

**Araştırma Makalesi/ Research Article**

Geliş Tarihi / Received: 12.09.2018 • Kabul Tarihi / Accepted: 14.11.2018

## **Küresel Piyasalarda Finansal Serbestleşmenin Popüler Bir Yansıma Eksenini Olarak Ulusal Varlık Fonları**

**Bahar BURTAN DOĞAN**

Doç. Dr.

Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü – Diyarbakır – Türkiye

ORCID: 0000-0001-983-2423

baharburtandogan@yahoo.com, bahar.burtandogan@dicle.edu.tr

**Mehmet KAYA**

Doç. Dr.

Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü – Diyarbakır – Türkiye

ORCID: 0000-0002-9495-4141

mehmetkaya086@gmail.com

### **Öz**

Küreselleşmenin malî sektöre en önemli yansıması, sermayenin piyasalar arasında dolaşımının serbestleştirilmesi olmuştur. Küreselleşmeye ilave olarak teknolojik ilerlemelerin de etkisiyle sermaye sınırları hızlıca aşmış ve dünyada çeşitli ülkelere yayılan bir ağ oluşturulmuştur. Bu serbestleştirme bir yandan sermayeye yeni kar olanakları sağlarken, diğer yandan da sermaye açığı bulunan gelişmekte olan ülkelere sermaye akışı ile finansman olanakları sunmuştur.

Küresel finansal serbestleşmenin yansımasının görüldüğü bir başka alan ise ulusal varlık fonlarıdır. Ülkemizdeki varlığı görece yeni olmakla birlikte dünyadaki örnekleri çok eskilere dayanan ulusal varlık fonları, günümüz itibarıyla uluslararası finansal piyasaları temelinden sarsabilecek büyüklüklere ulaşmıştır. Önceleri stratejik sektörlerde yatırım yapan ulusal varlık fonları, süreç içerisinde portföylerine her türlü yatırımı katmıştır.

Ulusal varlık fonlarının ele alındığı bu çalışmada, varlık fonlarının günümüz şartları dâhilinde ifade ettiği anlam, politika aracı haline dönüştürülme süreçleri, finansman alanındaki yeri, rolü, amaçları, uluslararası ilkeleri ve türleri irdelenerek, dünyadaki işleyişi belli başlı örnekleri mercek altına alınmıştır. Ayrıca Türkiye’de uygulanacak varlık fonunun özellikleri ile işleyişi ana hatlarıyla açıklandıktan sonra bu fonların finansal serbestleşmeyle ilişkisi analiz edilmiştir.

**Anahtar Sözcükler:** Ulusal Varlık Fonları, Finansal Serbestleşme, Finans.

## **Sovereign Wealth Funds As a Popular Reflection Scope Of Financial Liberalization In Global Markets**

### **Abstract**

The most important reflection of globalization on financial sector is the liberalization of capital movements among markets. In addition to globalization, capital moved rapidly beyond markets with the impact of technologic advancements and a network was formed in the world expanding to various countries. This liberalization enabled capital new profit opportunities on one hand, and provided developing countries with capital deficit capital flow and financing opportunities on the other.

Another field which the reflection of global financial liberalization observed is the sovereign wealth funds. The examples of sovereign wealth funds in the world, presence of which in our country is relatively late, date back to older times, reached magnitudes as of today, that can rock the foundations of international financial markets. Sovereign wealth funds, which invested in strategic sectors in the beginning, superadded every sort of investment to their portfolio within the process.

In this study, which sovereign wealth funds are dealt with, the meaning of the sovereign wealth fund in the present conditions of today, the processes of transforming to political instrument, its place, role, aims in finance field, its international principles and types and its functions and major examples in the world are put under the scope. Additionally, the relationship of these funds with the financial relationship is analyzed from fiscal perspective after the features and functioning of the sovereign wealth fund to be implemented in Turkey is explained in with the main lines.

**Keywords:** National Sovereign Wealth Fund, Financial Liberalization, Finance.

## GİRİŞ

Bireysel ve toplumsal iktisadi sorunlarımızın başında, hiç kuşkusuz ki mevcut üretim imkânlarının ihtiyaçlarımız için dengeli tahsisi ve bu amaç doğrultusunda doğru kararlar alınmasının sağlanması gelmektedir. Söz konusu iktisadi kararlar sadece bugünü değil geleceği de şekillendirmektedir. Bireysel olarak hayatın kötü sürprizlerine karşı güvence sağlamak ve gelecekte daha iyi bir hayat sürmek için imkânlarımız ölçüsünde tasarruf etmenin önem arz ettiği yadsınamaz bir gerçekliktir. Benzer durum, makro ölçekte toplumun bugününü olduğu kadar geleceğini de düşünmek zorunda olan ülkeler için de geçerlidir. Ekonomik büyüme ve refah, ulusal kaynakların kullanımındaki daha etkin finansal kararlar ile sağlanabilecektir. Bunu sağlamanın yollarından biri de sermaye birikimine ve çeşitliliğine olanak sağlayan ve kamusal varlıkları ekonomiye kazandıran ulusal varlık fonlarıdır. Şüphesiz ülkelerin bu konudaki imkânları da farklılık göstermektedir.

Varlık fonları, devletlerce finanse edilen ve yönetilen en güçlü finansal araçlardan biridir. Bu fonlar aracılığıyla başka ülkelerde hatta kıtalarda önemli miktarlarda yatırım yapılabilen ve piyasalar üzerinde önemli derecelerde etki edilebilmektedir. Ancak finansal bir kurum mu yoksa finansal bir araç mı olduğu tartışmalıdır. Zira varlık fonları, sahibi olan devlet tarafından bir kurum olarak yönetilmekte, yabancı bir devlete ait olması durumunda da menşei bakımından bir kurum kabul edilebilmektedir. Bu nedenle bazı ülkelere varlık fonlarına, yerleştikleri ülkenin iç ve dış dinamiklerini derinden sarsma gücü ve potansiyeline sahip olmaları nedeniyle mesafeli yaklaşılabilir. Öte yandan varlık fonlarının, bir başka devlete ait olması durumunda politik meselelere müdahil olabilme ihtimalleri bulunmaktadır. Bu handikapları sınırlandırmak amacıyla bazı devletler tarafından kabul edilen Santiago İlkeleri bir sonraki başlıkta açıklanacaktır. Varlık fonlarının sakıncaları kadar yararları da bulunmakta olup bunlardan en önemlisi yatırım yapılan ülkeyi ekonomik şok ve durgunluklardan koruma işlevi görmesidir.

Nitekim petrol rezervleri bakımından ihracatçı konumdaki devletlerin ve bütçe fazlası/ cari fazla veren devletlerin elde ettikleri fazla gelirler bir fonun içinde toplanarak, istikrarın sağlanması veya kalkınmanın finansmanı gibi hedeflerin gerçekleşmesinde kullanılmaktadır. Bu fonlar doğrudan sistem içerisinde ya da finans sistemi içerisinde değerlendirilebilmektedir. Öte yandan varlık fonları, büyüklükleri de göz önünde bulundurulduğunda, yapıları gereği uzun dönemli, riskli ve dolayısıyla getirisi yüksek yatırım argümanları olduğu için etki güçleri yüksek bir varlıktır.

Küreselleşme ile sınırların olmadığı bir dünya oluşmuş, ekonomik alana yansıması ise en fazla finans sektörü üzerinden gerçekleşmiştir. Son yıllarda artan teknolojik gelişmeler sayesinde bu fonlar dünyada fiber optik kablo ağları vasıtasıyla piyasadan piyasaya ve ülkeden ülkeye hızla sirküle olmuştur. Bir başka

deyişle bu devasa fonlar, teknolojik ilerlemelerin de etkisiyle küreselleşme ve finansal sistem üzerinden ülkeler arasında hızlıca dolaşabilecek hale gelmiş ve sermayenin serbest dolaşımını kolaylaştırmıştır.

Bu çalışmada, varlık fonlarının ekonomilere nasıl yön verdiği, politika aracı haline ne şekilde dönüştürülebildiği dünyadaki örnekler, temel prensipler ve işleyişlerden istifadeyle ele alınacaktır. Büyük ölçekli fonlardan birkaçına değindikten sonra Türkiye'deki uygulanacak varlık fonunun özellikleri ile işleyişi açıklanacak ve bu fonların finansal serbestleşmeyle ilişkisi irdelenecektir.

## **FİNANS, SERBESTLEŞME VE VARLIK FONU ÜÇGENİ**

Dünya'daki ulusların küreselleşmeyle birlikte birbirlerine daha çok entegre olması ekonomik anlamda, ülkelerin iktisadî ilişkilerinin pek çok alanda birbirlerine bağımlı hale gelmesi olarak görülmüştür. Devletler böylece karşılıklı iktisadî etkiler silsilesi içerisine çekilmiş, iktisat politikaları bir bakıma dış politikaya dönüşmüştür. Böylece "Ekonomik Güvenlik" olgusu doğmuş (Aykın, 2014: 16) ve devletler ilişkilerini bu olguya göre yönlendirmişlerdir.

Ulusal varlık fonları aslında ekonomik güvenlik teriminin bir sonucu olarak doğmuş, yaşanan krizler ve ülkeler arası gerilimlerden etkilenmemek adına bu tür emniyet supapları geliştirilmiştir. Başlangıçta maddi bir yatırım yapmaya yönelik olarak gerçekleşen bu varlıklar, daha sonra teknolojik gelişmeler sayesinde ekonomi ve finans alanında kendini göstermiştir. Böylece uzun dönemli ve riskli yatırımlara yönelerek getirilerini bu döngü sayesinde maksimumlaştırmışlardır. Öte yandan, tabiatı gereği kriz çıkarmaya ve bundan beslenmeye mecbur olan kapitalizm (Eser, 2017: 72) acaba çareyi piyasaları engellemek için varlık fonu eliyle mi yapıyor sorusu da akla gelmektedir. Zira dünyamızda toplam özel sektör borcunun küresel gelire oranı 2007 yılında %70'i aşmış durumdadır. Kamu kesimi ile birleştiğinde, 2017 itibarıyla toplam borcun küresel ekonomiye oranının % 220 olduğu bilinmektedir. Kısacası küresel ekonomi dünya gelirinin iki kat fazlasına ulaşan bir borç ilişkisi ile karşı karşıyadır (Yeldan, 2017). Bu da gösteriyor ki finansal sisteme bu kadar likiditeyi sağlamak, finans yoluyla varlık fonlarına verilen bir görevdir.

Finansın yardımıyla oluşan bu para bolluğu, daha doğrusu sanal para, son yüzyılda birçok krize neden olmuştur. 1929, 2008 ve Asya krizleri birer finansal krizdir. Çünkü iletişim teknolojisinin artmasıyla sermaye, finans sektörüne hızlı bir şekilde girmiştir ve dolayısıyla eskiden küçük yatırımlar yapılırken bu sayede riskli ve uzun dönemli büyük yatırımlar yapılmıştır. Durum böyle olunca da bu büyüklük krizle sonuçlanmakta, küresel ekonominin başını çektiği global dünya bunun bedelini ödemektedir. Yani sermayenin yapay olarak türetilip aşınması durgunluğun ve hatta krizin nedeni olmaktadır. Teknolojinin yardımıyla ilerleyen finans ülke dışında varlık alımı ve satımını kolaylaştırmış ve hızlandırmıştır. Böylece ülkelerin fonları hızlıca kıtaları aşar ve oralarda yayılır olmuştur.

Finansal serbestleşme, küreselleşmeyle birlikte gündeme gelen bir olgudur ve sermayenin bu sistem sayesinde piyasadan piyasaya gidip kar elde etmesini ifade etmektedir. Yani ekonomik sınırlar yoktur ama bazı ülkeler fon akışını sınırlandırmıştır. Bu akış ülkemiz açısından ise oldukça önemlidir. Çünkü borca dayalı spekulatif büyüme (Yeldan, 2017) “kuşağında” olduğumuz için, yabancı sermayenin ya da fonların “g gzerghı” olmak istemekteyiz. Kısacası kapitalizm finansal serbestleşmeyle küresel dünyada varlık fonu adıyla “kılıcını” çekmiştir.

Finansal serbestleşme, kurumsal yapıların, enstrümanların ve finansal sektörün farklı bölümlerinin üzerindeki kontrolleri dağıtıcı ve seyreltici etkiler yapan bir olgu olarak ifade edilmektedir (Ghosh, 2005: 1). Bu serbestleşmeyle, belli enstrümanlar aracılığıyla uluslararası finansı tek çatı altında toplamıştır. Uluslararası finansın rolü, finans sermayesinin küresel ekonomide hkim bir konuma yükselme biçimine ve sınır ötesi sermaye akımlarının küreselleşme sürecinde oynadığı role bağlıdır. Gelişme ve yükselme biçimi, ulusal sermayelerin geçen yıllar boyunca ülkelerin tasarruflarını değerlendirmeleri ve finansal yeniliklerle doğan veya türetilen “swap, opsiyon ve future” işlemler gibi türev ürünleri piyasaları vasıtasıyla olmuştur (Ghosh, 2005: 6-7). Tasarrufları değerlendirme şekilleri ise karşımıza varlık fonu adı altında bir finansal olguyu karşımıza çıkarmaktadır.

Ayrıca global finans piyasalarında yaşanan gelişmeler kamu kısmı finansal yönetimlerinde de bir değerikliğe gidilmesini zorunlu kılmıştır. Ulusal 2001 krizi ve küresel 2008 krizlerinden alınan derslerle birlikte daha aktif ve verimli bir finans yönetimi modeli olan varlık fonu yönetimi Ağustos 2016 tarihinde resmi gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Ekonomik sistemlerde bir kısım kişi ve kurumların paraya ihtiyaı olurken bir kısım kişi ve kurumlar da gelirlerini yatırıma dönüştürme ihtiyaı hissederler. Sermaye piyasalarında yeni faaliyet vermeye başlayan varlık fonu yönetimi ile kamu bütçesi fazla verdiği zaman bu fazlalık ile yatırım yapılacak, diğer taraftan makroekonomiye katkı sağlayacak büyük projelerin finansmanı da devlete yk olmadan bu fonların gelirlerinden karşılanabilmesi temel hedefler arasında yer almaktadır (Sarsıcı vd., 2017: 52).

Ülkemizde ise varlık fonu büyük altyapı projelerinin finansmanı, istikrar ve iktisadî büyüme için kurulan bir kurumdur. Ancak finansmanı borçlanma olmamalıdır. Biz bunu daha verimli bir şekilde yapabiliriz. İleriye dönük bir değer oluşturmak için tahvil, gelir ortaklığı senedi çıkarıp büyük altyapı yatırımlarına finansman sağlayabiliriz (Dedeoğlu, 2016: 5). Borçlanarak varlık fonu kurulması iyi sonuçlar doğurmayacak, borç stokunu arttıracakları ülkenin varlıkları başkaları için fon olacaktır.

## GENEL OLARAK VARLIK FONU

Devletlerin, bir fon oluşturarak tasarruflarını değerlendirmesi uygulaması yeni olmadığı gibi çok farklı biçimlerde karşımıza çıkabilmektedir. Merkez Bankalarının rezervlerinden sosyal güvenlik fonlarına ve belki kamu iktisadi teşebbüslerinin gelirlerine kadar geniş bir çerçevede ele alınabilecek bu fonlar, devletlerin finansal yatırım aracına dönüştürülmektedir. Devletlerin sahipliğindeki bu yatırım araçları, amaçları, yatırım alanları ve risklilikleri açısından büyük farklılıklar göstermektedir. Devletin sahipliğindeki yatırım araçları çok çeşitli olmasına rağmen Ulusal Varlık Fonlarının bu finansal araçlardan yalnızca birisi olduğu ve diğerleriyle karıştırılmaması gerektiği vurgulanmaktadır (Kayıran, 2016: 57-58).

Tarihsel bağlamda devletler özellikle reel sektörlerde kamu işletmeleri ile yatırımlar yaparak ekonomik alanda faaliyet gösterirken, finansal küreselleşme ile birlikte “çağa ayak uydurma” gayesi sonucunda Ulusal Varlık Fonları (UVF) gibi şirketleri aracılığıyla yatırım yapma yoluna gitmektedir. Braunstein (2014) gibi yazarlar, UVF’lerin merkantilist dönemlerdeki devlet kontrolündeki yatırım aracıyla benzeştiğini ifade etse de, hem dünya ekonomisindeki küreselleşme eğilimleri hem de ülkelerin ekonomi politikalarındaki değişimler, bu araçları bir yenilik simgesi olarak nitelemeyi de kolaylaştırmaktadır (Konukman & Şimşek, 2017: 1196).

Ulusal varlık fonu terimini ilk ortaya koyan kişi Andrew Rozanov’dur (Yereli & Yaman, 2017: 71).İngilizcede sovereign wealth fund, Türkçede “refah fonu” veya “varlık fonu” adıyla yer alan bu araç ülkelerin resmi rezervleri dışında yer alan birikimlerini ifade etmektedir (Karagöl & Koç, 2016: 7). Bortolotti’ye (2015: 7) göre “varlık fonu” tabiri aslında devlete ait herhangi bir yatırımın finansmanı için bütçe ayrılmasını ifade eden bir terimdir. Gerçekte ülkelerin yapısal özelliklerini yansıtan belirgin özelliklere sahip yatırımların ülkelerin makroekonomik ihtiyaçları doğrultusunda çeşitli fonlar tarafından karşılanması demektir. Ülkelerin varlık fonları o ülkelerin kaynak ve varlığına göre değişeceği için tüm zamanlar ve mekânlar için geçerli, kesin bir tanımı yoktur. Her ülkenin kendi koşullarına göre ve imkânlarına göre oluşturmasına bağlı olarak ülkeden ülkeye değişen bir yapıya sahip olan bu fonlara ‘ulusal varlık fonu’ denmesi daha uygun olacaktır. Zira bu fonlar kalkınma, istikrar, refah veya yatırım amaçlı oluşturulabilmektedir. Bazılarının kaynakları, bir emtiaya bağlı olan fonlar veya olmayan fonlar gibi birbirlerinden farklı olabilmektedir. Bu nedenledir ki dünyada birbirlerinden çok farklı varlık fonu çeşitleri bulunmaktadır. Ancak hemen hemen çoğunda geçerli olan bir hedef vardır: uzun vadede kar etmek...Varlık fonuna başka açıdan bakan görüşler de vardır. Genel olarak iki görüş hâkimdir: kurum veya finansal bir araç olduğu yönünde tanımlar bulunmaktadır. Devletin sahipliğinde ve kontrolünde yönetilen bağımsız bir kurumsal aidiyetliğe sahip ve uzun dönemde bir ticari değere sahip olmak amacıyla hareket eden bir kurumdur (Kayıran, 2016: 57-58). Finansal araç olarak ise ‘varlık fonları, değişik finansal

varlıklara yatırım yaparak sermayelerini arttırmayı amaç edinen, devletlerin aidiyetliğinde ve kontrolünde çalışan ve tasarruf fazlalarını ekonominin istikrarı, krizlere karşı önlem için ve gelecek kuşakların refahlarını arttırma amaçlarına uygun olarak yatırım yapan finansal araçlardır' şeklinde tanımlanabilir (Eğilmez, 2016).

### **Amaç ve Kaynakları**

Ulusal bir şekilde kurulup dünya genelinde faaliyette bulunan varlık fonlarının amaçları genel anlamda, iktisadî büyümeyle ulusal refahın korunarak gelecek nesillere aktarılması, iktisat politikaları aracılığıyla mali istikrarın sağlanması ve iktisadî kalkınmanın desteklenmesi şeklinde sıralanabilmektedir. Devletler kendi amaç ve programları dâhilinde özel yatırımlarda bulunmaktadır. Özellikle ekonomileri petrol ihracatına dayalı ülkeler bu zenginliği gelecek kuşaklara aktarma işlevini bu yatırımlar aracılığıyla yapmaktadır. İktisadî kalkınmayı desteklemek amacıyla kurulan fonlar ise stratejik sektörlerle yatırımlarını yapmakta ve toplumsal sermayeyi güçlendirmek güdüsüyle sağlık, eğitim gibi sosyal yatırımlara öncelik vermektedir. Mali istikrar amacı taşıyan fonlar ise ülkeyi şoklardan korumak ve kısa dönemli sermaye hareketlerinin yok edilmesi işlevini görmektedir (Karagöl & Koç,2016:9-10).

Ulusal varlık fonlarının amaçları, ülkelerin kurdukları fonlara göre değişmektedir. Japonya'nın yaşlanan nüfusu dolayısıyla emeklilik fonu kurması, İtalya'nın stratejik sektörlerle destek amacıyla fon oluşturması (Dedeoğlu, 2016: 3) ya da Rusya'nın sadece ülke içine yatırım yapmak amacıyla varlık fonları kurması (Karagöl & Koç,2016:16) bu farklı amaçlara örnektir. Kısaca her bir varlık fonunun kendine ait ayrı bir kurulma nedeni ve yine her birinin kendine ait hedefleri vardır. Varlık fonlarının yaygın hedefleri ise şu şekilde listelenebilir: (Üstün, 2017: 3).

- ✓ Ekonominin konjonktürel etkilerden sıyrılarak istikrarlı bir yapıya bürünmesini sağlamak
- ✓ Yenilenemeyen emtia ihracatlarına karşı çeşitlilik sağlamak
- ✓ Yabancı para rezervlerine kıyasla daha yüksek getiri elde etmek
- ✓ İstenmeyen likidite harcamalarında para otoritelerine destek sağlamak
- ✓ Gelecek nesiller için tasarrufları arttırmak
- ✓ Sosyal ve iktisadi kalkınma için fon oluşturmak
- ✓ Hedef ülkeler için uzun vadede sürdürülebilir sermaye büyümesi sağlamak
- ✓ Politik strateji

Bir fonun oluşabilmesi için ise bir varlığın ya da bir gelir fazlalığının olması gerekir. Bu nedenle varlık fonları iki sebeple kurulur. Bir emtiaya dayalı olan fonlar ya da bir emtiaya dayalı olmayan fonlar şeklinde. Emtiaya dayalı

fonlar ihraç edilen emtianın geliriyle oluşan bütçe fazlalarından oluşur. Örneğin Körfez ülkelerinin kurduğu fonlar petrolden sağlanan gelirlerle kurulmuştur. Norveç'in kurduğu emeklilik fonu da petrol ihracının yarattığı fazlayı gelecek nesillere aktarmayı amaç saymıştır. Bir emtiaya dayalı olmayan fonlar ise dış ticaret fazlalarından veya emeklilik fonundan biriken paralardan oluşmuştur. Çin ve Kore'nin kurduğu fonlar bu tip fonlara örnektir (Dedeoğlu, 2016: 3).

Ancak bilinenin aksine varlık fonları sadece emtia satan ya da cari fazla veren ülkelerde kurulmazlar (Şen, 2016). Nitekim son dönemde petrol geliri ve cari fazlası olmayan birçok gelişmekte olan ülkenin de ulusal varlık fonları kurduğu görülmektedir. Günümüzde UVF'ler, Latin Amerika ülkelerinden Afrika ülkelerine kadar geniş bir coğrafyaya yayılmış, kalkınmanın desteklenmesi, uluslararası yardımların değerlendirilmesi, bazı sektörlerin geliştirilmesi gibi amaçlarla da UVF'ler kurulmaya başlanmış, bunların yatırımları bankacılık ve finansmandan altyapı, gayrimenkul, ulaşım gibi alanlara doğru genişlemiştir (Kayıran, 2016: 62).

Ulusal varlık fonları yatırım yaparken, fonların yönetimleri de kazançlı bir yatırım yapmak amacındadır. Böylece bu yatırımları yaparken özgür olabilmek ve özgün kararlar alabilmek için bütçe kısıtlamaları ve parlamentonun sıkı denetimi altında işleri yürütmenin zorluğu nedeniyle, kendilerine özgü bir yapıya ve denetime sahiptir. Bu nedenle iki türlü kuruluş şekli mevcut olup Merkez Bankası nezdinde veya ayrı bir şirket olarak kurulabilmektedirler. Ayrı bir şirket olarak kurulması halinde, kendini ispatlayıncaya kadar güven sorununun mevcudiyetini sürdürmesinin yanı sıra, eleştirilere maruz kalma olasılığı da yüksektir. Merkez Bankası nezdinde kurulması ise kamuoyu tarafından genellikle olumlu karşılanmaktadır. Zira bu yapıya uygun rezervler değerlendirilirken benzer işlemler yapılmaktadır. Ayrıca Merkez Bankalarının özerk yapısı, bu tür fonların yönetiminde siyasal baskılardan bağımsız bir şekilde idare edilebileceği algısı oluşturmaktadır (Sarısü, 2016: 235). Nitekim Norveç'in fon uygulaması bu tür uygulamaya bir örnektir (Yalçiner & Sürekli, 2015: 11).

Varlık fonları bu amaçları gerçekleştirebilmek için de yatırım portföylerini genişletmektedir. Devlet tahvillerine, yatırım fonlarına, çeşitli projelere yatırım yapabildikleri gibi gayrimenkullere de son yıllarda yatırım yaptıkları görülmüştür. Bu devasa fonların finansal sistem içine bu denli işlemesinin nedeni, yatırımcıların kazancını maksimum etme isteğinden kaynaklanmaktadır. Finansal sistem dâhilinde bunu gerçekleştirmek kolaydır. Oldukça büyük ölçekli bu sermayeler teknoloji sayesinde söz konusu sistem içerisinde hızlı hareket edebilmektedir. Öte yandan spekülasyon hareketleri finans sisteminde etkili olduğu için kazançlar çok fazla olurken kayıplar ise sadece kriz dönemlerinde kayda değer miktarlarda olmaktadır. Nitekim 2008 krizinde Arap sermayelerinin yaklaşık olarak %18-25'i erimiştir (Sanlı, 2010: 22). Bu spekülasyon aksiyonlarının reaksiyona dönüşmesi, ülkeleri kendi ekonomileri için bir endişeye itmiş ve bu



devasa fonların standardı, işleyişi hakkında 24 maddeden oluşan Santiago prensiplerinin oluşmasına zemin hazırlamıştır:

### ***Santiago Prensipleri Ne Demektir?***

Ulusal varlık fonlarının yönetimi ve denetimi bağlamında oluşan birtakım standartlar bulunmaktadır. Ulusal Egemen Varlık Fonu Forumu tarafından (UEVFF) oluşturulan Santiago ilkeleri, bu devasa fonların uluslararası geçerliliğe sahip kriterlerini ortaya koymaktadır. Santiago ilkeleri varlık fonlarını belli ilkelerle kontrol altında tutarak finansal sistemin istikrarlı olmasının yanı sıra korumacı baskıların azalmasına yardımcı olmakta ve istikrarlı bir yatırım ortamı tahsis etmektedir (IFSWF,2018).

Ulusal Egemen Varlık Fonu Forumu 2009’da kurulmuştur ve 28 ülkeden 30 fonun üyesi olduğu, her üyenin gönüllülük esasıyla bağlı olduğu bir organizasyondur. Üyelerinin tümü varlık fonu sahiplerinin 1/3’ünü oluşturmasına rağmen, dünyadaki tüm fon kapasitesinin %80’ine sahiptir (Nas, 2017: 4).

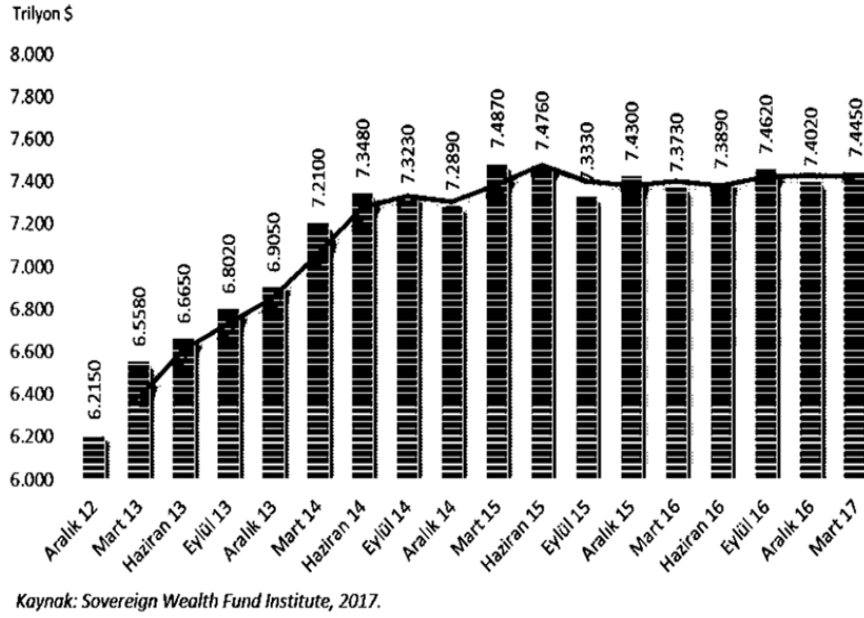
Ulusal Egemen Varlık Fonu Forumu, varlık fonları hakkında derin bir anlayış oluşturmayı hedeflemiştir. Bu fonlar için iyi bir yönetim, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve uzun vadeli yatırımlar için uygun şartlar ortaya koyan, adeta varlık fonlarının yasası niteliğinde olan Santiago ilkeleri 24 maddeden oluşmaktadır (IFSWF, 2018).

### **DÜNYADA VARLIK FONLARI**

Bir fon veya şirket olarak nitelendirilebilecek ilk örnekler, 1854’te ABD Teksas’ta kurulan “Texas Permanent School Fund” ve yine Teksas’ta 1876 yılında kurulan “Permanent University Fund”dur. Günümüz anlamında kurulan ilk varlık fonu ise 1953’te faaliyete başlayan Kuveyt’e ait “Kuveyt Yatırım Otoritesi”dir. Daha sonra ise bu fonu 1974 Singapur ve 1976 Birleşik Arap Emirlikleri’nin kurduğu fonlar takip etmektedir (Sarısü, 2016: 231).

1990’lı yıllarda kurulan fon sayısında hızlı yükseliş görülmüş ve zaman içinde İran, Katar gibi gelişmekte olan ülkelerin yanı sıra Norveç gibi gelişmiş ülkeler de ulusal varlık fonu kurmuşlardır. 2000’li yıllarda ise petrol fiyatlarında yaşanan yükseliş, dış ticaret dengelerinde gözüken dengesizlik ve Asya krizini takiben gelişmekte olan ekonomilerde görülen rezerv biriktirme trendi, ulusal varlık fonları ve varlık yönetim şirketlerinin sayısındaki artışı tetikleyen başlıca faktörler olarak dikkat çekmiştir (Üstün, 2017: 4).Bu nedenle ulusal varlık fonlarının asıl yaygınlık kazanması 2000 yılından itibaren. Öyle ki UVF’lerin yüzde 35’inin 2000 yılından önceki dönemde kurulduğu, 2000-2012 döneminde kurulan UVF’lerin oranının ise %65’e tekabül ettiği görülmektedir. Sayısal artış yanında fon hacminin de hızla artmakta olduğu görülmektedir. URF’lerin fon hacmi 1990’da 500 milyar Dolar iken, 2014 Haziran itibariyle 6 trilyon 609 milyar Dolara ulaşmıştır (Aykın, 2017).

**Şekil I:** Ulusal Varlık Fonlarının Büyüklüğü (Aralık 2012- Mart 2017)



Mart 2017 tarihi itibarıyla 7,4 trilyon dolarlık büyüklüğe ulaşan ulusal varlık fonlarının, 2020 yılına kadar kurulması beklenen 21 yeni varlık yönetimi fonuyla 15 trilyon dolara yükseleceği tahmin edilmektedir. Dünyada 40'tan fazla ülkede yaklaşık 80'e yakın varlık fonu bulunmaktadır. Küresel dağılıma bakıldığında fonların doğal kaynak zengini Ortadoğu ve Orta Asya ile ihracat ve finans merkezlerine odaklı Uzak Doğu'da yoğunlaştığı görülmektedir (Karagöl & Koç, 2016: 11).

### Dünyadan Varlık Fonu Örnekleri

Ülkelerin sahip olduğu kaynağa göre varlık fonları, ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Tabloda yer alan fonları sırasıyla açıklamakta yarar vardır:

**Tablo 1.** Dünya Geneline En Büyük 6 Varlık Fonu

Ülke	Varlık Fonu Adı	Değeri (Milyar)	Başlama Yılı	Kaynak	L-M Endeksi
Norveç	Devlet Emeklilik Fonu	1035.24	1990	Petrol	10
Çin	Çin Yatırım Şirketi	941.4	2007	Emtia Dışı	8
B.A.E*	Abu Dabi Yatırım Otoritesi	683	1976	Petrol	6
Kuveyt	Kuveyt Yatırım Otoritesi	592	1953	Petrol	6
Hong Kong	Para Otoritesi Yatırım Portföyü	522.6	1993	Emtia Dışı	8
Suudi Arabistan	Suudi Arabistan Para Otoritesi	494	1952	Petrol	4

Kaynak: Sovereign Wealth Fund Institute, 2018.

\* Birleşik Arap Emirlikleri

### **Norveç Emeklilik Fonu**

1990 yılında kurulan fon, Maliye Bakanlığı denetiminde Norveç Merkez Bankasına ait Yatırım Bankası Şirketi tarafından idare edilmektedir (Yalçiner & Sürekli, 2014: 11). Bugünkü değeri 1035 milyar dolar olan (swfinstitute: Erişim: 28.12.2017) fon, dünyanın en büyük ulusal varlık fonudur. Petrol ihracatından elde edilen gelirlerle kurulan bu fonun amaçları arasında, gelirlerin nesillerin refahı için kullanılması, istikrar, ekonominin canlandırılması ve petrol şoklarından etkilenmemesi yer almaktadır. Oslo, Şangay, Londra, New York ve Singapur gibi finans merkezlerinde temsilcilikleri mevcut olan fonun Microsoft ve Apple gibi dünya çapında tanınmış şirketlerde yatırımları bulunmaktadır. Yatırımlarının %70'i devlet tahvilleri, %30'u özel sektör bonolarından oluşmaktadır (Karagül & Koç, 2016: 13). Ayrıca fon bünyesindeki etik kurul, temel insan hakları ihlallerine sebep olan şirketlere yatırım yapmama işlevi görmektedir. Norveç Emeklilik Fonu, Linaburg–Maduell<sup>1</sup> şeffaflık endeksine göre en şeffaf fonlardan biridir (Yalçiner & Sürekli, 2015: 12).

### **Çin Yatırım Şirketi**

2007 yılında kurulan Çin Yatırım Şirketi, hâlihazırda 941 milyar dolarlık hacme sahip en büyük emtia dışı ulusal varlık fonudur (<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>). Cari fazladan elde edilen tasarruflarla kurulmuş olan bu fonun gayrimenkul, tahvil ve altyapı hizmetlerine kadar hemen hemen her alanda yatırımı bulunmaktadır. Birden çok varlık fonuna sahip olduğu için toplamda en çok varlık fonu sahibi ülkedir (Karagül & Koç, 2016: 14).

<sup>1</sup> Bu endeks Varlık Fonu Enstitüsü adına, C. Linaburg ve M. Maduell tarafından geliştirilmiştir.

### ***Abu Dabi Yatırım Otoritesi***

Birleşik Arap Emirlikleri'ne ait olan bu fon petrol kaynaklı fonlardandır. 683 milyar dolar büyüklüğe sahip bu fon, petrol alanında dünyada ikinci en büyük fondur. Sahip olduğu yatırımların dağılımı sağlık, havacılık, bilişim ve gayrimenkul şeklindedir. En önemli yatırımları arasında dünyaca ünlü General Electric ve Airbus gibi şirketler bulunmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde yatırım yapan fon, en çok yatırımını Kuzey Amerika'ya yapmıştır (Karagöl & Koç, 2016: 15).

### ***Kuveyt Yatırım Otoritesi***

Dünyadaki ilk ve en eski varlık fonuna sahip olan ülke, gelirinin % 95'ini oluşturan petrol gelirlerini, gelecek nesillerinin güvenliği için biriktirmeyi, ayrıca petrol dışı ekonomiyi canlandırmayı amaçlamaktadır (Townsend, 2015: 19). Sanayi kuruluşlarında ve sermaye piyasalarında birçok yatırımı olan Kuveyt'i, nüfusuna göre petrol gelirinin fazla olması (Sanlı, 2010: 20) böyle bir arayışa itmiştir.

Ülkede, 11 Ekim 2008'de bir deklarasyon yayımlanmıştır. Kuveyt deklarasyonu olarak bilinen bu bildiri de amaç görüş/fikir alışverişinde bulunmak, varlık fonları ve Santiago İlkeleri'nin anlaşılmasını kolaylaştırmaktır. Gönüllülük esasına dayanan bu bildiri herhangi bir yasal güç teşkil etmemektedir (IFSWF,2018).

### ***Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portföyü***

Dünyada en büyük beşinci, Uzakdoğu da ise en büyük ikinci fon olan Hong Kong Varlık Fonu 1993 yılında kurulmuştur. Emtia dışı gelirlere dayanan ikinci büyük fondur. Varlıklarının üçte biri dışarıdan yöneticilerce idare edilmektedir. Bu fonun yöneticileri, döviz rezervlerinin idaresi ile ilgilenerek, finansal piyasalarda istikrar sağlayıcı bir görevle hareket etmektedir (Karagöl & Koç, 2016: 24).

### ***Suudi Arabistan Para Otoritesi***

Suudi Arabistan, muazzam bir petrol geliri olmasına rağmen, başlangıçta diğer körfez ülkeleri fonları gibi küresel piyasaya açılmamış, kendi ülkesinde faaliyet gösterme kararı almıştır. Suudi Arabistan Merkez Bankası tarafından ülkeye yatırım yapılmış, bağımsız bir şekilde diğer ülkelere yapılmamıştır (Murphy, 2010: 18). Daha sonra fazla gelir kazanmak adına portföylerini çeşitlendirmek istemiş ve sanayi şirketlerine, batılı bankalara, değerli gayrimenkullere yatırım yapmaya başlamışlardır (Sanlı, 2010: 21).

Son yıllarda ülkenin en büyük devlet petrol şirketinin hisselerini satarak bir devlet serveti fonu oluşturmayı düşünen ülke, ekonomisini çeşitlendirmeyi amaçlamaktadır. Kuveyt gibi ekonomisini evrimleştirme isteğinde olan Suudi Arabistan, inşaat, mühendislik ve diğer sektörlere yatırım yaparak ülkenin değişmesini hedeflemektedir (Bloomberg view).

## ULUSAL VARLIK FONLARI BİR DEVLET KAPİTALI MI?

Ulusal Varlık Fonları öncelikle sahibinin devlet olması nedeniyle başlı başına bir endişe kaynağıdır. Yukarıda anlattığımız gibi zaten muazzam bir büyüklüğe sahip olan bu fonlar, ekonomileri ve devletlerin politikasını kolayca etkileyebilecek niteliktedir. Zira bu fonların satın aldıkları şirketler ya da yatırımlar aracılığıyla ülkelerin ekonomilerine, özellikle de para birimine karşı spekülasyon hareket başlatabileceği endişesi bulunmaktadır. Zaten en büyük sorunlarının başında yönetsel açıdan şeffaf olmamaları gelmekte ve bu nedenden ötürü eleştirilmektedirler. Büyük miktarlardaki varlıkların sınırlı sayıda aktörlerde toplanması, küresel ekonomi açısından risk unsuru oluşturmaktadır. Bu varlıklar daha güvenilir piyasalara giderken, aslında piyasaları güvensizleştirmektedir. Amaç kar elde etmek olduğu için, başka piyasaların ilgi çekmesi durumunda ulusal varlık fonları bu piyasalara transferler gerçekleştirebilmektedir. Bu nedenle de bahse konu fonlar çoğunlukla gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda yatırımlara sahiptir...

Özellikle 1960'lardan 1990'lara kadar olan yıllarda kapitalizm özel ve sermaye fonlarıyla çalışmakta, varlık sahibi olan ülkeler yatırımlarını bu yönde değerlendirmekteydi. Varlık fonlarının ortaya çıkmasıyla büyük miktarda varlığa sahip olan devletler portföylerini çeşitlendirmiş ve her alana yatırım yapabilme imkânı kazanmışlardır. *Kapitalizmin egemen olduğu dünyada acaba finansal sistemde bunu varlık fonu adıyla bir kırbaçla mı gerçekleştiriyor sorusu da akıldan geçmektedir.*

Günümüzde böyle fon akımlarına karşı çıkan Fransa ve Almanya gibi devletler de vardır (Sanlı, 2010: 22). Zira böylesine sıcak bir sermayenin ekonomiden çıkması siyasi iktidarı istikrarsızlık ve işsizlik gibi zor durumlara düşürme riski bulunmaktadır. Ayrıca ABD gibi bazı ülkelerin stratejik alanlara fon sahibi ülkelerin yatırım yapmasını engelleyen düzenlemeleri vardır.

Bazı devlet fonlarının görece küçük olmakla birlikte büyümesi, geçen yıllarda kurulan bazı varlık fonlarının ise daha büyük değerlere ulaşması ve yönetim, bilgi ve stratejileri açısından şeffaf olmamaları; ev sahibi ülkelerin endişelerinin başında gelmektedir. Bugüne kadar varlık fonları aracılığıyla yerleşmiş fonun sahibi olan ülkelerin, yerleşik olduğu ülkelerin iç işlerine karışmaları ve serbestleşme sayesinde bu gücü istismar etmeleri gibi bir vakayla karşılaşmamıştır. Bu sadece Avrupa ülkelerinin ve ABD'nin ulusal varlık fonlarına karşı şüphesidir (Bahgat, 2010: 170). Buna paralel olarak bazı ekonomistler, varlık fonu yatırımlarının açıklanmasından sonra ev sahibi ülkenin pazarının negatif tepki verebileceği nedeniyle endişelenmektedir. Bu endişenin nedeni ise bu fonların pazardaki firmalara kendi amaç ve önceliklerini dayatabilmesidir (Ngoc, 2011: 2). Ayrıca yapılan birçok eleştiride, ulusal varlık fonlarına donuk, anlamsız ve tehdit edici olarak bakılır (Truman, 2011: 249).

## TÜRKİYE VE VARLIK FONU

Türkiye ekonomisinin önemli yapısal sorunlarının başında, yatırımların ve dolaylı olarak ekonomik büyümenin finansmanını sağlamada tasarrufların/sermaye birikiminin yetersiz kalması gelmektedir. Tasarruf açığını gidermek üzere çeşitli fonlar kurulmasına son olarak bireysel emeklilik sistemi (BES) ile ilgili teşvik uygulamalarına rağmen ortalama tasarrufların GSYİH'a oranı %15'ler düzeyinde kalmıştır. Bu durumun telafisi için finansal küreselleşmenin sağladığı imkanlar sayesinde yabancı sermaye-en çok da sıcak para-hareketlerinden yararlanmışır. Yıllara sarıh bu sorun ekonomiyi finansman açısından dışa bağımlı kıldığı için büyümede istikrarsızlığa yol açmış ve yaşanan tecrübelerle de görüldüğü gibi krize meyilli hale getirmiştir. Ayrıca yabancı sermaye hareketleri konusunda sürecin tersine dönmesi ve küresel piyasalardaki likidite bolluğunun sona ermesi her gelişmekte olan ülkeyi olduğu gibi Türkiye'yi de özkaynak yaratma veya otofinsanman sağlamaya mecbur kılmıştır.

İşte birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerine göre özellikle tasarruf oranları düşük olan Türkiye'nin bu bağlamda gerçekleştirmesi gereken uygulamalar arasında son dönemde açıklanan "Türkiye Varlık Fonu" ekonomik hedeflere ulaşmada önemli bir adım olacaktır. Oluşturulacak bu fonla; kalkınmanın lokomotifini olan reel sektör yatırımlarına, stratejik öneme sahip şirketlere finansman sağlanarak kalkınmanın hızlandırılması, ekonomide yüksek ve sürdürülebilir büyüme oranlarının yakalanması ve ekonomik istikrarın sağlanmasının önünün açılması amaçlanmaktadır(Karagöl & Koç, 2016: 17).

Türkiye'nin de kalkınmasını finanse edecek fon oluşturma çabası içinde olduğunu söyleyebiliriz. Türkiye'nin Norveç, Katar, gibi bazı örneklerdeki durumun aksine, bütçe fazlası veren bir ülke olmaması varlık fonunu oluşturmak için var olan kamu kaynaklarından aktarım yapılması gereğini ortaya çıkardı. Ziraat Bankası gibi bazı kamu şirketlerinin Varlık fonuna devredilmesi bu fon için kaynak yaratma çabasının bir yansıması olarak görülebilir (Nas, 2017: 2).

"Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi" isimli fon Türkiye'de 2016 yılında kurulmuştur. 50 milyar TL sermaye ile kurulan fonun sermayesi Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından sağlanmıştır (Uysal, 2017).Tüm finansal işlemleri gerçekleştirebilme yetkisi olan bu fonun kaynakları özelleştirme, kamu kurum ve kuruluşların ihtiyaç fazlası kaynaklarından ve para-sermaye piyasalarından sağlanan kaynaklar ve diğer yöntemlerle sağlanan gelirlerdir (Eğilmez, 2016).

Şirket ve bünyesinde oluşacak fonlar Sayıştay tarafından denetlenmemekte olup Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca bağımsız denetime tabi olacaktır. Ayrıca gelir ve kurumlar vergisinden muaf tutulmakta ve bazı işler ile KDV'den de istisna edilmektedir (Eğilmez, 2016). Özel bir statüde kurulduğu için Sermaye Piyasası

Kanunu ve Rekabet Kanunu'na uymak zorunluluğu yoktur. Başbakanlığa (Cumhurbaşkanlığına) bağlı olmasına rağmen kamu kuruluşu statüsü bulunmamakta olup şirket olmasına rağmen Ticaret Yasası'na da bağlı değildir. Fon tamamen özel hukuk yasalarına bağlı olacaktır. Türkiye Varlık Fonu'nun elindeki mali tablolar ve fonlar bağımsız denetime tabi olacak, Başbakan'ın görevlendirdiği üç denetim elemanı tarafından denetlenecek ve her yıl Haziran ayında raporlarını Bakanlar Kurulu'na sunacaklardır. Daha sonra Başbakanlık bu raporu TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na gönderecek olup Plan ve Bütçe Komisyonu da bir denetim yapmış olacak ve Başbakan'a bağlı en az beş kişilik bir yönetim kurulu tarafından yönetilecektir. Yönetim kurulu üyelerini ve genel müdürü Başbakan atayacaktır. Üç yıllık yatırım stratejisinin Bakanlar Kurulu tarafında onaylanmasıyla yürürlüğe giren bu şirket, karar almada toplantıya katılanların salt çoğunluğu ile işlerini yürütecektir (Özkul, 2017).

### **Türkiye'de Varlık Fonu: Amaçları ve Özellikleri**

Türkiye Varlık Fonu kurulmasına ilişkin olarak hükümetin ortaya koyduğu ve kanunun gerekçesinde de yer alan ilk argüman, Türkiye'nin, G-20 ülkeleri içinde varlık fonu olmayan tek ülke olması konusudur. Buradan, varlık fonu kurulmasının ülke ekonomisinin büyüklük- zenginlik seviyesiyle bağlantılı olarak sunulduğu ve bu yönde bir izlenim yaratılmaya çalışıldığı görülmektedir. Ancak G-20 ülkelerinin varlık fonlarına baktığımızda çok farklı bir yelpaze karşımıza çıkmakta ve bu fonların hepsinin UVF kapsamında olmadığı, geniş anlamda devletin yatırım fonu kapsamında değerlendirilebileceği görülmektedir. Aynı zamanda G-20 ülkelerinin düşük kişi başına gelir ve kalkınma düzeyine sahip ülkeleri de kapsadığı unutulmamalıdır (Kayıran, 2016: 70).

Ayrıca Ulusal Varlık Fonu müessesesinin kurulabilmesi için bir ülkenin iç tasarruf fazlasının var olması gerekmektedir. Ülkemizde ise bir iç tasarruf eksikliği olmasına rağmen bu uygulama hayata geçirilmektedir. Varlık Fonu olarak adlandırılan bu olgu, ülkelerin resmi rezervleri dışında kalan rezervleri ifade etmektedir (Karagöl & Koç, 2016: 8-17). Bütçe açığı veren bir konumda olan ülkemiz ekonomisinin, kamu kesiminden de kısa vadede tasarruf fazlası elde etme imkânı bulunmadığına göre, bu kurumun kuruluş nedeninin gelecek dönemlerde ortaya çıkabilecek gelire endeksli olduğu söylenilebilecektir (Kayıran, 2016: 71).

Kurulan şirketin amaçları genel olarak büyümede artış, sermaye piyasalarında büyüme, İslami finans varlıklarının kullanımını yaygınlaştırmak, katılım finansmanı sektör payının artırılması, istihdamı arttırmak, stratejik sektörlerde yatırım, altyapıya finansman ayırmak, petrol ve doğal gaz gibi sektörlerde doğrudan yatırım ve uluslararası itibar gibi hedeflerin gerçekleştirilmesidir (Kayıran, 2016: 72-73). Türkiye Varlık Fonu'nu kuran kanun teklifinin gerekçesine bakıldığında amaç olarak aşağıdaki noktaların belirtildiği görülüyor: (Nas, 2017: 2).

- ✓ Büyüme oranında gelecek on yıl içinde yıllık %1,5 ek artış sağlanması

- ✓ Sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesinin hızlandırılması
- ✓ İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması
- ✓ Yapılacak yatırımlarla yaklaşık yüz binlerce kişilik ek istihdam sağlanması
- ✓ Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerde yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması
- ✓ Otoyol, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması
- ✓ Katılım finansmanı sektör payının artırılması
- ✓ Arz güvenliğini sağlamak üzere, Türkiye için önem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlerle yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi

Türkiye Varlık Fonu'nun kurulması birçok eleştiriyi beraberinde getirmiştir. Çünkü Türkiye bir varlık fonuna sahip ülkelere hiç benzememektedir. Petrol ve tasarruf fazlası olan bir ülke değildir. Üstelik tasarruf açığımız bulunmakta ve petrolü ithal etmekteyiz. Cari açığımız ve döviz rezervlerimiz ekonomimizi yönlendirebilecek düzeyde bile değildir. Ayrıca özelleştirme gelirleri bu fonun kaynakları içinde sayılmakla birlikte özelleştirmelerin çoğu zaten geçmiş yıllarda yapılmıştır. Geri kalanın yetip yetmeyeceği büyük bir soru işaretidir. Bu noktada Türkiye'nin varlık fonunu borçlanma üzerine kurmak istediği yorumları yapılmaktadır. Zaten Çin'in bir bankasından 5 milyar dolar kredi talebinde bulunulmuştur (Sağlam, 2017). Diğer ülkeler borç verirken, bizim borçlanma üzerine kurulu bir varlık fonumuz vardır. Ayrıca başka ülkelerde ülke dışında yatırım yapmak amacıyla kurulurken bizim fonumuz iç piyasayı canlı tutmak için kurulmuştur. Kanıtı ise Türkiye varlık fonu anonim şirketi yerli otonun finansmanını sağlamak istemesidir (Diken, 2017).

Daha kaygılandırıcı gelişme ise yukarıda da anlatıldığı üzere sadece hükümetin denetleyebileceği bir şirket olduğu cihetle için şeffaflık düzeyinin düşük olmasıdır. Bu da geçmişte bütçe dışı fonlar nedeniyle çok sıkıntı çekilmesine rağmen, Hazine'ye rakip bir Hükümet hazinesi olabilir endişelerini gündeme getirmektedir. (Eğilmez, 2016).

Özel denetçiler tarafından denetlenecek olan (Özkul, 2017) ve borçlanma yetkisine sahip olan *Varlık Fonu* kurumumuz gelecek adına soru işaretlerini içerisinde barındırıyor. Bu endişelere hazineden ayrı bir bütçe/fon yaratıldığı izlenimi de eklenince, geçmişte mali disiplin yönünden yaşadığımız sıkıntılar düşünüldüğünde söz konusu varlık fonumuz endişeleri bir kat daha arttırmaktadır (Dedeoğlu, 2016: 4-6). Var olan tasarruf eksikimizi borçlanarak kapatmaya çalışmak gelecek nesillerin refahı olan varlık fonu kurumunun amacından saparak, gelecek nesillerin refahından almak ve onları borçlandırmak anlamına



geliyor (Özkul, 2017). Bu sebeplerden dolayı oluşturulan bu fonun geleceği borçlanmaya ve dolayısıyla yönetimine bağlıdır.

### **Türkiye’de Varlık Fonunun Santiago İlkelerine Uyumu**

Son yıllarda artan finansal hareketlenmeler nedeniyle varlık fonları, uluslararası piyasaların belirgin bir yüzü konumuna yükselmiştir. Bu nedenle söz konusu fonlar hakkındaki yasal endişeler gün geçtikçe artmaktadır (Truman, 2011: 249). Ülkelerin bu fonlara getirmeyi düşündüğü/getirdiği kısıtlamalar bunlara örnektir (Sanlı, 2010: 22). Bu endişelerin çoğu, mezkûr fonların hesap verebilirlikleri ve saydamlıklarındaki gizliliklerden kaynaklanmaktadır (Truman, 2011: 49). Tam da bu endişeleri gidermek ve politik bir argüman olarak varlık fonlarının yönetimini engellemek adına belli bir takım ilkeler ile denetlenen/yönetilen varlık fonlarının mevcudiyeti kaçınılmaz olmuştur. Yukarıda da belirtildiği üzere *Santiago Prensipleri* denilen, 24 ilkedен oluşan bu yol gösterici metin, bir varlık fonunun nasıl olması gerektiğine dair kriterleri ortaya koymaktadır.

Türkiye gibi varlık fonunu gündemine yeni alan ülkeler açısından bu ilkeler önemlidir. Dikkate alınması gereken bu kriterler, uygulanacak olan varlık fonunun işleyişi için gereklidir. Çünkü bu ilkeler yönetim, denetim, hesap verilebilirlik, şeffaflık ve yatırım politikalarının oluşması açısından adeta bir yol haritası konumundadır.

Bu ilkelerin bütününe bakıldığında, Türkiye Varlık Fonu’nun (TVF) eksiklikleri göze çarpmaktadır. Santiago prensiplerinin ilk maddesi, fonun diğer kamusal kurumlarla ilişkisinin net olması gerektiğine işaret etmektedir. Ülkemizdeki varlık fonu uygulamasında ise, fonun yönetimindeki şirketin hemen hemen tüm kamusal düzenlemelerden muaf olduğu izlenimi edinilmektedir. Bu fonun bütçe ve Hazine ile olan bağlantısı da net değildir. Ayrı bir Hazine olduğuna dair şüpheler dile getirilmektedir. Böyle olması durumunda yaşanan ve 2000 yıllarında sayısı 70’i bulan Kamu Ortaklığı Fonu (KOF) tecrübesine sahip ülkemiz adına iyi neticeler ortaya çıkmayabileceği öngörülmektedir. Bu durum bütçe mali disiplinini de bozacaktır (Dedeoğlu, 2016: 6).

Santiago ilkelerinin ikinci maddesinde ise, varlık fonlarının politika amacının açık ve net olması gerektiğini belirtmektedir. Ülkemizdeki fon uygulamasının amaçları ise büyümeden kalkınmaya, istihdamdan gelir dağılımına kadar uzanan çok geniş bir yelpazeye sahiptir (Kayıran, 2016: 74). Makro ölçekteki bu amaçların maksimum seviyede çözümü topyekûn olarak çok güçtür. Ancak çözüm için varlık fonu zaruri ise, söz konusu ekonomik sorunların çözümü ülkenin diğer ekonomik karar vericilerinin (Maliye Bakanlığı, Merkez Bankası...) danışmanlığında olmalıdır. Zaten üçüncü maddede belirtilen “yerel mali ve parasal otoritelerle sıkı bir şekilde koordine edilmeli” şeklindeki açıklama bunu kanıtlar niteliktedir.

Ülkemizdeki varlık fonu uygulamasında parlamentonun kanunu onaylamak dışında fonun yönetimine dair herhangi bir yetkisi bulunmamaktadır. Buna rağmen, bazı ülke fonlarında parlamentonun fona dair bir işleyiş kistası oluşturduğu ve risk seviyesini ölçtüğü görülmektedir (Kayıran, 2016: 76).

Tüm bu ilkelerle birlikte, olabilecek risklerin minimum seviyeye indirilmesi amaçlanmıştır. Türkiye Varlık Fonu'nun yönetiminde şeffaflık, hesap verilebilirlik ve iyi yönetim prensiplerini uygulayan bu standartlara uyulması, özgür bir denetim ve fon kaynaklarının verimli bir şekilde kullanılmasıyla olumlu çıktılar sunacaktır (Nas, 2017: 7).

## SONUÇ

Küreselleşmenin finansal boyutu sermayenin piyasalar arasında dolaşımının serbestleştirilmesidir. Bu bir yandan sermayeye yeni kar olanakları sağlarken diğer yandan Türkiye gibi sermaye yoksunu gelişme olan ülkelere sermaye akışı ile finansman olanakları sağlamıştır. Bu sayede uzun zaman ekonomik büyüme ve cari açık finanse edilmiştir. Ancak 2008 krizinden sonra piyasalardaki likidite bolluğu azalmaya ve yükselen piyasalara sermaye akışı kesilmeye başlamıştır. Bunun ekonomide yaratacağı olumsuz etkilere karşı tedbir olarak, ülkemizde de 2016 yılında dünyadaki kuruluş şartları ve amacıyla uygunluğu tartışma yaratan varlık fonu kurulmuştur. Çünkü tarihi 1950'lere kadar giden bu fonlar ekseriyetle doğal gaz ve petrol gibi doğal kaynak zengini ülkeler ile cari açık fazlası veren ülkelere hastır. Buna rağmen, ulusal varlıklarımızı ekonomiye kazandırmak ve yatırımların finansmanında öz kaynaklara yönelmek yolundaki ülkemiz için önemli bir adım olarak düşünülebilir.

Ayrıca kriz dönemlerinde ekonomik dalgalanmaların etkisini hafifletmek, ekonomik istikrarın sağlanması, yapılan yatırımlarla istihdam oluşturulması, finansal sistemin işleyişine katkıda bulunulması, ülkelerin küresel ekonomiye uyumunun kolaylaştırılması, yurt içi tasarrufların korunması ve gelecek nesillere aktarılabilmesi, güçlü bir yatırım performansı gösterilmesi ve ülkelerin gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesi bu fonların avantajları olarak görülebilir.

Belli başlı riskleri/ dezavantajları ise bu fonların ihtiyaç duyduğu zamanda ülkeden ayrılabilirlik olması, piyasaları ve sektörleri etkileyebilecek büyüklüklerinin bulunması, faaliyetlerinde şeffaf olmamalarından dolayı piyasalarda belirsizliğe yol açmaları, devlet mülkiyetinde olmaları nedeniyle ulusal güvenliği zedeleyebilme korkusu ve piyasalarda rekabeti aksatabileceği endişeleri şeklinde sıralanabilecektir.

Mevcut varlık fonlarının uyması gereken kuralları, fonun idaresi, uygulanması, incelenmesi ve yatırım kararlarının verilmesi konusunda, ne yapılması gerektiği hususundaki standartları açıklayan *Santiago Prensipleri*, bu varlık fonlarının çerçevesini çizmektedir. Bu nedenle fon sahibi ülkelerin finansal sistem üzerindeki var olabilecek devasa etkilerini belli kurallar ışığında gidermeyi

amaçlamaktadır. Uluslararası ekonomilerde bir devlet monopolünün oluşmasına engel oluşturması açısından kayda değer bir prensipler setidir.

Yaşanan krizlerin çoğunun finans sistemi üzerinden meydana gelmesi ve sistemin dışlilerini bu büyük fonların teşkil etmesinden ötürü küreselleşen dünya krizlerin bedelini birlikte ödemektedir. Buna sebep olan olay, teknolojik ilerlemenin hayatımıza ve ekonomik sisteme girmesiyle uluslararası sermayenin çok ve hızlı bir döngü dâhilinde sirküle olmasıdır. Finans–teknoloji–küreselleşme–sermaye akışı ile olay döngüsünün sıralanması uygun olacaktır. Ayrıca bu sistemin kullandığı gelir kapısı varlık fonu aracıdır. Elbette bir kriz daha olabilir. Acaba bu sistem olası bir krize çözüm yolu bulabilecek midir?

Ülkemizin petrol gelirleri veya istikrarlı bir şekilde bütçe fazlalığı verilmesini sağlayacak olanaklar bulunmamaktadır. Bütün bu handikaplara rağmen varlık fonu kurulmuştur. Varlık fonunun amaçlarından biri gelecek nesillerin refahını arttırmaktır. Ancak bu fonun borçlanmadan beslenmesi, gelecek nesillerin var olabilecek refahtan mahrum bırakılması riskini bünyesinde barındırmaktadır.

Varlık fonlarına borçlanma yoluyla kaynak temin edilmesi, borçlanma yoluyla sağlanan finansmanın ileride açık vermeyecek yatırımlara tevcih edilmesi veya teknoloji yatırımlarına ya da tasarruf fazlasına neden olacak yatırımlara tahsis edilmesi sayesinde amaca hizmet edecektir.

## KAYNAKLAR

- Aykın, H. (2014).*Ulusal Refah Fonlarının Ekonomik Güvenlik Perspektifi ile Analizi*. (1-26) 01.09.2018 tarihinde <https://vergidosyasi.com/2017/02/07/ulusal-refah-fonlarinin-varlik-fonlari-ekonomik-guvenlik-perspektifi-ile-analizi/> adresinden alınmıştır.
- Bahgat, G. (2010). Sovereign Wealth Funds: An Assesments.*Global Policy*, Cilt:1, Sayı:2 Yıl: Mayıs 2010. 162-171.
- Bloomber View, *The Rigth Dream for Saudi Arabia*, 10.
- Bortolotti, B. (2015). *The Sky Did Not Fall*. Torino: Sovereign Investment Lab Bocconi University. Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015.
- Dedeoğlu, E. (2016). Kamu Mali Yönetiminde Neler Oluyor:Varlık Fonu ve Tamamlayıcı Ödenek. *Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV)*, Değerlendirme Notu. Eylül 2016.1-6
- Eğilmez, M. (2016). Varlık Fonu. <http://www.mahfiegilmez.com/2016/08/varlik-fonu.html>. (Erişim Tarihi:11.02.2018)
- Eğilmez, M. (2017). Karışık İşler Bunlar. <https://www.gazeteduvar.com.tr/forum/2017/10/22/karisik-isler-bunlar>. (Erişim Tarihi:11.02.2018)

- Eser, U. (2017). Finansallaşmanın Ekonomik Kapitalimi: Sermayenin Coğrafyası Üzerine Notlar. *İktisat ve Toplum Dergisi*. 75, 71-82.
- Ghosh, J. (2005). Economic and Social Effects of Financial Liberalization. New York, March 14-15, 2005, 1-21.
- IFSWF(2010).23.06.2018,tarihinde,<http://www.ifswf.org/sites/default/files/2010%20Kuwait%20Meeting%20-%20Kuwait%20Declaration.pdf> adresinden alınmıştır.
- IFSWF(2008). 23.06.2018 tarihinde <http://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/santiago-principles> adresinden alınmıştır.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds, (2018). *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practises: "Santiago Principles"*.
- Karagül, E. T., & Koç, Y. M. (2016). *Dünya'da ve Türkiye'de Varlık Fonu*. Ankara: Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı (SETA).
- Kayıran, M. (2016). Türkiye Varlık Fonunun Konusu Amaçları ve Yapısı Üzerine bir Değerlendirme. *Eğitim Bilim ve Toplum Dergisi*. 14(56), 55-90.
- Konukman, A., & Şimşek, O. (2017). Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Uygulaması, *Çalışma ve Toplum*, 4, 1913-1944.
- Murphy, A. (2010). *Saudi Arabia's Restrained Sovereign Wealth*, Saudi Arabia Report, FinanceAsia.com, August,18-20.
- Nas, Ç. (2017). *Varlık Fonları Uluslararası Kriterler*. İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı.
- Ngoc, D. B. (2012). The Impact of Sovereign Wealth Fund Investments on the Performance of Listed Companies. Cahier de recherche du CERAG 2011-02 E2. 2011.
- Özkul, İ. (2017). 11 Soruda Türkiye Varlık Fonu. 11.02.2018 tarihinde <https://www.haberler.com/11-soruda-tum-yonleriyle-turkiye-varlik-fonu-9248680-haberi> adresinden alınmıştır.
- Sanlı, U. (2010). Körfezin Görünmeyen Elleri: Ulusal Varlık Fonları. *Ortadoğu Analiz* 2(3), 18-24.
- Sarsıcı, E., Değirmenci, B. & Öztürk, C., Sermaye Piyasalarına Yeni Bir Kavram Olarak Giren Türkiye Varlık Fonu Yönetimi, *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*, 3,51-58.
- Sarısu, A. (2016). Dünyada Ulusal Varlık Fonu Yönetim Şekilleri. *Yaklaşım Dergisi*. 24(287), 231-238.
- SWF Institute (2007). 28.12.2017 tarihinde <https://www.swfinstitute.org>. Adresinden alınmıştır.

- Şen, G. (2016). Türkiye ve yeni başlayan Varlık Yönetim Fonu Hikâyesi, 11.02.2018 tarihinde <https://www.businessht.com.tr/piyasalar/haber/1273315-turkiye-ve-yeni-baslayan-varlik-yonetim-fonu-hikayesi> adresinden alınmıştır.
- Townsend, M. (2015). *A Race for Economic Diversification*, Country Report: Kuwait, Global Finance, 19-23.
- Truman, E. M. (2011). Are Asian Sovereign Wealth Funds Different? *Asian Economic Policy Review*.6, 249-268.
- Yalçın, K., & Sürekli, M. A. (2014). Ekonominin Çeşitlendirilmesinin bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği. *Gazi İİBF Dergisi*, 17(3), 1-29.
- Yeldan, E. (2017). Borca Dayalı Spekülatif Büyüme *Cumhuriyet Gazetesi*. 11.02.2018 tarihinde [http://www.cumhuriyet.com.tr/koseyazisi/846999/Borca\\_dayali\\_spekulatif\\_buyume.html](http://www.cumhuriyet.com.tr/koseyazisi/846999/Borca_dayali_spekulatif_buyume.html) adresinden alındı.
- Yereli, A. B., & Yaman, İ. (2017). Ulusal Varlık Fonlarını Anlamak: Fırsat mı Tehdit mi? *Sosyoekonomi Dergisi*. 25(34), 69-86.

**Ek:** Santiago İlkeleri (IFSWF, 2018):

1. Ulusal Varlık Fonları'nın (UVF) yasal çerçevesi sağlam olmalı (net) ve etkin çalışması için belirtilen hedeflere ulaşılması desteklenmelidir. UVF için yasal çerçeve, UVF ve işlemlerinin yasal sağlamlığını sağlamaktır. UVF'nin yasal temelini ve yapısının temel özellikleri ile UVF ve diğer devlet organları arasındaki yasal ilişki kamuya açıklanmalıdır.
2. UVF'nin politika amacı açıkça tanımlanmalı ve kamuoyuna ilan edilmelidir.
3. UVF faaliyetlerinin doğrudan yerel makroekonomik etkilere neden olduğu durumlarda, bu faaliyetler genel makroekonomik politikalarla tutarlılığı sağlamak için yerel mali ve parasal otoritelerle sıkı bir şekilde koordine edilmelidir.
4. UVF'nin fonlama, geri çekme ve harcama işlemlerine genel yaklaşımıyla ilgili açık ve kamuya açıklanmış politikalar, kurallar, prosedürler veya düzenlemeler olmalıdır. UVF finansmanının kaynağı kamuya açıklanmalıdır. UVF'den yapılan çekimler ve hükümet adına yapılan harcamalara yönelik genel yaklaşım kamuoyuna açıklanmalıdır.
5. UVF ile ilgili istatistiksel veriler zamanında ve makroekonomik veri setlerinde uygun olan yerlere dahil edilmek üzere rapor edilmelidir.

- 6.** UVF'nin yönetim çerçevesi sağlam ve net olmalıdır, hesap verebilirlik ve operasyonel bağımsızlığı kolaylaştırmak için rol ve sorumluluklar etkili bir Şekilde hedeflere yönlendirilmelidir.
- 7.** UVF'nin sahibi, fonun hedeflerini belirlemeli, yönetim organlarını (yelerini) açıkça tanımlamalı, prosedürlere uygun olarak atamalı ve UVF'nin operasyonlarını denetlemelidir.
- 8.** Yönetim organ UVF'nin çıkarları doğrultusunda hareket etmeli ve net olmalıdır. Görevlerini yerine getirmek için açık bir yetki çerçevesine, yeterli otorite ve ehliyete sahip olmalıdır.
- 9.** UVF'nin operasyonel yönetimi, fonun stratejilerini bağımsız bir Şekilde ve açıkça tanımlanmış sorumluluklara uygun olarak icra etmelidir.
- 10.** UVF işlemleri için hesap verebilirlik çerçevesi ilgili mevzuat, Őart veya diğer kurucu belgelerde veya idari anlaşmada açıkça tanımlanmalıdır.
- 11.** UVF'nin faaliyetleri ve performansı ile ilgili yıllık rapor ve ekli mali tablolar, zamanında ve kabul edilmiş uluslararası veya ulusal muhasebe standartlarına uygun ve tutarlı bir Şekilde hazırlanmalıdır.
- 12.** UVF'nin faaliyetleri ve mali tabloları tutarlı bir Şekilde, tanınmış uluslararası veya ulusal denetim standartları uyarınca her yıl denetlenmelidir.
- 13.** Mesleki ve etik standartlar açıkça tanımlanmalı ve UVF'nin yönetim kurulu veya kurulları, idari kadro ve personelince bilinmelidir.
- 14.** UVF'nin operasyonel yönetimi için üçüncü taraflarla olan işlemler ekonomik ve mali gerekçelere dayanmalı, açık kural ve prosedürleri izlemelidir.
- 15.** UVF'nin ev sahibi ülkelerdeki operasyon ve faaliyetleri, o ülkedeki ilgili mevzuatın tüm düzenleyici ve açıklama gereklerine uygun olarak yürütülmelidir.
- 16.** Yönetim çerçevesinin ve hedeflerinin yanı sıra, UVF yönetiminin işletme tarafından bağımsız olarak nasıl işlediğinin kamuya açıklanması gerekir.
- 17.** UVF ile ilgili finansal bilgilerin ekonomik ve finansal yöneliminin kanıtlanmasını teminen kamuya açıklanmalı, bu Şekilde uluslararası mali piyasalarda istikrara katkıda bulunulmalı ve alıcı ülkelerde güven artırılmalıdır.
- 18.** UVF'nin yatırım politikası, tanımlanmış hedefleri, risk toleransı ve yatırım stratejisi açık olmalıdır, sahibi veya yönetim organ (ları) tarafından belirlenmeli ve sağlam portföy yönetimi ilkelerine dayanmalıdır. Yatırım politikası UVF'nin mali riske maruz kalma düzeyini ve baskı kullanma olasılığını yönlendirmeli, i veya dış yatırım yöneticilerinin kullanılma düzeyini, faaliyetlerinin kapsamını ve yetkilerini, seçilme sürecini ve performanslarının nasıl izlendiğini ele almalıdır. UVF'nin yatırım politikası kamuoyuna açıklanmalıdır.

**19.** UVF'nin yatırım kararları, riske göre düzeltilmiş finansal getirileri yatırım politikasına uygun bir şekilde ve ekonomik–mali gerekçelere dayanarak maksimize etmeyi amaçlamalıdır. Yatırım kararlarının ekonomik ve mali düzenlemeler dışında gerekçelere tabi tutulması durumunda, bunlar yatırım politikasında açıkça belirtilmeli ve kamuoyuna açıklanmalıdır. Bir UVF'nin varlık yönetimi genel olarak kabul gören sağlam varlık yönetim ilkeleri ile uyumlu olmalıdır.

**20.** UVF, zel kurumlar ile rekabet halindeyken hükümet tarafından daha geniş/ayrıcalıklı bilgi veya uygunsuz etkiden faydalanmamalı veya bunlardan yararlanmamalıdır.

**21.** UVF'ler hisse sahiplerinin haklarını kendi öz sermaye yatırım değerlerinin ana bir unsuru olarak görmektedir. Bir UVF'nin kendi mülkiyet haklarını kullanmayı seçmesi durumunda, bunu yatırım politikası ile uyumlu ve yatırımlarının mali değerini koruyacak bir şekilde yapmalıdır. UVF kayıt edilen menkul değerler ile ilgili oy hakkına genel yaklaşımını kamuoyuna açıklamalıdır. Buna mülkiyet haklarını kullanmasını yönlendiren ana unsurlar dhildir.

**22.** UVF faaliyetlerinin risklerini tanımlayan, değerlendiren ve yöneten bir çerçeveye sahip olunmalıdır. Risk yönetimi çerçevesi, kabul edilebilir parametreler ve düzeyler, kontrol ve teşvik mekanizmaları, davranış kuralları, iç sürekliliği planlaması ve bağımsız bir denetim işlevi dâhilinde ilgili risklerin yeterli şekilde izlenmesini ve yönetilmesini sağlayan güvenilir bilgi ve zamanında raporlama sistemleri içermelidir. UVF'nin risk yönetimi çerçevesine genel yaklaşım kamuya açıklanmalıdır.

**23.** Varlık ve yatırım performansının (mutlak ve varsa kriterlere göre) UVF'nin açıkça tanımlanmış ilkelere veya standartlara göre ölçülmesi ve fonun sahibine bildirilmesi gerekir.

**24.** Santiago Prensipleri'nin uygulanmasının düzenli olarak gözden geçirilmesi süreci, UVF tarafından veya onun adına yürütülmelidir.