are strategic investment instruments among state investments. Through these funds, portfolios and financial activities of government treasuries are managed via financial activities. These funds, reached a total volume of approximately 7.5 trillion dollars according to last data, are scanned in the Linaburg-Maduel index measures about transparency. Following the theoretical and historical framework of the definition of the wealth funds, their scope and characterization, it is aimed to survey about the work on the effects of the financial markets of the funds. Thanks to that, Turkish SWF's position in the world is aimed to be classified. Thus, this study examines their acting on the basis of the various functions and purposes. In the last part of that survey study type article, before making the general assessment about our specified fund, with its the status of alike infant industries, vague classification & new venture, Turkey Wealth Fund that founded in 2016, this article aims to make political economic analysis and put forward some suggestions and conclusion its actual state.

Keywords: Sovereign Wealth Funds, Governance and Accountability, Investment and Risk Management

Jel Codes: F30, F50, F53

¹ Prof. Dr., Kırıkkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölüm Başkanı, bayram.haci@gmail.com

² Doç. Dr., Kırıkkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Politikası Bilim Dalı Başkanı, mveyselkaya@yahoo.com

³ Arş. Gör., Kırıkkale Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Teorisi Bilim Dalı, mgozdemirera@kku.edu.tr

Giriş

Ulusal Varlık Fonları (UVF), devlete ait bir yatırım fonu ya da ödemeler bilançosu fazlası olarak, resmi döviz işlemlerinden, özelleştirmelerden elde edilen gelirlerden, devlet transfer ödemelerden, mali fazlalar ve / veya kaynak ihracatından kaynaklanan getirilerden oluşan bir fon veya varlık kuruluşudur. UVF'lar son yıllarda finansal piyasalarca gözlenen en önemli fon kaynaklarından birisidir. Yer yer politik korkulara, öldürücü muhalefete, medya öfkesine ve kamuoyu baskılarına maruz kalsa da bu fonlar faaliyetlerini sürdürmeye devam ederek adeta bir başarı hikâyesi yazmışlardır. Bu fonlar, öz sermayesi yetmeyen borca bağımlı şirketler, fonların varlıklarını yönetmek isteyen bankalar ve diğer finans çevrelerince bir cazibe aracı olarak görülmektedir (Castelli & Scacciavillani, 2012). Diğer bir ifade ile bu varlıklar birçok finansal kuruluşun ilgi odağı haline gelmiştir.

Son 20-25 yıllık dönemde, petrol fiyatlarındaki dalgalanmaları takip edecek şekilde, finansal küreselleşme ve yabancı ülkelerdeki varlıkların bazı ülkeler tarafından hızlıca toplanması, küresel finansal piyasalardaki dengesizlikler ulusal varlık fonlarının büyüklüklerinde önemli sıçramaları beraberinde getirmiştir (Bahgat, 2008). UVF'ler çeşitli makroekonomik amaçlar için kurulmuş devlete ait yatırım kuruluşlarıdır. Bu fonlar genel niteliği itibariyle yatırımlarını uzun vadede olacak biçimde deniz aşırı ülkelere yaparlar ve yatırım yapılan ülke finansal piyasaları için yurtdışı döviz fon kaynağını oluştururlar. Akademik yazında nispeten yeni bir konu olmasına rağmen, UVF konusu uluslararası politikanın alt alanı olarak uluslararası politik ekonomi kadar eskidir. Elbette, hükümetlerin elinde bulunan tek yatırım aracı UVF'ler değildir. Hükümetlerin ayrıca dünya çapında döviz rezervlerini yönetmek için kullandıkları merkez bankaları ve yine yatırım yapmak ve yönetmek için sahip oldukları büyük kamu emeklilik fonları bulunmaktadır. Ancak hiçbirisi, UVF'ler kadar ilgi ve dikkat çekmemiştir (Yi-Chong, 2010).

Ayrıca, fonların statüsünü ele alan, fırsat ve tehditleri analiz eden metinlerde, devletlerin “stratejik” varlıklarının edinilmesi ile o ülke için politik hakimiyetin kaybedebileceği gibi potansiyel tehditlere yer verilmiş, böylelikle fonların ekonomik güç dengesine doğrudan ve dolaylı etkisi analize konu olmuştur (Curzio & Miceli, 2010; Subacchi, 2008; Park, 2011). Bu olası tehdit gölgesi altında, finansal piyasaların korumacılığa bırakılması ve güvenlik tehdidi algısı ile bu yatırımların finansal piyasalardaki etkisi de ele alınmıştır. Son zamanlarda uluslararası toplum tarafından bu fonların faaliyetlerini düzenleyen çerçeve için geniş bir literatür de ortaya çıkmıştır (Das, Mazerai, & Van Den Hoorn, 2010; Park, 2011; Truman, 2007; IMF, 2007).

Bu derleme çalışma, Ulusal Varlık fonlarının dünyada kabul görmüş kuramsal kavramlarını ele aldıktan sonra, Dünya'daki başarılı örnekleri ve bunların nasıl yönetildikleri ve hangi enstrümanları kullandıklarını mercek altına almış ve Türkiye Varlık Fonu'nun bu bağlamda hangi sınıflandırma içerisindeki varlık fonu niteliğinde olduğu saptamayı amaçlamıştır. Bu yönüyle her hangi bir analiz içermese de varlık fonlarının genel görünümünü hakkında akıl yürütebilmek için kullanılan ve Linaburg-Maduel şeffaflık endeksi gibi fonların portföy kullanımı ve yönetim ilkeleri kapsamında sınıflandıran ve sıralandıran endekse atıfta bulunarak, normatif olarak başarılı bir fonun niteliklerine özellikle vurgu yapmayı amaçlamıştır.

1. Kuramsal Çerçeve

Avrupa Birliği, Ulusal Varlık Fonlarını; “çoğunlukla, ulusal ve uluslararası finansal varlıkların çeşitlendirilmiş bir portföyünü yöneten devlete ait yatırım araçlarıdır” şeklinde tanımlamaktadır. Bu fonların kökenleri 1950'li yıllara dayanmaktadır. Bu fonlar bazı büyük emtia ihraç eden ülkeler ile özellikle petrol zengini ülkeler için finansal araç ve varlıklardır. Ayrıca döviz varlıklarından kaynaklanan fonların yatırımı için bir yol arayan ülkeler de bu fonları kullanmaktadır. Varlık Fonlarının kaynağını mallar ve mallar dışındaki ürünler oluşturur. Mallar, Devlet tarafından vergilendirilmiş veya mülkiyet sahibi olunan emtia ihracatıyla oluşturulmuştur. Emtia dışı ürünler ise genellikle resmi döviz rezervlerinden varlık transferleriyle oluşturulur.

Uluslararası Para Fonuna göre ise Ulusal Varlık Fonları heterojen bir yapıdadır ve fonlar ana hedefi temel alınarak beş farklı sınıfa ayrılabilir: (i) bütçeyi ve ekonomiyi meta (genellikle petrol) fiyat dalgalanmalarına karşı izole etmek temel amacı olan istikrar fonları; (ii) yenilenebilir varlıkları daha çeşitlendirilmiş bir varlık portföyüne dönüştürmeyi ve Hollanda hastalıklarının etkilerini azaltmayı amaçlayan gelecek nesiller için tasarruf fonları; (iii) varlıkları çoğunlukla yedek varlıklar olarak muhasebeleştirilen ve rezerv kârlılığını artırmak için kurulan yedek yatırım şirketleri; (iv) tipik olarak sosyo-ekonomik projeleri finanse etmek ya da bir ülkenin potansiyel çıktı büyümesini artırabilecek endüstriyel politikaları desteklemek için kalkınma fonları; ve (v) şarta bağlı olmayan devlet borç para yükümlülükleri için bireysel emeklilik katkı payı dışındaki kaynaklardan sağlanan şarta bağlı emeklilik fonları bu fonların türlerini oluşturmaktadır (Hsu, 2015; IMF, 2007).

Tablo 1: *Ulusal Varlık Fonlarının Geleneksel Sınıflandırılması*

Fon Yapısına Göre Nitelendirilen Fon Adı
İstikrar Fonları
Tasarruf veya Gelecek Nesiller Fonları
Emeklilik Rezerv Fonları
Rezerv Yatırım Fonları
Stratejik Kalkınma Ulusal Varlık Fonları

Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> Erişim Tarihi: 01.03.2018

Geniş anlamda ise Ulusal Varlık Fonları, yukarıda bahsi geçen amaç ve kapsamlarının yanı sıra, geleneksel ödeme dengeleri fazlaları veya para politikası amaçları için para otoriteleri tarafından tutulan döviz varlıklarını yönetmek için olduğu kadar, geleneksel anlamda devlet teşebbüslerini (KİT'leri), devlet çalışanlarının emeklilik fonlarını (çalışanlarca finanse edilen ya da işveren katkıları ile finanse edilen) veya bireylerin faydası için yönetilen varlıkları değerlendirmek için de kurulabilmektedir. Öte yandan, bazı fonlar ekonominin yerel sektörlerine dolaylı olarak da yatırım yapabilirler. Bu fonlar, likidite üzerinden getiri tercih etme eğiliminde olsalar da, geleneksel döviz rezervlerine nazaran nispeten daha yüksek bir risk toleransına sahiptirler (Sovereign Wealth Funds Institute, 2018).

Tablo 2'de belirtildiği gibi, varlık fonlarının yatırımcıları amaçlarına göre farklı aktörler olabilmekte ve farklı stratejiler izleyebilmektedirler. Varlık fonlarının bazıları para ve sermaye piyasalarının en önemli oyun kurucuları olan Merkez Bankaları ve bankaların para otoritelerince yönetilebilen cinsten olabilir. Bu yöneticilerin nihai amaçları sermayenin korunması güdüsüyle hareket ederken, finansal piyasalardaki likidite varlık yatırımcıları yatırım getirisi ve likit varlıkların getirisini elde etmek için piyasada yer alırlar. Yine, emeklilik ve kuşaklar arası kurulan fonlar tasarrufların jenerasyonlar arası geçişini hedeflerken, stratejik kalkınma amacı taşıyan fonlar ekonomik kalkınma amacı ile ilgili portföyleri kapsamında strateji kurarlar ve yatırım getiri elde etmeyi amaçlarlar.

Tablo 2: Varlık Fonu Yatırımcısının Sınıflandırılması

Türü	Ana Amaçları
Merkez Bankası veya Para Otoritesi	Sermaye Korunumu
Likidite Varlık Yatırımcısı	Yatırım Getirisi ve Likidite elde edinimi
Yabancı Kaynak Varlık Fon Yatırımcısı	Yatırım Getirisi ve Likidite elde edinimi
Stratejik Kalkınma Ulusal Varlık Fonları	Yatırım Getirisi ve Ekonomik kalkınma
Kuşaklar arası Varlık Fonları	Yatırım Getirisi ve Tasarruf

Griffit & Ocampo (2009)'ya göre, UVF kurmak için dört genel neden vardır. Bunlar arasında ilk neden doğal kaynakların, "varlık ikamesi" (wealth substitution) adı verilen finansal varlıklara aktarılması ihtiyacının doğmasıdır. İkinci neden olarak döviz kurunun değer kazanması gerçekleşmiyorsa ve cari hesap fazlaları kısa vadede düzeltilemiyorsa, ortaya çıkan "esnek fon fazlalığının⁴" değerlendirilmesi için varlık fonu kurulmasıdır. Üçüncüsü, geçici cari hesap fazlaları ve / veya emtia fiyatlarındaki dalgalanmaları dengelemek için, "karşı döngüsellik⁵" motivasyonu amacıyla, varlık fonu kurulabilir. Son olarak varlık fonları çevrimsel sermaye akımlarının riskini azaltarak kendi kendisinin sigortası olma misyonu için kurulabilirler (Griffith & Ocampo , 2009).

UVF'lerin Ortak Amaçları arasında (Sovereign Wealth Funds Institute, 2018):

- Bütçe ve ekonomiyi aşırı ihracat ve hasıla oynaklıklarına karşı koruma ve istikrarını sağlamak,
- Yenilenemeyen emtia üretimini çeşitlendirmek,
- Döviz kurundan daha fazla getiri elde etmek,
- Para otoritelerine istenmeyen likiditeyi yaymaya yardım etmek,
- Gelecek nesiller için tasarrufu artırmak,
- Sosyal ve ekonomik kalkınmayı fonlamak,
- Hedef ülkeler için uzun dönem sürdürülebilir büyüme oranlarını sağlamak,
- Politik strateji uygulamak yer alır.

Cari hesap fazlalığına sahip bir ülkenin bu süreci kalıcı hale getirebilmesi için ise (Castelli & Scacciavillani, 2012):

1. Fon harcamalarının finanse edilmesi (nüfusa direkt olarak dağıtılması bile mümkündür),
2. Fiziki bir altyapı inşa etmek,
3. Kamu mallarını iyileştirmek (savunma, adalet, istatistiksel veri derleme),
4. Sağlık, eğitim ve araştırma gibi kamu hizmetlerinin sunumunu genişletmek,

⁴ Dışa açık ülkelerde sermaye hareketliliği olmasına rağmen ödemeler dengesi açısından uzun vadeli cari fazlaya sahip ülke tasarruf yatırım eşitsizliği açısından fon fazlasına sahip olur ve bu fonu ekonomisinin yapısal durumuna bakarak esneklik hesaplamaları ile kullanabilir durumda bulunabilir. Mundell-Fleming için bkz. <https://sites.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/BGP-620/L13-16%20MundellFleming2017.pdf>

⁵ Karşı döngüsel politika (counter cyclical policy) genellikle bir maliye politikası olarak trendden sapmaların olduğu dönemde mevcut duruma uygulanan tam tersi yaklaşım ekonomi politikaları benimser: Bir patlama dönemi boyunca harcamaları azaltmak ve vergileri yükseltmek ve bir durgunluk sırasında harcamaları arttırmak ve vergileri kesmek örnek verilebilir. Açık ekonomilerde ödemeler bilançosunun durumuna göre cari açık/fazlanın tam tersi para politikaları uygulamaları da görülen durumlardandır. Daha detaylı bir analiz için bkz. <https://www.oecd.org/eco/monetary/45105376.pdf>

5. İhtiyatlı nedenlerle veya gelecek nesillere aktarım için fon biriktirmek olmazsa olmaz koşullardandır.

2. Ulusal Varlık Fonlarının Tarihsel Arka Planı

Fransa'nın tasarruf bankaları ve posta ofisleri tarafından toplanan hükümet ve yurtdışı vergiden muaf fonları yönetmek için bu ülke tarafından Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) kurulduğu zamanla başlayan Varlık fonlarının kökeni 1816 yılına kadar uzanmaktadır. Bugün CDC, kamu konutlarını, üniversiteleri ve diğer sürdürülebilir kalkınma projelerini finanse etmek için yatırımlar yapmaya devam etmektedir (Yi-Chong, 2010).

19. yüzyıl başlarında ilk kez ortaya çıkan CDC'den daha sonraki dönemde, yüzyılın ortalarında 1854 yılında ABD'nin Teksas eyaleti tarafından kurulmuş olan Daimi Okul Fonu tarihte en eski ikinci fon olarak yerini almaktadır. Bu fonu 1876'da Daimî Üniversite Fonu izlemiş olup, her iki fon da her seviyedeki eğitim kurumlarından yararlanma amaçlı ortaya çıkan girişimlerdir (Fawcett, 2018).

20. yüzyıl ortalarında ekonomik misyonu nispeten farklılaşan ve normları evirilen bu oluşumlar farklı statülerde ortaya çıkmaya başlamışlardır. Daha yeni bir UVF kategorisi olarak ifade edebileceğimiz bu yapıların ilkinin ise Kuveyt'in 1961'de bağımsızlığından 8 yıl önce 1953'te kurulan Kuveyt Yatırım Otoritesi' (KIA) oluşturur. Bu kuruluş ülkenin petrol gelirlerinden elde ettiği fon fazlasını yönetmiştir (Yi-Chong, 2010).

Takip eden dönemde, doğrudan yabancı yatırım iktisat politikalarının uygulamada popülerleştiği 1960'lar, 1970'ler ve 1980'lerde Varlık fonlarının gelişiminin görüldüğü yıllar olarak dikkatleri üzerine çekmektedir (Castelli & Scacciavillani, 2012).

Kabul etmek gerekir ki, 19. yüzyıldaki ekonomi politik çevre ve fonların kuruluş gayeleri ile 20. Yüzyıldaki dünya ekonomik perspektifi, ekonomik ve politik stratejileri aynı değildir. Bu değişim ve dönüşüm çerçevesinde dünya ekonomisinin oyuncularını farklı metotlar geliştirmektedirler ve çeşitli ülkelerdeki pazarlarda finansal yeni oluşumlara ortaklık etmektedirler (Curzio & Miceli, 2010). Yukarıda gelişiminin ilk aşamalarına yer verilen fonların tarihsel seyri esasında 1950 ve sonrasında ivme kazanmıştır ve bu yüzden birçok çalışmada bu süreç 20. yy. ortalarını milat olarak kabul etmektedir.

Curzio ve Miceli (2010)'ye göre Ulusal Varlık Fonlarının tarihsel gelişimi dört evreye ayrılabilir. Akademisyenlerin sınıflandırmasına göre, başlangıç niteliğindeki birinci aşama, 1953'te Kuveyt Yatırım Otoritesi'nin kurulmasıdır. Bu fon modern anlamda varlık fonlarının ilkidir. Kuveyt Yatırım Otoritesi'nin amacı petrol gelirlerinden elde edilen artıları değerlendirmek ve bu fazlalarla yeniden yatırım yapmaktır. 1950'lere kadar, petrol fiyatlarının enflasyonist baskısı ile artışlar fonların gelişimine önemli katkıda bulunmuştur.

De Bellis (2011)'e göre, 1970'lerde ise, UVF pazarına yeni giren fonlarla piyasa oyuncusunda ve hacminde yükseliş gözlenmiştir. Gelişimin ana nedeni ise petrol ihracat gelir fazlalıklarının ortaya çıkmasıdır. 1970'lerin petrol fiyatlarının sürekli artışının ve ekonomik durgunluğun bir arada yaşanması ile patlak veren ve stagflasyon ile tanışan dünya ekonomisinin dengelerinin değiştiği süreçte petrol ihracat eden ülkelerin yüksek kazanımlarının olduğu yıllardır. Bu fonları takiben ise Singapur'daki Temasek Holdings ve Abu Dabi Yatırım Otoritesi gibi fonlar kurulmuştur (De Bellis, 2011).

İkinci aşama 1990'lı yılların sonunda başlamış ve 2004 yılına kadar devam etmiştir. Bu aşamada, gelişmekte olan Asya ülkelerinden gelen UVF'lerin, imalat sanayi ihracat gelirlerinden elde edilen fon fazlalığından oluştuğu görülmektedir. İçgüdüsel anlamda kendi kendini teminat altına alma dürtüsü ile yönetilen bu fonlar öz-risk stratejisini kapsayan bir şekilde ortaya çıkmıştır. Zira

geçmişte finansal ve döviz krizleri deneyimleri yaşayan Asya ülkeleri için bu fonlar, döviz rezervlerini yönetmeyi ve biriktirmeyi amaç edinir.

2005-2008 yılları arasında üçüncü safhanın gerçekleştiği genel olarak kabul edilmektedir. "Ulusal Varlık Fonları" terimi ilk olarak bu yıllarda kullanılmıştır. Toplum kamuoyunun bu fonlara karşı bilinç kazandığı dönem yine bu yıllar arasını kapsamaktadır. Bundan önceki aşamalarda, yalnızca finansal işlemi yapan kurum ve aktörlerin bu fonlar hakkında bilinci söz konusu idi. Bilinçlenme yanında, bu fonlara yatırım yapan yatırımcıların tutum değişikliğinden de bahsetmek gerekir. Öncesinde fonlara karşı dikkatli olunması gerektiği yaklaşımı hakimdir. Ancak son borç verme kaynağı olma fonksiyonları ile finansal ve bankacılık krizine direnme adına kullanılan bu uzun dönem yatırım varlıkları ve yöneticileri, fon sahipleri tarafından özellikle küresel krizin patlak verdiği dönemdeki istikrar getirici misyonları ile büyük takdir toplamıştır. Krizde, yatırım için gereken güveni telkin ederek piyasalara yardımcı olmuştur.

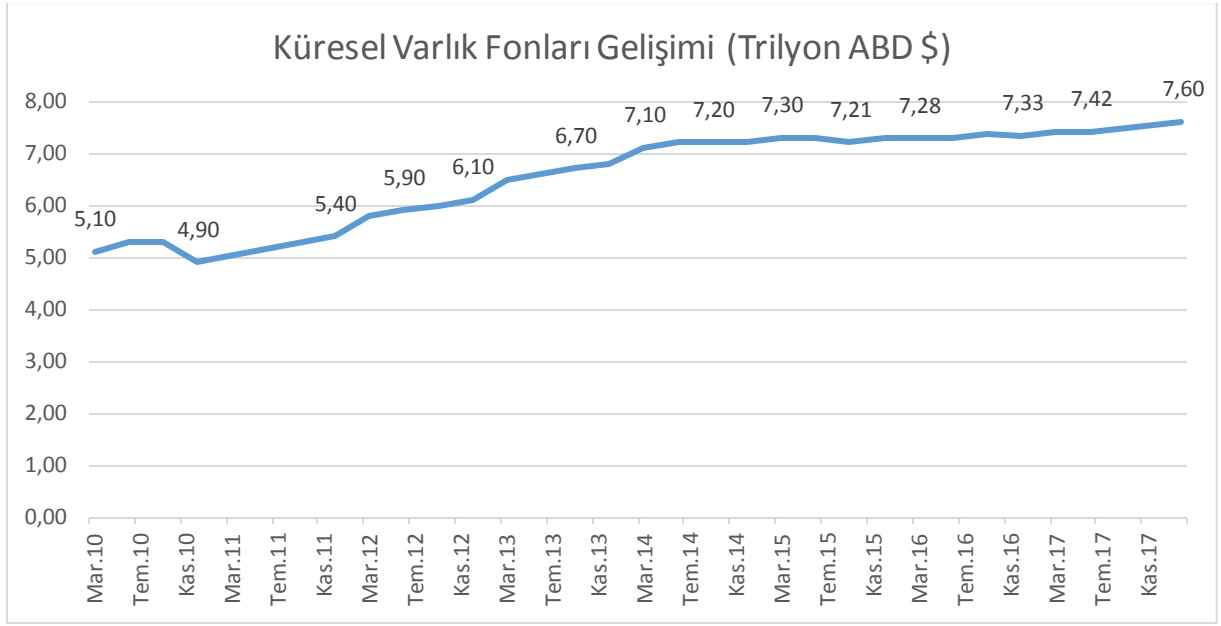
2007 yılında retorik olarak "kredi sıkışıklığı" olarak ifade edilen son mali kriz sonrası süreç, UVF'lerin dördüncü aşamasını şekillendirmiştir. Bu tarihten günümüze kadar geçen süre incelendiğinde, Varlık fonlarının gelişim ve evriminin devam ettiği söylenebilir. Küresel krizde neredeyse tüm finansal piyasalarda olduğu gibi UVF'lerde de ciddi kayıplar yaşanmıştır. Böylece, yatırım faaliyetleri o yıllarda azalmıştır. Ancak bu fonların hâlen finansal arenada önemli oyuncular olduklarını kabul etmek gerekir. Kaldı ki fonların istikrar sağlayıcı olumlu katkısı, kriz yıllarında kendisini kanıtlamıştır. Böylece fonların sorumluluklarının farkında politik misyonu olan rasyonel ekonomik aktörler olarak davranmaya istekli oldukları ifade dahi edilebilir.

Yaşanan tüm bu gelişmelere ek olarak ise, Bahgat (2008) varlık fonlarının son dönemdeki tarihsel seyri ve gelişimindeki büyük resme dair yaptığı çıkarımlarda petrol fonlarının küresel ekonomideki belirleyici rolünün daha da artmasını muhtemel görmektedir. Ona göre fonların gelişimini takiben devlet tarafından işletilen yatırımları düzenleyici üst kurum ve denetim mekanizmalarının temin edilmesi gerekliliği de eş zamanlı olarak artmaktadır.

3. Dünyadaki Ulusal Varlık Fonlarına Genel Bir Bakış

Yirmi birinci yüzyılın başından bu yana, yüksek petrol fiyatları, birkaç Asya ülkesinde (özellikle Çin) yüksek ekonomik büyümeye ve cari hesap fazlalıklarına sebep olmasına rağmen, özellikle ABD ve Avrupa ülkelerinde ekonomik yavaşlamaya ve devasa cari açık vermelerine yol açmıştır. Yükselen Asya ve Körfez ülkeleri bu dengesizlikten yararlanarak önemli birikimler elde etmişler ve küresel ekonominin gidişatının belirlenmesinde daha belirgin bir rol üstlenmişlerdir.

Yine, Varlık fonları gelişimine paralellik eden bu sürece dair tartışmaların merkezinde ise ilk zamanlar fonların ulusal egemenliği söz konusu olmuşken, günümüzde fonların kendi öz sorunlarına daha çok odaklanılmaktadır. Ancak yine de fonlar ile ilgili olarak yabancı hükümet yapılarının sahip olduğu kritik öneme sahip mülkiyet payları olarak tanımlamaları kamuoyunca ve akademik çevrelerce sürekli olarak vurgusu yapılan konulardır. Öte yandan reel ekonomiye ve yatırım yaptığı endüstrilere daha iyi bir performans göstermesi adına baskı yapan fonlar, endüstrilerin karmaşık müşteri portföy yapısının birer parçası olmaktadırlar. Endüstri tarafından sağlanan doğrudan rekabetin yanı sıra, varlık yönetim servis sağlayıcılarının endüstriye doğal olarak daha fazla çıktı performansı sağlaması yönünde kurduğu misyon ve vizyon küresel bazda rekabeti öne çıkarmaktadır (Castelli & Scacciavillani, 2012).

Şekil 1: Çeyrek veri bazında Küresel Varlık Fonları Trend Seyri, 2010-2017

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

Dünyada şu an 79 ayrı UVF bulunmakta olup, bu fonların yaklaşık 4,27 trilyon dolarlık hacmi petrol ve enerji gelirleri ile elde edilen varlıklar iken, 3,31 trilyon doları diğer sektörlerden elde edilmektedir. Toplamda 7,593 trilyon dolar hacme sahip olan bu fonlar, küresel finansal piyasalar için dikkate değer yatırım varlıklarını oluşturur. Fonların dünyadaki dağılımı incelendiğinde, 10 tanesinin Sahra Altı Afrika'da, 13 tanesinin Latin Amerika'da, 13 tanesinin Kuzey Amerika'da, 20 tanesinin Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesinde, 6 tanesinin Avrupa'da, 6 tanesinin ise Orta Asya'da işlem gördüğü görülmektedir (Sovereign Wealth Fund Institute, 2018).

Bununla birlikte, bu UVF'ler politik güdülerle yönetilen finansal araçlar olarak itham edilebilmektedir. Bu fonların yatırım yaptıkları ülkelerin ulusal güvenliğini tehdit edebileceğine dair yapılan yorumlarda genel sav stratejik endüstrilere yatırım yapan fonların entelektüel olanakları kullanmakla suçlanması ve ulusal ve yerli pek çok paydaşın öfkesine maruz kalması temel eleştiri noktalarındandır (Bahgat, 2008).

Her ne kadar eleştiriye maruz kalsa da yedi kıtada faaliyet gösteren UVF'ler son on yılda %40 bir payla yani, toplam fonların hemen hemen yarısı kadar hacimle ortaya çıkmaya devam etmiştir. Aşağıdaki tabloda bölgesel dağılımı gösteren fonlar yer almaktadır.

Tablo 3: Bölgesel Bazda Dünya Ulusal Varlık Fonlarının Dağılımı

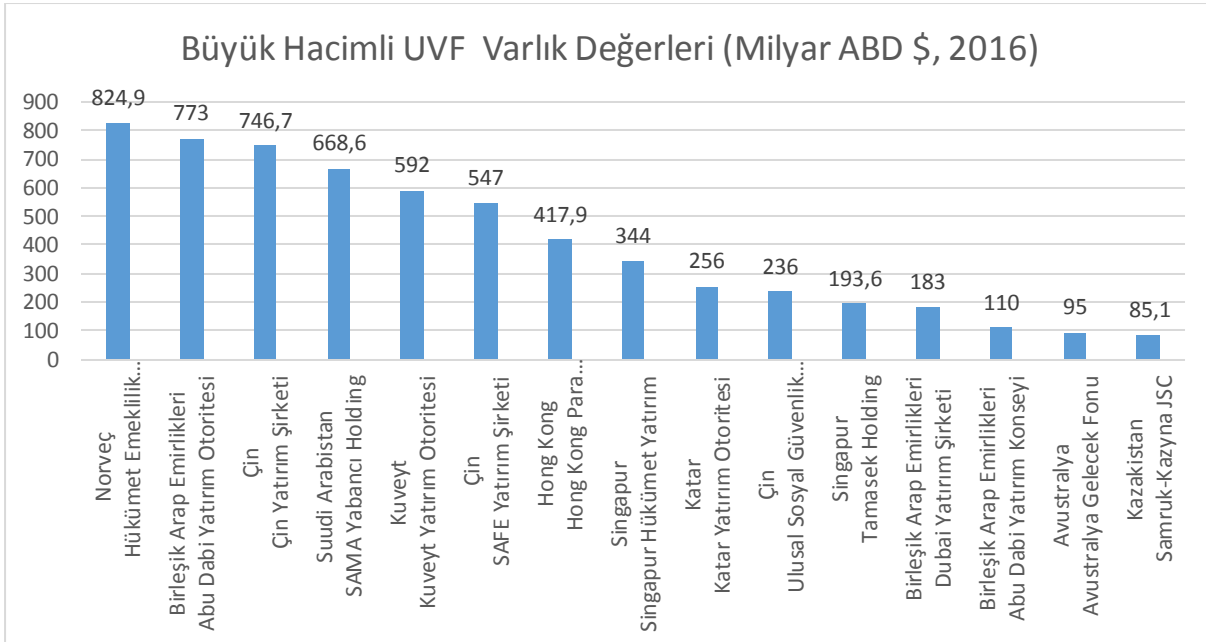
Asya Pasifik	Orta Doğu ve Kuzey Afrika	Kuzey Amerika
Avustralya Gelecek Fonu	Bahrain – Mumtalakat Holding	Kanada- Alberta Miras Fonu
Brunei Yatırım Ajansı	Cezayir- Hasıla Regülasyon F.	ABD- Alabama Güven Fonu
Çin-Afrika Kalkınma Fonu	İran Ulusal Kalkınma Fonu	ABD- Alaska Kalıcı Fon
Çin Yatırım Şirketi	Irak DFI	ABD- LEQTF
Çin- Ulusal Sosyal Güvenlik F.	Kuveyt Yatırım Otoritesi	ABD- Yeni Meksika Devlet Y.
Çin- SAFE Yatırım Şirketi	Libya Yatırım Otoritesi	ABD- Kuzey Dakota Fonu
Hong Kong- Gelecek Fonu	Umman Yatırım Fonu	ABD- Teksas Daimî Okul Fonu
Hong Kong- Para Otoritesi IP	Umman Devlet Genel Rezerv F.	ABD- Teksas Daimî Üniversite F.
Kiribati- Hasıla Eşitleme Rezerv	Katar Yatırım Otoritesi	ABD- Daimî Wyoming Maden F.
Kore Yatırım Şirketi	Filistin Yatırım Fonu	ABD- Utah SITFO
Malezya- Khazanah Nasional	S. Arabistan- Kamu Yatırım Fonu	ABD- Batı Virjinya Gelecek F.
Mongolya -FSF	S.Arabistan- SAMA Yabancı H.	ABD- Idaho Fonu Yatırım K.
Yeni Zelanda Emeklilik Fonu	Türkiye Varlık Fonu	Ontario Birinci UVF
Papa Yeni Gine- UVF	BAE- Abu Dabi Yatırım Otoritesi	Latin Amerika
Singapur- GIC Şirketi	BAE- Abu Dabi Yatırım Konseyi	Bolivya- FINPRO
Singapur- Tamasek Holding	BAE- Emirlik Yatırım Konseyi	Brezilya- UVF
Timor-Leste Petrol Fonu	BAE- Şarjah Yatırım Otoritesi	Şili- ES Fonu
Vietnam- Devlet Sermaye Yatırımı	BAE- Dubai Yatırım Şirketi	Şili- Emeklilik Rezerv Fonu
Macau Yatırım ve Kalkınma Fonu	BAE- Mubadele Yatırım Şirketi	Fondo Mexicano del Petroleo
Avrupa	BAE- RAK Yatırım Otoritesi	Meksika- İstikrar Fonu
İrlanda Stratejik Yatırım Fonu	Kıta Altı Afrika	Panama UVF
Norveç- Hükümet Emeklilik Fon	Amerika Angola – Fundo Soberano	Peru- EEF
Rusya Direkt Yatırım Fonu	Botswana – Pula Fonu	Trinidad Tobago- HSF
Rusya- Ulusal Refah Fonu	Ekvatoryal Gine -FFG	Birleşik Krallık- ODF- Falkland
Rusya- Rezerv Fonu	Gabon -Sovereign Wealth Fund	Kolombiya Tasarruf ve İstikrar F.
Malta- Ulusal Kalkınma Sosyal F.	Gana- Petrol Fonu	Venezüella- FIEM

Orta Asya	Moritanya- NFHR	Surinam Tasarruf ve İstikrar F.
Azerbaycan- Devlet Petrol Fonu	Mauritius -UVF	
Kazakistan -Baiterek	Nijerya Varlık Fonu Yatırım Otoritesi	
Kazakistan -Samruk-Kazyna	Nijerya Bayelsa Kalkınma ve Yatırım Ş.	
Kazakistan Ulusal Fonu	Senegal Fonsis	
Kazakistan NIC		
Türkmenistan İstikrar Fonu		

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

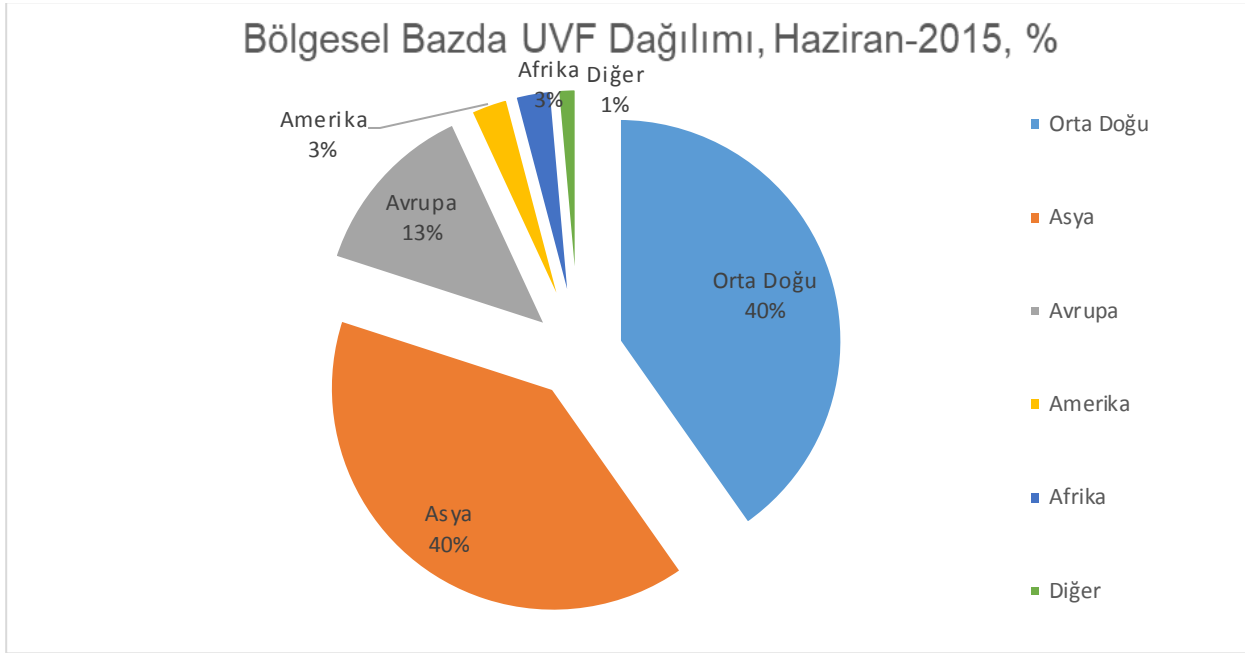
2014 yılında yayımlanan Sovereign Wealth Funds Rankings raporunda ve diğer çalışmalarda belirtildiği üzere, Ulusal Varlık Fonlarının kontrolü altındaki varlıkların boyutu 1990'da 500 milyon dolardan 2009'da yaklaşık 3,5 trilyon dolara kadar yükselmiştir. 2010 yılı kompozisyonuna bakıldığında toplam varlıkların %55,21 petrol kaynaklı, %44,79'u ise diğer sektör bazlı varlıklardan oluşmakta iken, 2015 yılında bu oran sırasıyla %56,60 ve %43,40 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yılında toplamda 6,65 trilyon dolar seviyelerine ulaşan hacmiyle dikkate değer bulunan bu belirsiz yatırım araçlarının daha fazla düzenlenmesi için çeşitli çağrılar yapılmaktadır (Lel & Kotter, 2011; Alhashel, 2015).

Şekil 2: UVF Değerleri açısından Varlık Fonları Durumu, 2016 Verileri, Milyar \$



Ayrıca, uluslararası yatırımcılar açısından ülke fonların şeffaflığı ve denetimi son derece önemlidir. 2008 yılında Carl Lineburg ve Michael Maduel tarafından geliştirilen Linaburg-Maduel Endeksi şeffaflık açısından ülke fonlarını derecelendirmede kullanılan bir endekstir. Bir fonun elde edebileceği en yüksek derecelendirme notu 10, en düşük ise 1'dir. Ülke Fon Enstitüsü (SWFI) tarafından tavsiye edilen minimum şeffaflık notu 8 puandır. Norveç Fonu şeffaflık açısından 10 tam puana sahiptir (Sovereign Wealth Fund Institute, 2018).

Şekil 3: Bölgesel Bazda UVF Dağılımı, Haziran 2015 Verileri, %



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

Bölgesel bazda bu fonlarda en büyük payı %40,24 ile Orta Doğu alırken, bu bölgeyi %39,74 ile Asya, %13,11 ile Avrupa, %2,70 ile Afrika ve %2,8 ile Amerika ve %1,4 ile diğer bölgeler takip etmektedir (Sovereign Wealth Fund Institute, 2018).

Tablo 4: Ülkelere Göre En Büyük Varlık Fonları ve Varlık Değerleri (Milyar \$)

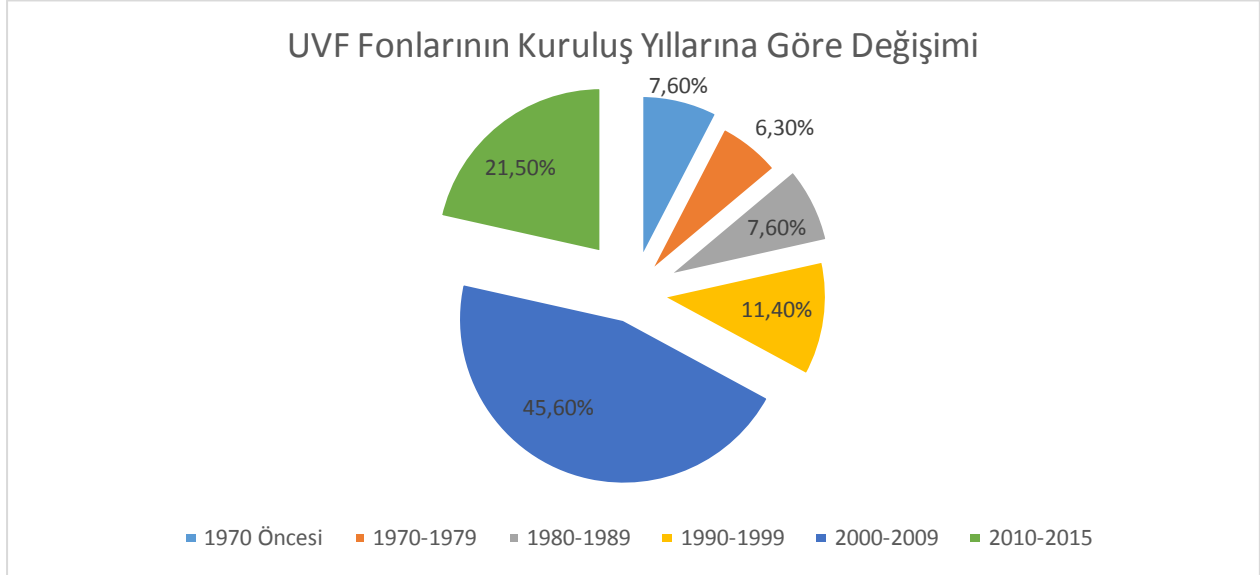
Varlık Fonu Adı	Ülke	Türü	Ocak 2016	Haziran 2016	Haziran 2017
Sosyal Güvenlik Güven Fonu	ABD	Ulusal Emeklilik	Veri yok	2.865,3	2.911,4
Hükümet Emeklilik Yatırım Fonu	Japonya	Ulusal Emeklilik	Veri yok	1.264,4	1.328,0
Hükümet Emeklilik Fonu- Küresel	Norveç	UVF	824,9	850	954,1
Abu Dabi Yatırım Otoritesi	BAE	UVF	773	792	828
Çin Yatırım Şirketi	Çin	UVF	746,7	813,8	813,5
SAMA Yabancı Holding	S.Arabistan	UVF	668,6	582,4	515,9
Kore Cumh. Ulusal Emeklilik Fonu	Güney Kore	Ulusal Emeklilik	Veri yok	408,7	507,5
Kuveyt Yatırım Otoritesi	Kuveyt	UVF	592	511	524
SAFE Yatırım Şirketi	Çin	UVF	547	441,4	474
Hong Kong Para Otoritesi Yatırım	Hong Kong	UVF	417,9	456,6	503,0
Singapur Hükümet Yatırım	Singapur	UVF	344	350	359
Katar Yatırım Otoritesi	Katar	UVF	256	335	320

Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> sayfasından derlenmiştir.

Küresel kriz süresi ve sonrasında ABD'nin para politikasının kaptanlığını yürüten ABD Federal Rezerv Bankası Başkanı Ben Bernanke'ye göre, yaşanan son küresel krizde batı finansal kurumlara

yönelik acil fonlamanın yaklaşık üçte biri Asya ve Arap UVF'lardan gelmiştir⁶. 2016 yılı verileri ile ele alındığında, Norveç, Birleşik Arap Emirlikleri, Çin, Suudi Arabistan, Kuveyt ve Singapur'un bu varlık pazarında baskın oyuncular olduğu açıkça görülebilir. UVF'lere olan artan ilginin bir diğer nedeni, ağırlıklı olarak fonların Batı dünyasının en büyük firmalarına yatırılmış olmasıdır. Özellikle son mali kriz sırasında Citicorp ve Merrill Lynch gibi büyük finansal şirketlere UVF'ler tarafından yapılan büyük yatırımlar çok dikkat çekmiştir (Alhashe1, 2015, s. 2).

Şekil 4: UVF Fonlarının Kuruluş Yıllarına Göre Dağılımı, %



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

UVF kuruluş yılları açısından onar yıllık bir aralıkla incelendiğinde, 1970 öncesi kurulan UVF'lerin toplam UVF'ye oranı %7,60 seviyesindeyken, sırasıyla takip eden on yıllarda, 1970-80 yılları arasında %6,3, 1980-1989 arasında %7,6, 1990-1999 yılları arasında %11,40 seviyesinde seyretmiştir. 2000-2009 yılları arasında bu fonlar patlama yaşayarak %45,60 gibi rekor bir seviyeye ulaşmıştır. UVF fonları 2010-2015 yılları arasında %21,5 artışla en önemli ikinci patlamasını yaşamıştır. Diğer bir ifade ile Ulusal Varlık Fonlarının %67,1'i son 15 yılda kurulmuştur (Sovereign Wealth Fund Institute, 2018).

En büyük hacme sahip UVF'ler incelendiğinde, 1935 yılında kurulan ve Hazine Departmanı tarafından yönetilen ABD Sosyal Güvenlik Güven Fonları Yaşlılık ve Hayatta Kalma Sigortası (OASI) ve Engellilik Sigortası (DI) Güven Fonu listenin en başında yer alan fondur. Doğrudan UVF olarak adlandırılmasa da ulusal emeklilik fonu kapsamında ele alabilinen bu fon, Sosyal Güvenlik programının başlangıcından bu yana devam etmektedir. Haziran 2017 verisine göre fon 2 trilyon 911 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Bu güven fonlarının sahip olduğu tüm menkul kıymetler ABD Federal Hükümeti tarafından yönetilmektedir.

Japonya Hükümet Emeklilik Yatırım Fonu (GPIF) başlangıçta Nisan 2001'de Emekli Maaşı Hizmet Şirketi (Nenpuku) yerine geçerek kurulmuştur. Daha sonra bir organizasyon değişikliği yapılmış ve 1 Nisan 2006'da Bağımsız Emekli Sandığı ve Ulusal Emeklilik Yedek Fonlarını yönetmek ve yatırım yapmak için bağımsız bir idari kurum yeniden yapılanmıştır. GPIF, 31 Mart 2006'da feshedilen eski Hükümet Emeklilik Yatırım Fonu'nun sorumluluklarını devralmıştır. Fon

⁶ Konuşmanın tam metni için bakınız. <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/bernanke-speechmonetary-policy-since-the-onset-of-the-crisis/>

Haziran 2017 itibariyle 1 trilyon 328 milyar dolar seviyesindedir (Sovereign Wealth Fund Institute, 2018).

2016 verileri ile 127 milyon nüfusa sahip ülkede, Japonya Hükümet Emeklilik Yatırım Fonu'nun (GPIF) görevi, Sağlık, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanının emanet ettiği yedek fonlara yatırım yaparak, Personel Emeklilik Sigortası ve Milli Emeklilik şemalarının istikrarına katkıda bulunmaktadır. Kar payları özel olarak Özel Emeklilik Hesabına ödenmekte ve bu özel hesapta tutulmaktadır.

Norveç, hidrokarbon kaynaklarının verimli kullanılmasından büyük ölçüde yararlanan gelişmiş bir ekonomiye sahiptir. Batı Avrupa'da kanıtlanmış en büyük petrol rezervine sahip olan bu ülke, Suudi Arabistan, Rusya ve Birleşik Arap Emirliklerinden sonra dünyadaki 4. en büyük petrol ihracatçısı ülkedir. 1990 yılında Devlet petrol fonu olarak Norveç tarafından oluşturulan bu fonun ismi, 2005 yılında Hükümet Emeklilik Fonu-Küresel olarak değiştirilmiştir. Daha sonra Maliye Bakanlığı bu fonun işletme yönetimini Norveç Merkez Bankası'nın bir parçası olan Norges Bank'a devretmiştir (Bahgat, 2008).

En büyük fonlardan olan ve 1976 yılında kurulan Abu Dabi Yatırım Otoritesi fonu, petrol gelirlerinden elde edilen varlıkların yönetimine odaklanan bir fondur. Linaburg-Maduel endeksine göre 6 saydamlık endeksine sahip olan bu fon, orta sıralarda yer almaktadır. 828 milyar dolarlık bir büyüklüğe sahip olan bu kuruluş, en büyük hacimli fonlar arasında yer alır (Sovereign Wealth Fund Institute, 2018).

Türkiye fon büyüklüğü göz önünde bulundurulduğunda yukarıdaki tabloda yer alan devler liginde yer alamayacak durumda olduğu aşikardır. 100 yıllık bir fon ile sınıflandırılması da beklenmemelidir. Çok yeni olan bu fonun rakibi niteliğinde yer alabilecek fonlar aşağıdaki tabloda sınıflandırılmışlardır.

Tablo 5: Görece Küçük Ölçek Varlık Fonları, 2016, Milyar \$

Varlık Fonu Adı	Ülke	Ocak 2016 Değeri
Ulusal Sosyal Güvenlik Fonu	Çin	236
Tamasek Holding	Singapur	193,6
Dubai Yatırım Şirketi	Birleşik Arap Emirlikleri	183
Abu Dabi Yatırım Konseyi	Birleşik Arap Emirlikleri	110
Avustralya Gelecek Fonu	Avustralya	95
Samruk-Kazyna JSC	Kazakistan	85,1

Kaynak: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> sayfasından derlenmiştir.

2008 yılında kurulan Kazak fonu saydamlık ve şeffaflık açısından örnek alınabilecek bir fondur 10 puana sahip fon başlangıç seviyedeki bir girişim olan TVF için tam tamına gelecek için vizyon niteliği taşımaktadır.

4. Türkiye Varlık Fonu

Ağustos 2016'da Türkiye'nin stratejik varlıklarını geliştirmek, değerlerini artırmak ve böylece ülkenin öncelikli yatırımları için kaynak sağlama misyonu ile kurulmuştur. Yaptığı yatırımlar, performans ve şeffaflığa odaklı kurumsal yönetim anlayışı ile dünyanın en başarılı varlık fonlarından birisi olmayı amaçlayan fon, ekonomik istikrarının artırılması ve kalkınmasına katkı sağlamak, kamuya ait olan varlıkları daha etkin ve verimli bir şekilde yönetmek; mevcut kamu

varlığına değer katarak gelecek nesiller için daha güçlü bir Türkiye hazırlamak amacı taşımaktadır (Türkiye Varlık Fonu, 2017).

- Türkiye Varlık Fonu (TVF) Yönetimi A.Ş. “Stratejik Yatırım Planı” çerçevesinde, Başbakanlığa bağlı, profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilen, özel hukuk hükümlerine tabi bir anonim şirket yapısındadır. TVF’nin ana amaçları (Türkiye Varlık Fonu, 2017):
- Önemli kamu varlıklarında değer artışı sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmak,
- Katılım finansmana uygun varlıkların gelişmesine destek olmak,
- Sermaye piyasalarının araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak,
- Türkiye’ye daha fazla yatırımcı ilgisini çekmek ve yeni yatırımlar için sermaye sağlamak,
- Stratejik önem arz eden sektörlerin gelişmesine ve büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek amacıyla Türkiye Varlık Fonu’nu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek olarak belirlenmiştir.

Türkiye Varlık Fonu içerisinde Türkiye Petrol Anonim Ortaklığı, Botaş, PTT, Türk Hava Yolları, Türk Telekom, Halk Bankası, Ziraat Bankası, Çaykur, Borsa İstanbul, Milli Piyango, TCDD, Eti Maden, Türksat, Türkiye Denizcilik İşletmeleri, Türkiye Jokey Kulübü ve Kayseri Şeker Fabrikasının kamu payları ve devlet mülkiyetinde bazı taşınmazlar yer almaktadır.

Ayrıca, 01.03.2018 tarihinde Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. BIST Girişim Sermayesi Yatırım Fonu’nun kuruluşuna izin verilmesi talebinin olumlu karşılanmasına SPK tarafından karar verilmiştir. (Sermaye Piyasası Kurulu, 2018).

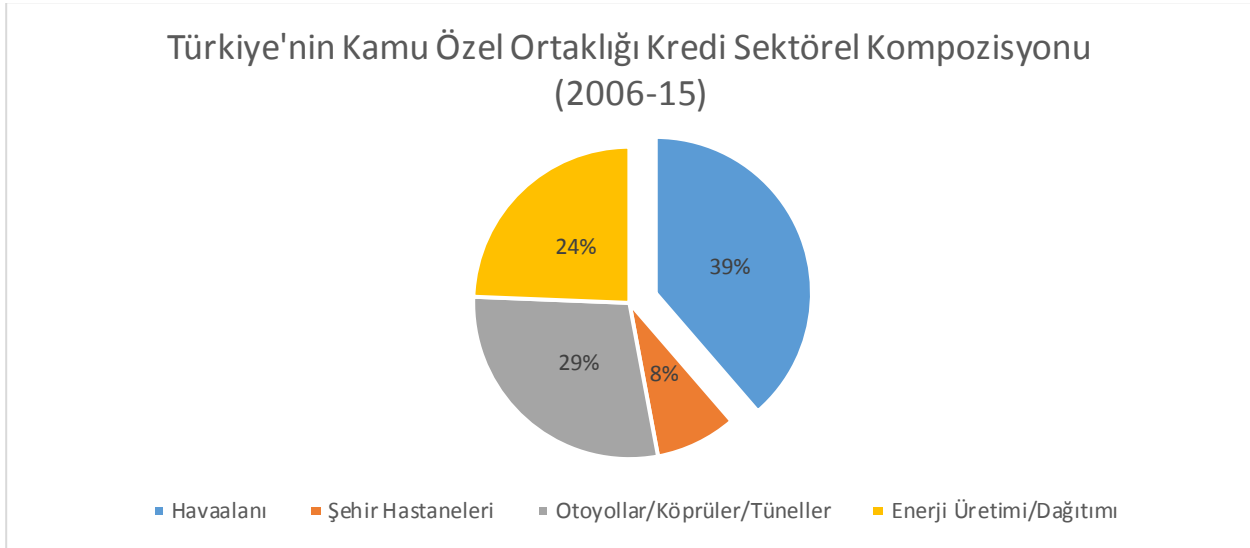
Öte yandan, borsadaki kayıt ve kotasyon ücretlerinden, kurumlar ve gelir vergisinden, belediyelere ödenecek çeşitli vergi ve harçlardan muaf olan bu ayrıcalıklı fon, ihale ve devlet memurları özelleştirme kanunlarına da konu olmaktan çıkarılmış ve özel hukuk hükümlerine tabi olacak şekilde uyarlanmıştır. Bu yönüyle fonun Sayıştay denetimine tabi olmaması önemli eleştirilere maruz kalmasına ve kamuoyu tepkisi almasına sebep olmuştur (Güçlü , 2018).

Türkiye Varlık Fonu’nun bir cari fazla veya bütçe fazlası olarak kurulan bir yapı olmaması onun, emeklilik ihtiyat, rezerv ya da tasarruf fonu sınıflandırmasına alınmasını engellerken, fonun kuruluş sebepleri arasında stratejik amaçların güdüldüğünün belirtilmesi bu fonu stratejik kalkınma ulusal varlık fonu statüsüne yerleştirmektedir.

Nitekim, fonun kuruluş gerekçesinde şu stratejik amaçların hedeflendiği vurgusu da yapılmaktadır. TVF ile (Güçlü , 2018):

- Gelecek on yıl içinde yıllık %1,5 oranında ekstra büyüme oranı sağlanması,
- Yeni yatırımların istihdama ekstra yüzbinlerce kişilik katkı sağlanması,
- Büyük altyapı projelerine (Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi) kamu kesimi borcu artırılmaksızın finansman sağlanması (Kamu Özel Ortaklığı),
- Teknoloji yoğun sektörlerdeki (Savunma, havacılık ve yazılım gibi) yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması,
- Türkiye için önem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlerle yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan arz güvenliğini sağlamak adına doğrudan yatırım yapılabilmesi amaçlanır.

Şekil 5: Türkiye'nin Kamu Özel Ortaklığı Kredi Sektörel Kompozisyonu (2006-15 yıllar aralığı)



Kaynak: Dünya Bankası

Dünya Bankası verilerinden hareketle, son on yılda yapılan Kamu Özel Ortaklığı projelerinin bu stratejik kalkınma projelerinin kompozisyonunda önemli bir yer tuttuğu söylenebilir. Toplamda 119 milyar dolarlık hacme sahip bu kredilerin, 46 milyar doları (%39) havaalanı projeleri için, 34 milyar doları ise (%29) otoyollar, köprüler ve tüneller için harcanmıştır. Geriye kalan 39 milyar doların 29 milyar doları (%24) enerji üretim ve dağıtım için, 10 milyar doları (%8) ise şehir hastaneleri projeleri için harcanmıştır.

Türkiye Varlık Fonu, 6741 sayılı Kanun 6. maddesi uyarınca 3 aşamalı bir denetim sürecine tabi bir yapıdır. Fonun ve bağlı kuruluşlarının tam hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkesi ve kurumsal yönetim prensipleri dahilinde yürütülecek olan tüm faaliyet ve operasyonları denetime tabidir. Bu üç aşamayı ise:

1. Mali Denetim; denetim firmalarının önde gelen sektör temsilcilerince,
2. Yasama Denetimi; Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonunca,
3. Başbakanlık Denetimi; en az üç merkezi denetim elemanınca yapılacaktır.

Ayrıca, fona devredilmiş varlık ve şirketlerin denetimine, mevzuata göre Sayıştay ve/veya BDDK ve/veya SPK tarafından devam edilmektedir. Şu an itibarıyla fon, Linaburg-Maduel şeffaflık endeksinde taranmamaktadır.

Uluslararası Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI) araştırmacısı Spencer Ward ile TVF ile ilgili talep edilen verilerle ilgili olarak uzman araştırmacı TVF'ye istinaden şu açıklamalarda bulunmuştur:

“TVF'nin statüsü ve uzun vadeli yatırım hedefleri, herhangi bir somut ayrıntı veya mali rapor yayınlamadığından, yönetim kurulunun kargaşa içinde olduğu ve şimdiye kadar önemli sermaye yöneticilerini çekemediğinden, kesin olarak anlaşılması güç olan belirsiz bir yapıdır. Bu nedenle, SWFI ile herhangi bir türden bir şeffaflık notu taşımamaktadır (1-10 arası bir ölçekte dahi ölçülemez).”

Ayrıca, TVF'nin 2017 yılında yapılan Uluslararası Varlık Fonları Forumuna (IFSWF) üye olarak kabul edildiğini belirtilmiştir. Çelişki niteliğinde bir örnekle saydamlık ve forum davetlisi olmanın bir niteliğinin olmadığına da vurgu yapılmıştır. Örnek olarak Libya Yatırım Otoritesinin de bu foruma üyeliğinin bulunduğu ancak, fonun saydamlık puanının SWFI'nin Linaburg-Maduel

endeksinden 10 üzerinden 1 saydamlık endeksine sahip olduğunu ifade edilmiştir. Bu yönüyle Libya Yatırım Otoritesi özelinde Santiago ilkeleri açısından saydamlık, iyi yönetim, hesap verilebilirlik açısından sınıfta kaldığı söylenebilir. TVF için de muğlaklık ve yönetim açısından bir strateji ortaya konulmazsa aynı kaniya ve sonuca maruz kalacağı yetkili tarafından dolayı da olsa ima edilmektedir.

Kamuoyu Aydınlatma Platformu aracılığıyla yapılan muhtelif açıklamalarda, TVF'nin 40 milyar ABD doları tutarındaki kısmı, Türk Hava Yolları, Türk Telekom, T.C. Ziraat Bankası A.Ş. ve Türkiye Halk Bankası A.Ş.'nin de dahil olduğu devlet bankaları ile piyango sistemi gibi devlet idarelerinden oluşmaktadır. Bu durum daha çok çeşitlendirilmiş bir likit varlığa yatırım yapmak için fon kaynağı kullanan aşırı kaynak veya bütçe geliri olan bir ulusal varlık fonundan ziyade bir ulusal kalkınma bankasına benzer bir yapının ortaya çıkmasına sebep olmaktadır.

5. Sonuç ve Değerlendirme

UVF'ler, gelişmiş ülkelerin bankacılık sistemini dengelemeye yardımcı olan fonlar sağlayarak, beklenmedik bir şekilde dengeleyici bir rol oynamışlardır. Ayrıca hem bölgesel bazda hem de daha geniş ölçekte gelişmekte olan ülkeler arasındaki mali iş birliğini artırmak için önemli bir fırsat yaratmışlardır. İstikrar, tasarruf fonu, ihtiyat (rezerv), kalkınma ve açık emeklilik fonları şeklinde amaçlarına göre sınıflandırılabilen bu fonlar, on yıllardır finansal aktivitelerde yer almaktadır.

Bütçe ve ekonomiyi aşırı ihracat ve hasıla oynaklıklarına karşı koruma ve istikrarını sağlamak, yenilenemeyen emtia üretimini çeşitlendirmek, döviz kurundan daha fazla getiri elde etmek, para otoritelerine istenmeyen likiditeyi yaymaya yardım etmek, gelecek nesiller için tasarrufu artırmak, sosyal ve ekonomik kalkınmayı fonlamak, hedef ülkeler için uzun dönem sürdürülebilir büyüme oranlarını sağlamak, ve/veya politik strateji uygulamak UVF'lerin muhtelif ortak amaçları arasında yer alsa da bu amaçlar ülkeden ülkeye farklılık arz etmektedirler.

Türkiye Varlık Fonu'nun bir cari fazla veya bütçe fazlası olarak kurulan bir yapı olmaması onun, emeklilik ihtiyat, rezerv ya da tasarruf fonu sınıflandırmasına alınmasını engellerken, fonun kuruluş sebepleri arasında stratejik amaçların güdüldüğünün belirtilmesi muammaları bünyesinde barındırsa da bu fonu stratejik kalkınma ulusal varlık fonu statüsüne yerleştirmemize imkân tanımaktadır.

Mevcut statüsü ile ele alındığında, tıpkı bebek endüstriler tezinde olduğu gibi metafor olarak düşünüldüğünde TVF, dünya hasılasının %1'ine sahip olan çok yeni bir girişimdir. 7,5 trilyon dolarlık hacimli piyasada yalnızca 52 milyar dolar seviyeleri ile %0,7'lere dahi ulaşamamakta ve oldukça küçük bir ekonomik aktör ve girişim olarak kalmaktadır.

Ayrıca, Varlık fonlarının başarılı sayılabilmesi açısından çeşitli kriterlerden bahsedilebilir. Saydamlık, iyi yönetim, gelecek nesiller için gelir yaratma, tasarruf yaratabilme, yatırım açısından stratejik ve katma değer yaratabilecek sektörlerle yönelebilmek, fonların bilanço aktiflerinin üssel olarak artış sergileyebilmesi başarı kriterleri arasındadır. Nitekim Linaburg-Maduel şeffaflık endeksinin verdiği 1-10 skalasındaki puanlar karşılaştırmalı analiz açısından önem teşkil eder niteliktedir. Nitekim küresel bazda ders niteliğinde başarı örneklerinden 25 yıllık Norveç Varlık fonu en iyi yönetilen fon olarak metin içerisinde bahse konu edilmiştir.

Ayrıca, Dünya örneklerinin aksine bu fonun büyük ölçüde yurt dışı fon tedariki açısından tıkanan sektörlerle likidite sağlama çabası taşıdığı ve bu amaçla tasarlandığı da ifade edilebilir. Küresel bazda parasal genişlemenin sona erdiği sürece müteakiben, içeride özelleştirme gelirlerinin tıkanması, portföy yatırımlarının cazibesini yitirdiği, enflasyonun tekrar iki hanelere yükseldiği son yıllarda %7 gibi iddialı büyüme sergileyen, yükselen ekonomi olmayı orta ve uzun vadede amaçlayan, dünya hasılasından %1 pay alan on sekizinci sıradaki bir ülkenin ilk ona girebilmesi teorik ve ampirik açıdan kısa vadede mevcut yapısal sorunlar devam ettiği müddetçe pek mümkün görünmemektedir. Tasarruf açığı olan ülkelerin fon fazlalarının kendi çekim alanlarına kanalize

edebilmesi ve sürdürülebilir büyümeyi bu fonlarla sağlayabilmesi için uluslararası normlarca kabul gören kurumlarının etkinliğini, hukukun üstünlüğünü, özel mülkiyet haklarının korunacağına dair sermayeye kalıcı güveni temin etmesi tabiri caizse inelastik bir durumdur. Yakın ekonomi politik tarih merceğe altına alındığında ise, Türkiye ekonomisinin iktisadi kurum ve kuruluşlarına yatırım yapılmasını ve yabancı yatırımı cezbetmesini sağlayacak uluslararası reyting kuruluşlarından yeterli kredibilite ve güven vasıflarını sağlayamadığı dahil ileri sürülebilir. Dışa açık bir ekonomi modelinin benimsendiği, ihracata yönelik sanayi stratejisinin güdüldüğü ve fakat montaja dayalı enerji, ara mal ve yüksek teknoloji ürünlerine dışa bağımlı bir ekonomik yapının katma değer üretimi açısından sınıfta kaldığı, işgücünü ve insan sermayesini yeterince etkin kullanmadığı ifade edilebilir. Bu haliyle geçek nesillere servet aktarımından daha ziyade elindeki varlıkları etkin ve verimli kullanmaktan aciz bir yönetim sergileyeceği ileri sürülebilir. Yüksek faiz düşük kur politikaları ile çözülemeyen ekonomik yapıya yapısal sorunların, enerji dışa bağımlılığının ve paralelinde cari açık kırılganlıkların etkisi de yadsınmaz. Gezi olayları, 17-25 Aralık, 15 Temmuz gibi politik belirsizlik ve istikrarsızlıkların da dinamizme olumsuz etkileri düşünüldüğünde uluslararası piyasalardaki itibarın yatırımcılarca çok da iç açıcı olmadığı ileri sürülebilir.

Öte yandan, Türkiye ateş çemberi çevre ülkelerine nazaran üç milyon göçmene ev sahipliği yapan ve sınırları kesin hatlarla çizilmese de hâlen ekonomisini kredi genişlemeleri ile büyümeye odaklayan ve 2001 krizi sonrasında inşa ettiği yapılanmayla ve neoliberal politikalarla yürütmeye devam ettirmektedir. Sosyal patlamalara ve kapitalizmin kendini yeniden evirmelerine maruz bıraktığı bu kompleks yapı içerisinde Türkiye'nin dinamik genç nüfusu fırsat ve tehditleri de bir arada barındırmaktadır. İstihdam politikaları, Havalimanı projeleri, şehir hastaneleri ülkenin makro ekonomik politikaları açısından kritik büyüklükteki önemli girişimlerdir ve bu girişimlerin finansmanı için varlık fonu oldukça önemli bir kaynak olabilir.

Kabul etmek gerekir ki, TVF daha çok yeni ve henüz emekleme aşamasındadır. Kısa vadede, saydamlık, iyi yönetim, hesap verilebilirlik açısından birçok eksiğinin olması doğaldır. O yüzden bu eksikliklerin en kısa sürede tamamlanması kaçınılmazdır. Ayrıca, Türkiye Varlık Fonunun gelirleri yönünden yapılan açıklamalar belirgin ve kamuoyunu aydınlatıcı bir seviyededir. Ancak fon gelirlerinin kaynak olarak ne şekilde, nasıl ve hangi sektörlere aktarılacağına kanunda belirtilmemiş olması, belirsizlik ortamına zemin hazırlamaktadır. Bunlara karşılık fondaki gelir getiren varlıkların iyi yönetilerek kaynak oluşturulması ve büyük projelere buradan destek verilmesi mümkün görünmektedir. İyi yönetilmesi ön şartı ile beraber dışsal şoklara karşı önemli bir kalkan görevi görmesi ve küresel rekabette Türkiye'nin elini güçlendirmesi de olası sonuçlar arasındadır.

Kaynakça

- Alhashel, B. (2015). Sovereign Wealth Funds: A literature review. *Journal of Economics and Business*, 78(C), 1-13.
- Bahgat, G. (2008). Sovereign Wealth Funds: Dangers and Opportunities. *International Affairs (Royal Institute of International Affairs 1944-)*, 84(6), 1189-1204.
- Catelli, M., ve Scacciavillani, F. (2012). *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*. London: Wiley.
- Curzio, A., ve Miceli, V. (2010). *Sovereign Wealth Funds: A Complete Guide to State-Owned Investment Funds*. Harriman House.
- Das, U. S., Mazerai, A., ve Van Den Hoorn, H. (2010). *Economics of Sovereign Wealth Funds Issues for Policymakers*. Washington: International Monetary Fund.
- De Bellis, M. (2011). Global Standards for Sovereign Wealth Funds: The Quest for Transparency. *Asian Journal of International Law*. doi:10.1017/S2044251310000123

- Dünya Gazetesi. (2017, 10 Temmuz). *Türkiye Varlık Fonu Üzerine*. Dünya Gazetesi. <https://www.dunya.com/kose-yazisi/turkiye-varlik-fonu-uzerine/384981>
- Fawcett, M. G. (2018, March 8). *Texas permanent school fund*. Retrieved from http://www.tea.state.tx.us/index4.aspx?id=2147485578&menu_id=2147483695
- Güçlü, M. (2018). Ulusal Varlık Fonları: Türkiye Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 9(1), 39-53. <http://dx.doi.org/10.18354/esam.336762>
- Hsu, L. (2015). Sovereign Wealth Funds: Investors in search of an identity in the twenty-first century. *International Review of Law*.
- IMF. (2007). *Guide on Resource Revenue Transparency*. Washington D.C.: IMF.
- Lel, U., ve Kotter, J. (2011). Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds. *Journal of Financial Economics*, 360-381.
- Park, D. (2011). *Sovereign Asset Management for a Post Crisis World*. London: Central Banking Publications.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2018). *2018/9 No'lu Bülten- C. Yeni Faaliyet İzinleri*. Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni: <http://spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2018&no=9>
- Sovereign Wealth Fund Institute. (2018). *Sovereign Wealth Funds Rankings*. Retrieved from <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
- Sovereign Wealth Funds Institute. (2018, March 8). *What is SWF? About Sovereign Wealth Funds*. Retrieved from <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>
- Subacchi, P. (2008). *GCC Sovereign Wealth Funds: a tale of two continents, in the Gulf Region: a New Hub of Global Financial Power*. (P. Subacchi, ve J. Nugee, Dü) Chatnam House.
- Truman, E. M. (2007). A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds. *Conference on China's Exchange Rate Policy*. Washington: Peterson Institute for International Economics .
- Türkiye Varlık Fonu. (2018, 8 Mart). Türkiye Varlık Fonu A. Ş. <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda>
- Yi-Chong, X. (2010). The Political Economy of Sovereign Wealth Funds. in X. Yi-Chong, & G. Bahgat, *The Political Economy of Sovereign Wealth Funds*.