

ULUSAL VARLIK FONLARI: TÜRKİYE EKONOMİSİ İÇİN BİR DEĞERLENDİRME

(SOVEREIGN WEALTH FUNDS: AN ASSESSMENT FOR TURKISH ECONOMY)

Doç. Dr. Mehmet GÜÇLÜ

Ege Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü
mehmet.guclu@ege.edu.tr

ÖZET

Bu çalışma hem yabancı ulusal varlık fonlarının (UVF) hem de Türkiye Varlık Fonunun (TVF) Türkiye ekonomisine olası etkilerini değerlendirmeyi amaçlamaktadır. Yabancı devletlerin sahipliğindeki büyük varlık fonlarının, Türkiye'ye bir dış finansman imkânı sağlarken aynı zamanda ekonomik ve ulusal güvenliğe de potansiyel tehlikeler arz ettiği tespit edilmiştir. Benzer şekilde TVF'inde Türkiye ekonomisine sağlayabileceği bazı avantajlar bulunurken bununla birlikte bazı eksikliklerinin de olduğu gözlemlenmiştir. Bu eksikliklerin ortadan kaldırılması için gerekli tedbirlerin neler olduğu çalışmada ifade edilmiş ve zaman geçirilmeden bu tedbirlerin alınması gerektiği sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: *Ulusal Varlık Fonu, Türkiye Varlık Fonu, Türkiye Ekonomisi*

ABSTRACT

This study aims to evaluate the possible effects of foreign sovereign wealth funds (WF) and the Türkiye Wealth Fund (TWF) on the Turkish economy. It is found that sovereign wealth funds owned by foreign states offer foreign financing to Turkey while at the same time there are potential risks to the economic and national security. Similarly, there are some advantages that TWF can provide to the Turkish economy, but it is observed that there are some deficiencies. It is expressed in the paper what measures are necessary to eliminate these shortcomings and concluded that these measures should be taken immediately.

Keywords: *Sovereign Wealth Fund, The Türkiye Wealth Fund, Turkish Economy*

1. GİRİŞ

Ulusal varlık fonları (UVF) uzun yıllardır uluslararası literatürde yoğun olarak tartışılrsa da Türkiye’de bu konu bu tür bir fon kurulana kadar akademinin yeterince ilgisini çekmemiştir. Bu tarihten önce sadece Akbulak ve Akbulak (2008), Hacıhasanoğlu ve Soytaş (2010), Yalçiner ve Sürekli (2015) tarafından gerçekleştirilen sınırlı sayıda çalışmaya rastlanırken, tartışmaların yoğunlaşması ancak 2016 yılında “Türkiye Varlık Fonu A.Ş.”nin kurulmasından sonra olmuştur. Dolayısıyla varlık fonu fikri Türkiye’de yeterince akademik çalışma ve tartışmaya konu olmadan bir vakıa olarak karşımıza çıkmıştır. Türkiye Varlık Fonu (TVF)’nin kuruluşundan sonra kamuoyunda tartışmalar hızla artsa da bu konudaki akademik çalışmalar aynı hızda artmamıştır. Son dönemde bu konuda birkaç çalışma daha yapılmış (bkz. Kayıran, 2016 ve Karagöl ve Koç, 2016) fakat bu çalışmalar da TVF’nin Türkiye ekonomisine olası etkilerini analiz etmekten ziyade TVF’nin genel yapısını incelemeye yönelik çalışmalardır.

TVF’nin yanı sıra, yurtdışında başka ülkelerce kurulmuş olan yabancı varlık fonları da son yıllarda Türkiye’de yatırım yapmaya başlamışlardır. Bu UVF’lerin yabancı devletlerin sahipliğinde büyük fonlar olması, bunların ulusal ekonomiler üzerindeki güç ve etkilerini tartışma konusu haline getirmiştir. Hatta konu sadece ekonomik boyutu ile değil uluslararası ilişkiler, uluslararası hukuk ve uluslararası siyaset boyutuyla da tartışılmaya başlanmıştır. Tüm bu tartışmalara rağmen literatürde bu fonların Türkiye ekonomisi üzerine olası etkilerini analiz eden bir çalışma bulunmamaktadır.

Literatürdeki bu boşluğu doldurmak düşüncesiyle bu çalışmada hem yerli (yani TVF’nin) hem de yabancı UVF’lerin Türkiye ekonomisi için yaratacağı olası fırsat ve tehditlerin belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, ikinci bölümde ulusal varlık fonları hakkında genel bilgi verilmiştir. İlerleyen bölümlerde yabancı varlık fonlarının ve Türkiye Varlık Fonu’nun Türkiye ekonomisine olası etkileri analiz edilmiştir. Son bölümde ise genel değerlendirmelere yer verilmiştir.

2. ULUSAL VARLIK FONU TANIMI, ÇEŞİTLERİ VE ÖZELLİKLERİ

Ulusal varlık fonlarının kökleri 1953 yılında kurulan Kuveyt Yatırım Kurulu’na (Kuwait Investment Board) dayanmaktadır. Ülkenin petrol geliri fazlasını Londra’daki ofisi vasıtasıyla yöneten bu kurul, 1982 yılında Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority - KIA) adını alarak özerk bir yapıya kavuşmuş ve bugünkü anlamda ulusal varlık fonu kimliğini kazanmıştır (Alhashel, 2015 ve KIA, 2017). Ulusal varlık fonlarının kurulmasını hızlandıran (rezerv fazlalarını yüksek getirili alanlarda değerlendirme isteği doğuran) iki önemli gelişme olmuştur. Bunlardan biri özellikle 1970’lerin ikinci yarısından itibaren (sürekli yüksek seyreden petrol fiyatları nedeniyle) petrol ihraç eden ülkelerin ellerinde biriken aşırı döviz rezervleridir. İkincisi ise, 1997 Asya krizi sonrasında birçok Asya ülkesinin cari fazla vermesi sonucunda oluşan büyük döviz rezervleridir. Şuan sayısı 79’a ulaşmış olan ulusal varlık fonlarının 40 taneden fazlası 2005 yılı sonrasında kurulmuştur (SWFI, 2017). 2008 küresel finans krizinde Merrill Lynch, Morgan Stanley, Citigroup, UBS ve Barclays gibi küresel çapta faaliyet gösteren büyük finansal kuruluşların değeri düşen hisse senetlerinin UVF’ler tarafından satın alınması bir anda dikkatleri bu fonların üzerine çekmiştir (bkz. Larsen ve Hughes, 2008).

Ulusal varlık fonu, ödemeler bilançosu fazlalarına (özellikle petrol ve doğalgaz ihracat gelirlerine), resmi döviz işlemlerinden elde edilen gelirlere, hükümetlerin transfer ödemeleri kaynaklarına, özelleştirme gelirlerine ve bütçe fazlalarına dayalı olarak kurulan, devlet

sahipliğinde bir fon ya da varlık olarak tanımlanmaktadır (IWG, 2008 ve SWFI, 2017). UVF'lerin sermaye kaynakları, parasal otorite tarafından ödemeler dengesi veya para politikası amaçları için tutulan döviz rezervlerini¹, geleneksel anlamdaki devlet teşebbüslerinin faaliyetlerini, kamu emeklilik fonlarını ve bireyler yararına yönetilen varlıkları kapsamamaktadır.

UVF'ler yukarıda sayılan sermaye kaynakları açısından ikiye ayrılmaktadırlar. Petrol, doğalgaz vb. gibi ihraç ürünlerinin gelirlerine dayalı olarak kurulan fonlar "*emtia fonu*" kategorisinde sınıflandırılırken; özelleştirme geliri, bütçe fazlası vb. gibi kaynaklara dayalı olarak kurulan fonlar "*emtia dışı fonlar*" kategorisinde sınıflandırılmaktadır. IMF'nin tanımına göre ulusal varlık fonları çeşitli makroekonomik amaçlar için kurulmuş devlet sahipliğinde yatırım fonlarıdır (Allen ve Caruana, 2008). Bu amaçlar doğrultusunda UVF'ler, istikrar fonu, tasarruf fonu, kalkınma fonu, rezerv yatırım fonu (şirketi) ve emeklilik ihtiyat fonu olmak üzere beş kategoriye ayrılmaktadırlar (IWG, 2008, Al-Hassan vd., 2013 ve Csoma 2015):

İstikrar Fonu: Ekonomiyi ve bütçeyi emtia fiyatlarındaki (genellikle petrol fiyatlarındaki) oynaklıklardan ve dış şoklardan korumaya yönelik fonlardır. Genellikle kısa ve orta vadeli, sabit ve düşük getirili araçlara (özellikle kısa vadeli devlet iç borçlanma senetleri gibi likit varlıklara) yatırım yapma eğilimindedirler. Yatırım stratejileri açısından merkez bankaları rezerv yöneticilerine benzemektedirler. Şili (Economic and Social Stabilization Fund), Moğolistan, Cezayir, İran ve Rusya (Oil Stabilization Fund) bu tür fonlara sahip ülkelerdir.

Tasarruf Fonu: Yenilenemeyen doğal kaynaklardan (petrol ve madenlerden) elde edilen ihracat gelirini (çeşitlendirilmiş portföyü olan) bir finansal varlığa dönüştürerek serveti gelecek nesillerle paylaşmayı amaçlayan fonlardır. Diğer bir ifade ile bu tür fonlar, mevcut neslin doğal kaynakları tüketerek elde ettiği serveti gelecek nesillere aktararak nesiller arası eşitliği sağlamayı amaçlamaktadırlar. Aynı zamanda yüksek döviz girdisinin ülke ekonomisinde yol açabileceği "*Hollanda Hastalığının*" etkilerini de azaltmayı hedeflemektedirler². Ekonomik konjonktürün tersi yönünde yatırım stratejisi izlerler. Yüksek getiri umuduyla yüksek riskli ve uzun vadeli yatırım araçlarını tercih ederler. Portföylerinin önemli bir kısmı hisse senetlerinden oluşur. Birleşik Arap Emirlikleri (Abu Dhabi Investment Authority), Libya ve Rusya (National Wealth Fund) bu tür fona sahip ülkelerdir. Kalkınma Fonu: Sosyo-ekonomik projelere (genellikle altyapı projelerine) fon sağlamayı ve ekonomik büyümeyi artıracak sanayi politikalarına destek vermeyi amaçlayan fonlardır. Uzun vadeli ve yüksek riskli yatırım stratejisi izlerler. Birleşik Arap Emirlikleri (Mubadala Investment Company) ve İran (National Development Fund)'da bu tür fon örneklerine rastlanmaktadır.

¹ Csoma (2015) buradaki döviz rezervi ifadesinin, ülkenin toplam rezervinden optimal merkez bankası rezervinin düşülmesiyle elde edilen rezerv olduğunu söylemektedir (optimal döviz rezervinin nasıl belirlendiğine ilişkin bkz. Jeanne ve Rancière, 2006).

² İhracata konu olan yeni bir zenginleşme kaynağına (örneğin doğal gaz, petrol vb.) kavuşan bir ülkede, ihracat artışı nedeniyle döviz girdisinin artmasına bağlı olarak ulusal para birimi aşırı değerlenmekte, ithalatın ucuzlaması nedeniyle tüketim artmakta, yatırımlar diğer üretim alanlarından çekilerek söz konusu kaynağın bulunduğu alana yönelmekte (de-industrialization) ve üretim azalmaktadır. Bu durum ilk olarak 1960'lı yıllarda Hollanda'da doğal gaz bulunması sonucunda gözlemlendiği için Hollanda Hastalığı adını almıştır.

Emeklilik İhtiyat Fonu: Nüfusun yaşlanmasına bağlı olarak gelecekte kamunun emeklilik yükümlülüklerindeki artışa (emeklilik katkı payı dışındaki kaynaklardan) ek finansman desteği sağlamak için kurulmuş fonlardır. Tanımından da anlaşılacağı üzere doğrudan emeklilik yükümlülükleri bulunan bir fon değildir. Yükümlülüğü sadece gelecekteki olası harcamalarla ilgilidir. Avustralya, İrlanda ve Yeni Zelanda'da bu tür fonlar bulunmaktadır. IWG (2008)'in sınıflandırmasından farklı olarak IFSWF (2014) bu fon kategorisini tasarruf fonu içerisinde saymaktadır.

Rezerv Yatırım Fonu (şirketi): Karlılığı artırmak için fazla döviz rezervlerini daha uzun vadeli ve daha riskli yatırımlara (çoğunlukla hisse senetlerine) yönlendirmek için kurulmuş fonlardır. Fondaki fazlalık rezerv olarak kabul edilmektedir. İhtiyaç duyulması halinde dış ekonomik dengenin sağlanması ve döviz kuru politikalarının desteklenmesi amacıyla likit rezervlere destek için geri çağrılabilirler. Bu nedenle likidite ve getiri arasında iyi bir denge kurulmalıdır. Güney Kore, Çin ve Singapur bu tip fonlara sahip olan ülkelerdir.

UVF'ler yukarıdaki amaçlardan sadece birine sahip olmak yerine bazen birden fazla amaca sahip olabilmektedirler. İstikrar ve tasarruf şeklinde ikili amaca sahip olan Azerbaycan (State Oil Fund), Kuveyt (Kuwait Investment Authority) ve Timor-Leste (Petroleum Fund) fonları bu tip fonlara örnek olarak gösterilebilirler (bkz. IFSWF, 2014, s:12). UVF'lerin amaçlarında zamanla değişiklikler yaşanabilmektedir. Rusya'nın istikrar amaçlı kurduğu fonun rezervlerindeki aşırı artış, bu fonun tasarruf amaçlı bir fona doğru evrilmesine yol açmıştır (Allen ve Caruana, 2008, s:5-6).

Yukardaki açıklamalar dikkate alındığında UVF'lerin temel özellikleri olarak şunlar karşımıza çıkmaktadır (SIL, 2016 ve Csoma, 2015) :

- i) Doğrudan egemen bir devlete aittirler.
- ii) Devletin diğer mali ve politik kurumlarından bağımsız olarak yönetilirler.
- iii) Ticari kazanç arayışı içerisinde çeşitli finansal varlıklara yatırım yaparlar.
- iv) Genellikle uzun vadeli yatırım yapma eğilimindedirler.
- v) Yatırım yaparken yüksek risk toleransına sahiptirler çünkü aktiflerindeki varlıklarına karşılık yükümlülükleri neredeyse hiç yok ya da çok azdır.
- vi) Yatırımlarının önemli bir kısmını yabancı ülke varlıklarına yaparlar.
- vii) Portföylerinde yabancı varlıkların bulunması nedeniyle kur değişikliklerinden etkilenme riskleri vardır.

UVF'lerin devlet sahipliğindeki diğer fonlardan (istikrar, emeklilik fonu vb.) üç temel farklılığı bulunmaktadır. Bunlardan ilki, fona sürekli (sabit) bir gelir akımının (işçi ve işveren kesintilerinden elde edilen gelir gibi bir akımın) olmamasıdır. İkincisi, istikrara veya emekliliğe doğrudan katkı yapmak gibi açık ve doğrudan bir yükümlülüklerinin bulunmamasıdır. Sonuncusu ise daha uzun vadeli ve daha riskli araçlara yatırım yapabilmeleridir.

SWFI (Sovereign Wealth Fund Institute)'nin web sitesinde açıklanan bilgilere göre dünyada 2017 yılı itibariyle 53 ülkeye ait 79 adet UVF bulunmakta ve bunların % 58'i petrol ve doğalgaz gelirleri ile fonlanmaktadır. UVF'ler yatırımlarının %71,5'ini yurtdışına yaparken, %28,5'ini yurtiçine yapmaktadırlar. UVF'lerin yönetimleri altındaki toplam varlık büyüklüğü yaklaşık 7,3 trilyon dolara ulaşmış durumdadır. İlk 10 UVF'nin toplam varlık büyüklüğü 5,4 trilyon dolardır. Diğer bir ifadeyle, küresel çapta UVF'lerin aktif büyüklüğünün %75'i bu fonların sahibi ülkeler (Norveç, Birleşik Arap Emirlikleri, Çin, Kuveyt, Sudi Arabistan, Singapur, Katar) tarafından kontrol edilmektedir. Fernandes (2009, s:2) UVF'lerin dünya çapında neredeyse her beş firmadan birinde hisseye sahip olduğunu iddia etmektedir. Dünyadaki hedge fon ve özel sermaye fonları toplamından daha fazla bir büyüklüğe sahiptirler (Alhashel, 2015, s:2). Bu kadar büyük bir varlığın sınırlı sayıda aktör tarafından kontrol edilmesi, sayılarında hızlı bir artış gözlemlenmesi, yatırım yapılan ülkelerin ekonomik bağımsızlığını tehdit etmeleri, krizlerdeki kurtarıcı rolleri veya kriz yaratabilme potansiyelleri ve egemen bir devletin kontrolünde olmaları tartışmaları da beraberinde getirmiştir.

3. YABANCI ULUSAL VARLIK FONLARININ TÜRKİYE EKONOMİSİNE OLASI ETKİLERİ

Yabancı ulusal varlık fonlarının, Türkiye ekonomisine sunduğu iki önemli fırsat bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi, sürekli finansman ihtiyacında olan Türkiye'ye alternatif dış kaynak sunma; diğeri ise ekonomik krizleri aşmada yardımcı olma potansiyelleridir. Çünkü diğer yabancı yatırımcılarla kıyaslandıklarında UVF'lerin kriz dönemlerinde konjonktürün tersi yönünde hareket etme ve yatırım yapma eğilimleri olduğu bilinmektedir. Bu yönleriyle krizleri aşmada ulusal ekonomiye yardımcı olabilmektedirler. 2008 küresel krizi sonrasında Amerika ve Avrupa'da bunun örneklerine rastlanmıştır (Cohen, 2009 ve Selfin vd. 2011).

Şu ana kadar Türkiye'de yatırım yapan ulusal varlık fonlarının, Norveç ve Katar'a ait olduğu bilinmektedir³. Yabancı ulusal varlık fonlarının Türkiye'deki yatırımlarına ilişkin kamuya paylaşılmış çok fazla bilgi bulunmamaktadır. 3 Mart 2017 tarihli Hürriyet gazetesindeki habere göre 2016 yılı itibariyle dünyanın en büyük ulusal varlık fonu olan Norveç Varlık Fonu, yaklaşık 1 milyar dolarını Türkiye'deki 48 şirketin hisse senedi üzerinde değerlendirmiştir. Yatırımları arasında Ereğli Demir Çelik Fabrikası, Tüpraş, Petkim, Aksa Enerji ve Enka A.Ş. gibi beş büyük Türk enerji firması bulunmaktadır (Hürriyet, 2017). Gazetede yer alan bu haber Türkiye için hem bir fırsata hem de bir tehlide işaret etmektedir. Bu fon, finansman ihtiyacı içerisinde olan Türkiye'ye alternatif bir dış kaynak sunarak bir fırsat yaratmış olsa da özellikle stratejik sektörlerde yatırım yaparak bir tehdit unsurunu da içerisinde barındırmaktadır.

Yukarıdaki açıklamalardan yola çıkarak UVF'lerin Türkiye ekonomisi için potansiyel tehditlerini ise şu şekilde sıralayabiliriz:

³ Katar ulusal varlık fonunun DİGİTÜRK ve BANVİT'i satın aldığı kesin olarak bilinirken, savunma sanayi için üretim yapan BMC'de %50 pay sahibi olan Katarlı ortağın, Katar ulusal varlık fonu mu yoksa başka bir Katarlı yatırımcı mı olduğu net olarak bilinmemektedir.

- i) Daha önce de belirtildiği gibi yabancı devletler UVF'ler aracılığı ile Türkiye'de kritik sektörlerde stratejik konumlanmalar elde edebilirler.
- ii) Devlet sahipliğinde ve kontrolünde olmaları nedeniyle ekonomik güdülerden ziyade politik güdülerle hareket etme potansiyelleri bulunmaktadır. Bu nedenle uluslararası politikada bir araç olarak kullanılma riskleri bulunmaktadır. Diğer bir ifade ile Türkiye'nin ulusal ve ekonomik güvenliğine risk oluşturma potansiyelleri bulunmaktadır.
- iii) Şeffaflıklarının düşük olması nedeniyle UVF'lerin takip ve kontrolünde bazı zorluklar bulunmaktadır. Bu nedenle yurtiçi piyasalarda rekabeti bozabilirler (Aykın, 2011, s:14).
- iv) Kotter ve Lel (2008, s:3)'e göre ulusal varlık fonları tarafından satın alınan hisse senetleri birkaç gün içerisinde hızlı bir değer kazancı (yaklaşık iki gün içerisinde % 2,1 oranında bir fiyat artışı) yaşamaktadırlar. Bu tür hızlı fiyat gelişmeleri finans piyasalarında fiyatları denge noktasından uzaklaştırabilir ve balonlar oluşmasına neden olabilir.

UVF'lerin potansiyel tehditlerine ilişkin ilk uyarılardan birini 2007 yılında Obama yönetiminin Ulusal Ekonomik Konsey başkanı Lawrence Summers (2007) "*UVF'ler Kapitalizmin Mantiğini Sarsıyor*" adlı makalesinde yapmıştır. Ardından, Economist dergisi Ocak 2008 sayısında "*Ulusal Servet Fonlarının İstilasası*" başlığı ile UVF'lerle ilgili tehditlere dikkat çekmiştir. 2008 yılının Ekim ayında Fransa devlet başkanı Nicolas Sarkozy Avrupa parlamentosundaki konuşmasında Avrupa ülkelerine, ulusal şirketlerini yabancılardan (özellikle Avrupa'da etkinliğini artıran ulusal varlık fonlarından) korumak için kendi ulusal varlık fonlarını kurmalarını önermiştir (Financial Times, 2008). Uluslararası düzeyde artan endişe ülkeleri öncelikle kendi bireysel tedbirlerini almaya itmiştir. Almanya'da 2008'in Nisan ayında UVF'ler tarafından yapılan bazı yatırımların incelenmesi için bir kanun çıkarılmış ve hemen sonrasında da kamu güvenliği ve düzenine tehdit oluşturduğu düşünülen satın almaları engellemek için daha sıkı kısıtlamalar getirilmiştir (Cohen, 2009, s:722). ABD'de Başkan'a, şirket satın almaları ve pay devirlerini veto yetkisi verilmiştir. Aynı zamanda ABD hazine bakanlığı, UVF'lerden politik güdülerle hareket etmeyeceklerine ve daha şeffaf olacaklarına dair taahhütler almaya başlamıştır. Fransa'da 11 sektörde yapılacak yabancı yatırımlarda çeşitli bakanlıklardan (savunma, ekonomi, maliye ve çalışma bakanlıkları) izin alınması zorunluluğu getirilmiştir (Aykın, 2011, s:11). Hollanda'da ise yüksek voltajlı elektrik üretimi, su kanalları, demiryolu taşımacılığı, havaalanı, posta idaresi ve merkez bankası gibi alanlar kamu tekelinde olup yabancı yatırımcıya tamamen kapalıdır (Akbulak ve Akbulak, 2008, s:251).

UVF'lere ilişkin kaygılar karşısında ülkelerin almış oldukları bireysel tedbirlerin yanı sıra ortak tedbirlerin alınması da söz konusu olmuştur. Bu amaçla 2007 yılında G7 ülkelerinin toplantısında maliye bakanları, IMF ve OECD'yi bu konuda çalışmaya davet etmişlerdir. Böylelikle, UVF'lerin sunduğu fırsatlardan faydalanılırken tehditlerden de nasıl korunulacağına ilişkin uluslararası düzeyde bir arayışa girilmiştir. Bu amaçla 2008 yılında IMF, ulusal varlık fonuna sahip 26 üye ülke ile birlikte "Santiago İlkeleri" adı altında UVF'ler için genel kabul gören 24 ilke belirlemiştir (bkz. IWG, 2008). Bu ilkeler ile UVF'lerin daha şeffaf ve hesap verebilir olmaları, politik güdülerle değil ekonomik güdülerle hareket etmeleri, iyi yönetim göstermeleri, adil rekabet etmeleri ve ev sahibi ülkenin kurallarına uymaları amaçlanmıştır. Söz konusu ilkelerin bir bağlayıcılığı bulunmasa da bunlara uyum sağlamak ABD ve Avrupa piyasalarına

giriş için bir ön şart niteliği kazanmıştır (Aykın, 2011, s:21). Tüm bu gelişmeler UVF'lerin şeffaflığını özellikle ev sahibi ülkeler açısından önemli hale getirmiştir. Bu amaçla 2008'de Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI) tarafından UVF'lerin şeffaflık derecesi ölçülmeye başlanmıştır. Söz konusu enstitünün 2017'nin ikinci çeyreği için açıkladığı endeks değerleri hala birçok UVF'nin şeffaf olmaktan uzak olduğunu göstermektedir⁴.

Dünyada bu tartışmalar son 10 yılda artarak devam ederken Türkiye gündeminde kendisine yeterince yer bulamamaktadır. Türkiye'de yabancı yatırımcıyı çekmek ve yatırım ortamını iyileştirmek için 2003 yılında çıkarılan 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ile "yerli yabancı ayrımı kaldırılmış" ve stratejik sektörlerin korunmasına ilişkin de ayrı bir düzenleme yapılmamıştır. Finansman ihtiyacı nedeniyle sürekli kaynak arayışında olan Türkiye için bugünlerde UVF yatırımları önemli bir araç olabilir. Ancak bu büyük fonların başka devletlerin kontrolünde olmaları ve özellikle stratejik sektörlerdeki yatırımları (savunma sanayi, enerji, telekomünikasyon, hava ve deniz limanları vb.) nedeniyle ileride ulusal güvenliğe tehdit oluşturabilecekleri unutulmamalı ve gerekli tedbirler şimdiden alınmalıdır. En azından öncelikle Santiago ilkelerine uyum gösteren ve yeterli şeffaflık derecesine sahip UVF'lerin yatırımlarına yurtiçinde izin verilmelidir. Stratejik sektörlerle ilişkin yatırımlarla ilgili ayrıca düzenlemeler yapılmalıdır.

4. TÜRKİYE ULUSAL VARLIK FONUNUN EKONOMİYE OLASI ETKİLERİ

26 Ağustos 2016 tarihinde resmi gazetede ilgili kanunun yayınlanması ile Türkiye Varlık Fonu kurulmuş ve birçok kamu varlığı (THY, Türk Telekom, Ziraat Bankası, Halk bankası, TPAO, BOTAŞ, PTT, TÜRKSAT, Borsa İstanbul, Milli Piyango, TCDD, ETİ Maden, Türkiye Denizcilik İşletmeleri, ÇAYKUR, Türkiye Jokey Kulübü ve Kayseri Şeker Fabrikası'ndaki kamu payları ile mülkiyeti devlete ait çeşitli taşınmazlar) bu fona devredilmiştir. Dünyadaki önemli örneklerinden farklı olarak cari işlemler veya bütçe fazlasına dayanmaksızın oluşturulan bu fonun kanunla tanınmış birçok muafiyetinin bulunması (kurumlar ve gelir vergisinden, belediyelere ödenecek çeşitli vergi ve harçlardan, Borsadaki kayıt ve kotasyon ücretlerinden muaftır; ayrıca ihale, devlet memurları ve özelleştirme kanunlarına tabi değildir) ve kamu kaynaklarının Sayıştay denetiminden çıkarılması kamuoyunda ciddi eleştirilere neden olmuştur.

Bu tartışmalara geçmeden önce TVF'nin ne tür bir UVF olarak sınıflandırılması gerektiği üzerinde biraz durulmasında fayda bulunmaktadır. Söz konusu fonun bir cari fazlaya veya bütçe fazlasına dayanmaması bunun bir tasarruf fonu, emeklilik ihtiyat fonu veya rezerv fonu olarak sınıflandırılmasını zorlaştırmaktadır. TVF'nin kurulmasına ilişkin kanunun gerekçesi bu fonun istikrar ve kalkınma şeklinde iki amacının bulunacağı fikrini hâkim kılmaktadır. Kanun gerekçesinde yer alan istikrara ilişkin ifadeler şu şekildedir:

"... yurt içinde ve yurt dışında finansal risklerin artmasıyla yaşanan ekonomik dalgalanma dönemlerinde, yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri fon çıkışlarının varlık fiyatlarında sert düşümlere yol açması ve yerli yatırımcıların spekülatif döviz talebinin artması piyasalarda likiditenin azalmasına ve finansal istikrara yönelik endişelere yol açmaktadır. Bu sorunların çözümü için, finansal stres ortamında piyasalarda stabilize edici bir görev üstlenecek, kamu fonlarının konsolide olarak yönetildiği, güçlü bir Ulusal Varlık Fonunun bulunması, ülke

⁴ UVF'lerin şeffaflık dereceleri için bkz. <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>

tasarruflarının büyüklüğünü ve gücünü görünür kılarak piyasalarda gerekli güven ortamını yaratacak ve ülkemizin uluslararası kredibilitesinin artmasını sağlayacaktır.”

Gerekçede yer alan büyüme-kalkınmaya ilişkin ifadeler⁵ ise aşağıdaki gibidir:

Türkiye Varlık Fonunun kurulmasıyla;

- *Büyüme oranına gelecek on yıl içinde yıllık %1,5 oranında ilave artış sağlanması,*
- *Yapılacak yatırımlarla yaklaşık yüzbinlerce kişilik ek istihdam sağlanması,*
- *Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun sektörlerdeki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması,*
- *Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu artırılmadan finansman sağlanması,*
- *Arz güvenliğini sağlamak üzere, Türkiye için önem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlerle yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi hedeflenmektedir.*

Kayıran (2016, s:73), istikrar amacının sadece gerekçede yer alması fakat kanun metninde yer almaması nedeniyle bunun bir yan amaç olduğunu iddia etmektedir. TVF'nin, özellikle son zamanlarda gelişmekte olan ülkelerde kurulan kalkınma fonları ile gösterdiği benzerlikler de bu fonun istikrardan ziyade kalkınma (büyüme) amaçlı olacağını göstermektedir. Bu benzerlikler şu şekilde sıralanabilir:

Bu fonlar,

- i) cari işlemler veya bütçe fazlasına dayanmamaktadırlar,
- ii) borç sermayesi kullanılmaktadırlar (TVF'ye de hazineden izin almaksızın yurtiçinden ve yurtdışından borçlanma izni verilmiştir),
- iii) genellikle yurtiçine yatırım yapmaktadırlar (yukarıdaki ifadeler TVF'nin de önemli oranda yurtiçi yatırım planının olacağına işaret etmektedir),
- iv) özellikle altyapı yatırımlarına yönelmektedirler (kanunun gerekçesinde yer alan yukarıdaki ifadeler, TVF'nin de altyapı yatırımlarının finansmanına yöneleceğini göstermektedir).

Yaklaşık bir yıl önce resmen kurulmuş olmasına rağmen aktif olarak bir faaliyette bulunmaması, üç yıllık stratejik yatırım planının (yol haritasının) kamuoyuyla hala paylaşılmamış olması ve web sitesinde fona ilişkin yeterli bilgilerin bulunmaması TVF'ye ilişkin değerlendirmeleri zorlaştırır da olası fırsat ve tehditlerin neler olduğu aşağıda belirlenmeye çalışılmıştır.

⁵ TVF'nin kurulmasına ilişkin kanunun gerekçesi dikkatlice okunduğunda büyüme ve kalkınma kavramlarının birbirine karıştırıldığı TVF'nin amaçların kalkınmadan çok büyümeye ilişkin olduğu gözlemlenmektedir.

Olası Fırsatlar:

- i) TVF, birbirinden bağımsız ve etkin kullanılamayan kamu kaynaklarını tek bir çatı altında toplayarak yurtiçindeki büyük ölçekli yatırımlara uzun vadeli-ucuz finansman desteği sağlayabilir. Böylelikle büyüme ve istihdama katkıda bulunabilir.
- ii) TVF'nin, diğer kamu fonlarına kıyasla daha uzun vadeli ve yüksek getirili/daha riskli yurtdışı yatırımlara yönelme imkânı vardır. Bu yatırımlardan elde edeceği gelir ile ulusal tasarrufa katkıda bulunabilir.
- iii) Finans piyasalarına derinlik kazandırabilir ve sert dalgalanmalarda konjonktürün aksi yönünde hareket ederek iktisadi dalgalanmanın etkilerini minimize edebilir.
- iv) Özellikle stratejik kamu kuruluşlarının özelleştirme yoluyla yabancıların eline geçmesini engellemek için menkul kıymetleştirme yoluna giderek (hisse senedi ve tahvil ihraç edilmek suretiyle) yerli kaynak temini sağlayabilir.
- v) Katma değerli ve stratejik sektörlerle finansman desteği sunabilir (İtalya, Rusya, Brezilya ve İrlanda'da bu tip ulusal varlık fonları bulunmaktadır) ya da Fransa'da olduğu gibi finansman gücünü kullanarak stratejik sektörlerin yabancıların eline geçmesini engelleyebilir.
- vi) Kamu kaynak ve tasarruflarını etkin bir şekilde işleterek ülke ekonomisinin uluslararası kredibilitésini artırabilir.
- vii) Allen ve Caruana (2008, s: 11)'e göre sağlam bir mali yönetim çerçevesi belirlemek şartı ile UVF'ler şeffaflığı ve hesap verebilirliği artırabilirler. TVF de bu konuda gerekli adımları atarak Türkiye ekonomisine böyle bir imkânı sunabilir.
- viii) Dış politika aracı olarak kullanılabilir. Diğer bir ifade ile fon, yurtdışında yaptığı yatırımlar aracılığıyla ülkenin uluslararası etkinliğini artırılabilir. Ancak TVF, Mart 2017'de küresel varlık fonları ağı olan Uluslararası Varlık Fonları Forumunun (IFSWF) üyesi olmakla Santiago İlkelerini desteklemeyi gönüllü olarak kabul etmiştir . Bu ilkelerin 2. maddesi UVF'lerin politika amacının açık bir şekilde tanımlanması ve kamuoyuna açıklanması gerektiğini ifade etmektedir. IWG (2008, s:12)'ye göre açıkça tanımlanmış bir politika amacının bulunması, UVF'nin doğrudan veya dolaylı olarak *"hükümetin jeopolitik gündemini yerine getirme niyeti veya yükümlülüğü olmaksızın"* yatırım yapmayı taahhüt ettiği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla her ne kadar kanunun gerekçesinde TVF'nin, *"dış politikanın önemli bir unsuru olarak Türkiye'nin uluslararası arenada daha fazla söz sahibi olmasına katkı sağlayacağı"* iddia edilse de bu üyelikle, TVF'nin dış politika aracı olarak kullanılmayacağı örtük bir biçimde kabul edilmiş olmaktadır.
- ix) Doğal kaynak ihracatı kaynaklı yoğun döviz girdisi (büyük cari fazla), ulusal para biriminin aşırı değerlenmesine ve diğer ihracat endüstrilerinin zarar görmesine (diğer bir ifadeyle Hollanda hastalığına) yol açabilir. Ayrıca bu yüksek dış ticaret geliri yurt içinde talebi artırarak enflasyonda da bir artışa neden olabilir. Ulusal varlık fonu, bu döviz birikimini yurt dışı yatırımlarda kullanarak yurtiçinde bu tür sorunların oluşumunu engellemede önemli bir araç olabilir. Bu konuda en iyi örnek Norveç ulusal varlık fonudur ve yatırımlarının tamamını yurt dışına yapmaktadır. Ancak TVF için bu fonksiyondan bahsetmek şimdilik pek mümkün değildir.

Olası Tehditler:

- i) TVF'nin, esasen kamuya ait olan kaynakları hazineden bağımsız bir şekilde yönetme yetkisi bulunmaktadır. Bu durumun, kamunun tüm gelirlerinin Hazine veznelere girmesi ve giderlerin bu veznelere ödenmesi anlamına gelen hazine birliği ilkesini bozma riski bulunmaktadır.
- ii) TVF kanununun 4. maddesinin b fıkrasında "*kamu kurum ve kuruluşlarının tasarrufu altında bulunan ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıkların*" fonun kaynağı olabileceği belirtilmiştir. Bu ifade, her türlü kamu kaynağının fona aktarılmasını ve riski araçlara yatırım yapılmasını mümkün hale getirmektedir. Bu da ekonominin kırılganlığını artırabilir.
- iii) TVF, hem ulusal hem de uluslararası finans piyasalarında Hazine ve Merkez Bankası yanında devlet adına üçüncü bir kurum olarak yer alabilecektir (bkz. TVF kanunu madde 4). Bu nedenle söz konusu kurumlarla yeterli uyum ve koordinasyonun sağlanamaması halinde piyasaların ve ekonominin bundan olumsuz etkilenmesi mümkündür (Dedeoğlu, 2016, s:4).
- iv) TVF, Hazineden izin almaksızın yurtiçinden ve yurt dışından borçlanma imkânına sahiptir (bkz. TVF kanunu madde 4-c). Bu durum ülkenin borç yükünü artırarak ekonominin kırılganlığını artırabilir. Bertoni ve Lugo (2015, s:3)'ye göre bir ülkenin kredi riski o ülkenin UVF'sine yansiyebileceği gibi, UVF'nin riski de ülkeye sirayet edebilir. Ayrıca, TVF'nin borçlanması, yurtiçinde devlet hazinesine alternatif bir borçlanma potansiyeli taşıdığından yurtiçi faiz oranlarında da bir artış söz konusu olabilir.
- v) TVF kanununun denetim ile ilgili 6. maddesi şu şekildedir:
 - (1) *Şirket, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonlar **bağımsız denetime** tabidir. Şirket, 6362 sayılı Kanun kapsamında kurumsal yönetim düzenlemelerine uyar.*
 - (2) *Şirket, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonların bağımsız denetimden geçmiş yıllık mali tabloları ile faaliyetleri, Başbakan tarafından görevlendirilecek sermaye piyasaları, finans, ekonomi, maliye, bankacılık, kalkınma alanlarında uzman en az üç merkezi denetim elemanı tarafından **bağımsız denetim standartları çerçevesinde** denetlenir. Denetim sonucunda hazırlanacak rapor her yıl haziran ayı sonuna kadar Bakanlar Kuruluna sunulur.*
 - (3) *Şirket, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonların bir önceki yıla ait mali tabloları ile faaliyetleri, her yıl ekim ayında Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından, **birinci ve ikinci fıkralar kapsamında hazırlanan ve Başbakanlık tarafından gönderilen denetim raporları** üzerinden görüşülerek denetlenir.*

TVF, mal varlığı esasen kamuya ait olan ama özel hukuk hükümlerine tabi özel bir şirket şeklinde oluşturulduğu için Sayıştay tarafından değil bağımsız denetim kurumlarınca denetlenecektir. Burada sadece denetim kelimesi benzetilmektedir. Fakat bu denetimlerin içeriği birbirinden farklıdır. Sayıştay'ın yapacağı denetim ile bağımsız bir kurumun özel bir şirketin hesapları üzerindeki denetimi aynı şey değildir. Özel denetim TVF'nin, muhasebe standartlarına ve vergi kanunlarına uygun olup olmadığını denetler.

Fonun halk adına kullanılma şeklini (yani kamu kurum ve kuruluşlarının tabi olduğu bütçe, ihale, harcırah ve devlet memurları kanunu gibi yasal mevzuatlara uygunluğunu) denetlemez. Denetim yetersizliği yöneticilerin suiistimallerinin oluşmasına yol açabilir.

- vi) Uzmanlık alanları birbirinden çok farklı olan kurumların (örneğin Türkiye Jokey Kulübü, Ziraat Bankası ve THY gibi) bir havuzda toplanarak yönetilmeye çalışılması önemli zafiyetler doğurabilir.
- vii) Kamu kuruluşlarının bu özel şirkete devredilmesi ile bu kuruluşların borçlanma gibi yükümlülükleri de kamu istatistiklerinde yer almayacaktır. Bu durum kamunun performansının doğru değerlendirilememesine yol açabilir.
- viii) Özelleştirme gelirlerinin ve kamunun en karlı kuruluşlarının gelirlerinin fona devredilmesi bütçenin gelirlerinde azalmaya yol açarken kamunun borçlanma ihtiyacını da artıracaktır.
- ix) Birçok vergi ve harçtan muaf olmak TVF'nin karlılığını artıracaktır. Ancak bu, piyasada rekabeti bozabileceği gibi kamunun da vergi gelirinden mahrum kalmasını sağlayarak bütçede açık yaratacaktır.
- x) Allen ve Caruana (2008, s:11) UVF'lerin yurtdışı yatırımlardan ziyade önemli oranda yurtiçi varlıklara yatırım yapması durumunda bunun, yurtiçi talebi artırarak yerel varlık fiyatlarında balon oluşmasına yol açacağını ve aynı zamanda sisteme likidite enjekte ederek para politikasını zora sokabileceğini iddia etmektedir. TVF'nin önemli oranda yurtiçi yatırım planının bulunması, ileride Türkiye ekonomisini de bu sorunlarla karşı karşıya bırakabilir.
- xi) Geleneksel olarak UVF'lerin dış varlıklara (özellikle büyük piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere) yatırım yaptıkları bilinmektedir. Fakat gelişmekte olan ülkelerdeki kalıcı altyapı finansman açıkları hükümetleri yurtiçinde yatırım yapmaya teşvik etmektedir. Gelb vd. (2014, s:3)'e göre UVF'lerin başarılı olabilmesi için önceliklerinden bir tanesi, "bütçe sınırlamalarını aşarak kamu yatırımlarını finanse etmemek" olmalıdır. TVF kanununun gerekçesine bakıldığında TVF'nin özellikle yurtiçi altyapı yatırımlarına ağırlık vereceği (otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü, Üçüncü Havalimanı ve Nükleer santral gibi) görülmektedir. TVF kullanılarak bütçe kısıtlarının aşılması ekonominin kırılganlığını artırabilir.
- xii) UVF'ler genellikle riski dağıtmak ve uzun vadeli getiri elde etmek amaçlı yurtdışı yatırımlara yönelmektedirler. TVF ise bunun aksine daha çok yurtiçi yatırımları finanse etmeyi ve bunun bir kısmını da çıkaracağı türev araçlarla yapmayı planlamaktadır. Bir kriz anında bu yatırımlardan ve bu menkul kıymetlerden zarar edilmesi, ülke ekonomisinin içinde bulunduğu krizi daha da derinleştirebilecektir. Örneğin, 2008 yılında aktif büyüklüğü yaklaşık 3,9 trilyon dolara ulaşan UVF'lerin toplam kayıpları yaklaşık 700 milyar dolardır (Cohen, 2009, s:714).
- xiii) UVF'lerde siyasetlerin etkili olmaları sonucunda yolsuzluk ve yozlaşma riski söz konusudur. Her ne kadar özel bir şirket olsalar da ulusal varlık fonlarında bu tip yolsuzlukların ortaya çıkması siyasi ve ekonomik krizleri beraberinde getirebilir.
- xiv) Yukarıda TVF'nin daha çok kalkınma-büyüme amaçlı olacağını belirtmiştik. Ancak kanunun gerekçesinde belirtildiği gibi hem kalkınma hem de istikrar amaçlı kullanılmaya çalışılması halinde yatırım stratejisinde bazı çelişkiler meydana

gelebilir. Çünkü kalkınma amaçlı fonlar daha uzun vadeli, daha riskli ve likiditesi düşük varlıklara yatırım yapmayı gerektirirken istikrar amaçlı fonlar bunun tam tersini gerektirmektedir.

5. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

UVF'lerin faaliyetleri başlangıçta ülkelerin döviz fazlalarını yurtdışında uzun vadeli, yüksek getirili ve riskli alanlarda değerlendirme faaliyeti olarak kabul edilirken; zaman içinde geçirdikleri değişim ve dönüşüm sonucunda ülkelerin ekonomik ve ulusal güvenliklerine tehdit unsuru olarak algılanmaya başlanmıştır. UVF'lerin bu gücünü gören bazı ülkeler, hem ulusal varlıklarını değerlendirmek hem de uluslararası arenada politik güç sahibi olabilmek amacıyla ulusal varlık fonu kurma yönündeki faaliyetlerini artırmışlardır. Ayrıca kendilerini yabancı UVF'lerden koruyabilmek için de çeşitli önlemler almaya başlamışlardır.

Türkiye de dünyadaki gelişmelere paralel bir şekilde hem yabancı UVF'lere ev sahipliği yapmaya başlamış hem de kendi UVF'sini oluşturarak bu alandaki yerini almıştır. Ancak Türkiye'nin, yabancı UVF'lere ev sahipliği yaparken bunların ekonomi üzerinde yaratabileceği olumsuzlukları engelleyecek yeterli tedbirleri almadığı gözlemlenmiştir. Buradan gelecek tehditlerin engellenebilmesi için öncelikle stratejik ve katma değerli sektörlerdeki yabancı yatırımların yakından izlenmesi ve ulusal çıkarlara ters düşen yatırımlara izin verilmemesi gereklidir. Bunlara ilişkin gerekli izin ve denetim mekanizmaları oluşturulmalıdır.

Yabancı UVF'ler gibi TVF'nin de Türkiye ekonomisini olumsuz yönde etkilememesi için dikkat edilmesi gerekli bazı hususlar bulunmaktadır. Bunlar şu şekilde sıralanabilir:

- i) TVF'nin mali disiplini, şeffaflığı ve hesap verebilirliği yüksek olmalıdır.
- ii) Amacı (büyüme, istikrar vb.) ve yatırım stratejisi açıkça belirtilmeli ve kamuoyu ile paylaşılmalıdır. Birbiriyle çelişen amaç ve yatırım stratejileri söz konusu olmamalıdır.
- iii) Yolsuzluk ve yozlaşmadan kaçınabilmek için politik etkilerden mümkün olduğunca yalıtılmış bir yönetim çerçevesi oluşturulmalıdır.
- iv) Hükümetin bütçe kısıtlamalarını aşarak kullandığı bir kaynağa dönüştürülmemelidir.
- v) TVF'nin faaliyetlerinin ekonomi üzerinde olumsuz etkiler yaratmaması için Merkez Bankası ve Hazine gibi kamunun diğer kurum ve kuruluşlarıyla eşgüdüm içerisinde hareket etmelidir.
- vi) Ülkenin makroekonomik politikaları ile uyumlu bir yatırım stratejisi izlemelidir.
- vii) Elde etmiş olduğu kazançların, Hazineye ne zaman ve ne şekilde aktarılacağı açıkça belirtilmelidir.
- viii) Yatırımlarının finansmanı sürekli borçlanmayla yapılmamalıdır.
- ix) Yatırımlarında riskin dağıtılması ilkesi esas olmalıdır. Bu nedenle yatırım portföyü çeşitlendirilmelidir. Ayrıca, yatırımlar yurtiçi ve yurtdışı arasında dengeli bir şekilde dağıtılmalıdır.

TVF'nin sahip olduğu kaynakların iyi değerlendirilmemesi halinde Türkiye ekonomisinin bundan ciddi zarar göreceği ve gelecek nesillerin kaynaklarının da bugünden heba edilmiş olacağı unutulmamalıdır.

KAYNAKÇA

- Akbulak, S. ve Akbulak, Y. (2008), "Ulusal Varlık Fonları", Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt: 20 (2), ss:237-262.
- Alhashel, B. (2015), "Sovereign Wealth Fund: A Literature Review", Journal of Economic and Business, 78 (March-April), pp.1-13.
- Al-Hassan, A., Papaioannou, M., Skancke, M. and Sung, C. C. (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, IMF Working Paper, No: 13/231.
- Allen, M. and Caruana, J. (2008), "Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda", IMF, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> (Erişim: 05/06/2017).
- Aykın, H. (2011), "Ulusal Refah Fonları; Risk mi, Fırsat mı?", SDE Analiz, Stratejik Düşünce Enstitüsü, ss. 4-28.
- Bertoni, F. and Lugo, S. (2015), The Use of Debt by Sovereign Wealth Fund, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2656228 (Erişim: 06/06/2017).
- Cohen, B. J. (2009), "Sovereign Wealth Funds and National Security: The Great Trade-off", International Affairs, 85(4), pp.713–731.
- Csoma, R. (2015), "Appreciation of the Role of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy", Public Finance Quarterly, 2, 270-287.
- Dedeoğlu, E. (2016), "Kamu Mali Yönetiminde Neler Oluyor? Varlık Fonu ve Tamamlayıcı Ödenek", TEPAV Değerlendirme Notu, No: 201629, http://www.tepav.org.tr/upload/files/1473014698-4.Kamu_Mali_Yonetiminde_Neler_Oluyor_Varlik_Fonu_Ve_Tamamlayici_Odenek.pdf (Erişim, 07/07/2017).
- Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu (2013), Resmi Gazete, Sayı:25141, 17/6/2003.
- Fernandes, N. (2009). "Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around The World", IMD Working Paper, No: 2009/01, http://www.imd.org/research/publications/upload/wp_2009_01_fernandes_level_1.pdf (Erişim: 03/07/2017)
- Financial Times (2008), Sarkozy Calls for European Wealth Funds. 21/10/2008 <https://www.ft.com/content/c2ba0fe0-9f5a-11dd-a3fa-000077b07658> (Erişim: 01/08/2017).
- Gelb, A., Tordo, S., Halland, H., Arfaa, N. and Smith, G. (2014), "Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance Risks and Opportunities", World Bank Policy Research Working Paper, No: 6776.
- Hacıhasanoğlu, E. ve Soytaş, U. (2010), "Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü", MARC Working Paper Series, No: 2010-02.

- Hürriyet Gazetesi, (2017), Norveç Varlık Fonu 1 Milyar Dolarını Türkiye'de Değerlendirdi, 3/3/2017, <http://www.hurriyet.com.tr/norvec-varlik-fonu-1-milyar-dolarini-turkiyede-degerlendirdi-40383579> (Erişim: 11/07/2017).
- IFSWF (2014), "Santiago Principles: 15 Case Studies, How IFSWF Members Implement the Santiago Principles", IFSWF's 6th Annual Meeting in Doha.
- IFSWF (2016), New Challenges, Private Markets: Sovereign Wealth Funds' Changing Investment Strategies, Subcommittee 2: Investment & Risk Management, International Forum of Sovereign Wealth Funds <http://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF%20New%20Challenges%2C%20Private%20Markets.pdf> (Erişim: 05/04/2017).
- IWG (2008), "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices 'Santiago Principles'", International Working Group of Sovereign Wealth Funds. www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf (Erişim: 05/6/2017).
- Jeanne, O. and Rancière, R. (2006), "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications", IMF Working Paper, No: 06/229.
- Karag l E. T ve Koç, Y. E (2016), Dünyada ve Türkiye'de Ulusal Varlık Fonları, SETA, Sayı: 169. https://setav.org/assets/uploads/2016/11/20161028172334_varlik-fonu-pdf.pdf (Erişim: 7/06/2017).
- Kayıran, M. (2016), "Türkiye Varlık Fonu'nun Kuruluş Amaçları ve Yapısı  zerine Bir Değerlendirme", Eđitim Bilim Toplum Dergisi, Cilt: 14 (5), ss:55-90.
- KIA (2017), "Overview of Kuwait Investment Authority", <http://www.kia.gov.kw/en/ABOUTKIA/Pages/Overview.aspx> (Erişim, 06/06/2017).
- Kotter, J. and Lel, U. (2008), "Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets", Board of Governors of the Federal Reserve System - International Finance Discussion Paper, No: 940.
- Larsen, P. T. and Hughes, C. (2008), "Sovereign Wealth Funds: The New Kids on The Block", Financial Times, 24/01/2008, http://www.ft.com/cms/s/0/c7433296-ca1f-11dc-b5dc-000077b07658.html?ft_site=falcon&desktop=true#axzz4qZPC47yd (Erişim, 06/06/2017).
-  zkul,  . (2016), "Türkiye Varlık Fonu Norveç gibi mi, Angola gibi mi olacak?", D nya Gazetesi, 2/09/2016, <https://www.dunya.com/kose-yazisi/turkiye-varlik-fonu-norvec-gibi-mi-angola-gibi-mi-olacak/327996>, (Erişim: 05/07/2017).
- Selfin, Y., Snook, R. and Gupta, H. (2011), "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Economic Success", PricewaterhouseCoopers(PwC), <https://www.pwc.com.cy/en/issues/assets/sovereign-funds.pdf> (Erişim: 05/06/2017).
- SIL (2016), Hunting Unicorns: Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016, http://www.ifswf.org/sites/default/files/report_SIL_2017.pdf (Erişim: 07/06/2017).
- Summers, L. (2007), "Sovereign Funds Shake the Logic of Capitalism, 30 July 2007", Financial Times. http://www.ft.com/cms/s/0/8c9dea94-3e30-11dc-8f6a-0000779fd2ac.html?ft_site=falcon&desktop=true#axzz4qZPC47yd (Erişim, 06/06/2017).

SWFI (2017), "What is a SWF?" Sovereign Wealth Fund Institute, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> (Erişim: 06/06/2017)

SWFI, <https://www.swfinstitute.org>

TBMM (2016), "Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı ile Gerekçesi", 1 Ağustos 2016. <http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf> . (Erişim: 05.07.2017).

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (2016), Resmi Gazete, Sayı: 29813, 26/8/2016.

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Kararın Yürürlüğe Konması Hakkında Karar (2016), Resmi Gazete, Sayı:29883, 9/11/2016.

Yalçın K. ve Sürekli, A.M. (2015), "Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği", Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt: 17(3)