

## ULUSAL VARLIK FONLARI VE TÜRKiYE

### SOVEREIGN WELAKTH FUNDS AND TURKEY

şahap KAVCIOĞLU\*

#### Öz

Büyüme ve kalkınma hedefleri doğrultusunda, ülkelerin ekonomik faaliyetlerden gerekli payları almaları ve özellikle kriz ortamlarına karşı sağlam bir ekonomi yapısı oluşturmaları gerekmektedir. Bu sebeplerle; ülkeler, mevcut ekonomik sorunlarının çözümünün yanı sıra rekabet güçlerini artırıcı politika ve araçların geliştirmesi adına yoğun şekilde çalışmaktadırlar. Günümüzde dünya üzerinde hızla yayılan Ulusal Varlık Fonları da temelde belirtilen amaçlara yönelik araçlardan biridir. Kuruldukları ülkelerin büyüme ve kalkınmasında etkin rol oynamaları, diğer ülkeleri de fon kurulumu noktasında teşvik etmiştir. Bu çalışmada; varlık fonlarının genel özellikleri ve seçilmiş ülke fon örnekleri üzerinde durularak, Türkiye’de kurulan fonun özellikleri, gerekliliği ve ekonomi üzerinde beklenen katkılarına ışık tutulması amaçlanmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Ulusal Varlık Fonları, Büyüme ve Kalkınma, Rekabet Gücü

**Jel Kodları:** F30, F50, H10.

#### Abstract

In the direction of growth and development goals, countries need to take the necessary steps from economic activities and create a sound economic structure especially against crisis situations. For this reasons; Countries are working extensively to address the current economic problems as well as to develop policies and tools to enhance competitiveness. At present, The Sovereign Wealth Fund, which spread rapidly throughout the world, are also one of the means for basically stated purposes. Playing an active role in the growth and development of the countries they set up encouraged other countries at the point of funding. In this study; we aimed to light on the characteristics of the fund established in Turkey, its necessity and expected contributions on the economy by focusing on the general characteristics of funds and examples of selected country funds.

**Keywords:** Sovereign Wealth Fund, Growth and Development, Competition Power

**Jel Codes:** F30, F50, H10.

---

\* TBMM, Bayburt Milletvekili, sahap.kavcioglu@tbmm.gov.tr.

## Giriş

Dünyayı etkisi altına alan küreselleşme olgusunun kökeni yirminci yüzyıla dayanmakla birlikte, ivme kazanması yirmi birinci yüzyıl ile başlamıştır. Bahse konu ivmede, özellikle 1970’li yıllarda Bretton Woods sisteminin yıkılması ve yaşanan petrol krizi sonucunda finansal sistemlerde yaşanan liberalleşme hareketleri etkili olmuştur. Küreselleşme sürecinin ekonomilere etkisi tartışılırken, liberalleşme gelişmeleri sermaye akımlarını, mal ve hizmet ticaretinin çok ötesinde bir boyuta taşımıştır. Reel ve finans sektörlerindeki sınırların bu olguyla beraber kalkması, özellikle de dış ticaret ve sermaye hareketleri üzerindeki engellerin azalması gibi durumlar ülkelerin ekonomilerine olumlu katkılar sunarken, aksak rekabet ortamlarının derinleşmesine ve zorluk derecesinin de yükselmesine sebebiyet vermiştir.

Dünya ülkeleri gelişmek ve bu gelişimlerini sürdürebilmek için ekonomik faaliyetlerden gerekli payı almak zorundadır. Bu payı almanın ön koşulu olan rekabet gücünün artırılması ise, liberalleşme hareketlerinin ekonomiler üzerinde oluşturduğu sorunlar ile daha da güç bir hal almıştır. Günümüzde, özellikle de gelişmekte olan ülke ekonomiler büyüme ve kalkınma hedeflerine ulaşmada muhtelif sorunlarla karşılaşırken, bu sorunların başında yatırım ve tasarruf yetersizlikleri gelmektedir. Bu ülkeler gerek yatırım ve tasarruf eksikliklerini gerekse diğer mevcut sorunlarını gidererek; küresel pazarda rekabet güçlerini artırmak ve gerekli payları alabilmek, büyüme ve kalkınma hedeflerini gerçekleştirmek, sağlam bir ekonomi yapısı oluşturarak finansal şok ve krizlerde ekonomilerini ayakta tutmak ve gelecek kuşaklara daha geniş bir refah ortamı sunmak adına sürekli farklı politika ve araç geliştirmek mecburiyetinde kalmaktadırlar.

Temelde bu amaçlara yönelik olarak tesis edilen ve dünya ülkelerinde hızla yayılan araçlardan biri de Ulusal Varlık Fonları ya da başka bir ifadeyle Ulusal Refah Fonlarıdır. Ulusal Varlık Fonlarının (UVF) ilk örneğinin 1854 yılında Teksas’da kurulan ve kaynak olarak kamu taşınmazlarını alan Texas Permanent School Fonu olduğu dile getirilmekle birlikte, bugünkü manasıyla UVF’lerin ilk örnekleri 1950’li yıllarda kurulmaya başlayan fonlardır (Yalçınar ve Sürekli, 2015: 2). 1953 yılında kurulan Kuwait Investment Authority (Kuveyt Yatırım Otoritesi) bu anlamda en eski fon olarak karşımıza çıkarken, 1956 yılında kurulan Kribati Revenue Equalization Reserve Fund (Kribati Genel Rezerv Fonu), 1974 yılında kurulan Singapore – Temasek Holdings (Singapur Temasek Holding), 1976 yılında kurulan Abu Dhabi Investment Authority (Abu Dabi Yatırım Otoritesi) ile yine 1976 yılında kurulan US-Alaska Permanent Fund (Alaska Daimi Fonu) kurulan ilk fonlar arasında sayılabilmektedir (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-profiles/>, 24.02.2017).

1953 yılında kurulan ilk fon Kuveyt Yatırım Otoritesi ülkedeki petrol gelirlerinin artması ve bu gelirlerin etkin şekilde kullanılması amacıyla kurulmuştur (Çikot, 2008: 15). Bu fonun kurulumundan 1970’li yıllara kadar kurulan fon sayısı sınırlı seviyede kalmıştır. 1970’li yıllara gelindiğinde, başlayan liberalleşme hareketleriyle beraber artan küresel ticaret hacmi ile petrol krizi neticesinde yaşanan fiyat artışları, petrol ihracçısı ülkeler ile ticaret hacmi yüksek ülkelerin gelirlerinin artması sonucunu doğurmuştur. Bu durum ise, artan gelirle birlikte ülkelerde UVF kurulmasının artmasını beraberinde getirmiştir. Kurulan bu fonlar, menşei oldukları ülkelerin büyüme ve kalkınma hedeflerine ulaşmada önemli katkılar sunmuştur.

UVF'lerin kuruldukları lkelerin büyüme ve kalkınmasında etkin rol oynaması, fon sahibi olmayan lkeleri de küresel pastadan paylarını alma noktasında cezbetmiştir. Kuruldukları ilk günden 2000 yılına kadarki UVF sayısı 23 ile sınırlı kalırken, dünya üzerinde bu fonların sayısının artması özellikle 2000'li yıllardan sonra olmuştur (şimşek: 2015: 135). Günümüzde 55 lkede 82 civarında fon bulunmakta ve lkelere olan katkıları grldkce sayıları da hızla artış göstermektedir. Fonların kurulumunda petrol zengini ve cari işlem fazlası veren lkelerin yoğunlukta olması, dünya genelinde fon kurulumu için petrol ve cari işlem fazlası şartı olması algısını yaratmıştır. Fakat, günümüzde emtia zengini olmayan ya da cari açık veren ancak, rekabet ortamında bu fonların faydalarından yararlanmak için UVF kuran birçok ülke rneği bulunmaktadır.

Dünya lkeleri bahse konu fonlardan yararlanmak adına hızla UVF kurarken, lkemizde bu fonun kurulumu için adım ancak 2016 yılı itibariyle atılmıştır. Bu yıla kadar G-20 lkeleri arasında UVF olmayan tek ülke konumunda olan lkemizde, 26 Ağustos 2016'da 6741 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan kanunla birlikte Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.ř. unvanı altındaki fon resmen kurulmuştur.

Bu çalışmanın amacı; UVF'lerin amaçları ve kaynakları gibi genel özellikleri üzerinde durularak, seçilmiş lke UVF rneklelerinin incelenmesi ile birlikte, lkemizde kurulan fonun genel özellikleri, amaçları, kaynak yapısı, denetim usulleri, gerekliliği ve ekonomi üzerinde beklenen olası katkılarına ışık tutabilmektedir.

## **I. Dünyada Ulusal Varlık Fonlarının Gelişimi, Kaynakları ve nemi**

### **I.1. UVF Tanımı ve Kuruluş Amaçları**

UVF'ler devletlerin ellerinde bulunan varlıkların bir bölümünü yöneten kamu kuruluşları olarak tanımlanmaktadır (Beck and Fidora, 2008: 6). Hkmetler tarafından ulusal amaçlara ulaşmak için doğrudan veya dolaylı olarak sahip olunan ve yönetilen varlık havuzlarıdır (Blundel-Wignall, Yermo and Hu, 2008: 117).

UVF'ler temelde benzer makro amaçlara yönelik kurulsa da ülke bazında sübjektif amaçlara sahip olabilmektedir. Bu durum, dünya çapında hızla yayılan UVF'ler için genel olarak kabul görmüş bir tanımın yapılamamasına sebebiyet vermektedir. Dolayısıyla; genel olarak lkelerin sahip oldukları varlıkların kontrolü, yönetimi ve geliştirilmesi ile birlikte, yurt içi ve yurt dışına yönelik muhtelif yatırım stratejileri oluşturmak amacıyla kurulan fonlar olarak tanımlanabilirler.

lkelerin UVF'lerden faydalanmak istemelerinin ardında; küresel pazarda rekabet güçlerini artırmak, küresel anlamda gerekli payları alabilmek, ekonomilerini sürekli büyüyen bir hale getirmek, özellikle büyük ve etkin projelerin finansmanını sağlayarak kalkınma hedeflerini gerçekleştirmek, sağlam bir ekonomi yapısı oluşturarak finansal şok ve krizlerde ekonomilerini ayakta tutmak ve gelecek kuşaklara daha geniş bir refah ortamı sunmak gibi makro amaçlar yatmaktadır.

Kuruldukları ülkelerin özellik ve ihtiyaçlarına göre farklılık gösterebilmekle birlikte, UVF'ler genel olarak bu makro amaçlar çerçevesinde şekillenmektedirler. IMF kaynakları ise, bu fonları amaçlarına göre başlıca 5 gruba ayırmaktadır;

- İstikrar Fonları (Stabilization Funds); petrol gibi emtia fiyatlarında olabilecek dalgalanmalardan korunmak ve dış şoklara karşı ekonomilerinin direncini artırabilmek amacıyla kurulmuşlardır. Bu fonlara örnek olarak Şili Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu ile Timor-Leste, İran ve Rusya Petrol İstikrar Fonları gösterilebilir. Bahse konu fonların yatırım eğilimleri ve likidite hedefleri, maliye politikalarındaki çöküşleri tersine çevirebilme rolü bakımından merkez bankalarına benzemektedir. Bu fonlar varlıklarının ağırlıklı kısmını sabit getirili menkul kıymetlere tahsis ederek, aşırı derecede likit portföylere yatırım eğiliminde hareket ederler.
- Tasarruf Fonları (Saving Funds); sahip olunan yenilenemeyen varlıkların, çeşitlendirilmiş varlıklardan oluşan bir portföye dönüştürülmesi yoluyla mevcut servetin gelecek nesillere aktarımını amaçlamaktadır. Gelecek kuşakların refahının artırmaya yönelik bu fonlara Abu Dabi Yatırım Otoritesi, Libya ve Rusya Ulusal Varlık Fonları örnek gösterilebilir. Bu fonlar yatırımlarında yüksek risk-getiri koşuluna göre hareket etmektedirler.
- Kalkınma Fonları (Development Funds); genellikle alt yapı gibi öncelikli olarak sosyo-ekonomik projelere kaynak tahsis etmek için tesis edilmektedirler. İlgili projelerinin finansmanı ile birlikte, ülke ekonomilerinin büyüme oranlarına katkı sunmayı amaçlamaktadırlar. Bu fonlara örnek olarak Birleşik Arap Emirlikleri Mubadala Yatırım Şirketi ile İran Ulusal Kalkınma Fonu gösterilebilir.
- Emeklilik Rezerv Fonları (Pension Reserve Funds); devlet bilançosunda yer alan emeklilik yükümlülükleriyle ilgili olarak gelecekte yapılacak ödemelerin yanı sıra beklenmedik çıkışları da karşılayabilmek adına kurulmuştur. Avustralya, İrlanda ve Yeni Zelanda fonları örnek gösterilebilir.
- Rezerv Yatırım Şirketleri (Reserve Investment Corporations); rezerv varlıklar üzerindeki maliyet masraflarını azaltmak ya da söz konusu rezerv varlıkları çeşitli yatırımlarda değerlendirmek suretiyle daha fazla kazanç elde etmek amacıyla kurulmuşlardır. Bu fonlara, Çin, Güney Kore ve Singapur fonları örnek gösterilebilir (IMF, 2013: 4-6).

## 1.2. Dünyada UVF'lerin Tarihsel Gelişimi

1854 yılında kurulan Texas Permanent School Fonu tarihsel süreçte ilk UVF olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu fonu takiben 1876'da yine Texas'da kurulan Permanent University Fund ile Utah'da 1896'da kurulan Sitfo Fund karşımıza çıkan diğer en eski fonlardır (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-profiles/> 27.02.2017). Ancak, bugünkü manasıyla ilk fon örnekleri 1953 yılında kurulan Kuveyt Yatırım Otoritesi ile birlikte başlamaktadır.

Kuveyt Yatırım Otoritesi, lkede artan petrol gelirlerinin kullanılması ve yönetilmesi adına kurulmuştur. Kurulan lke ekonomisine katkı sunarken, diğer lkelere bu anlamda örnek olmuş ve bu lkelerde de fon kurulumunun nn açmıştır. Ancak, UVF'lerin dünya üzerinde yayılmasındaki esas etken 1970'li yıllarda başlayan liberalleşme hareketleri ve yaşanan petrol krizi olmuştur. Liberalleşme hareketleri küresel anlamda ticaret hacminin gelişmesine ve bu sayede lkelerin gelirlerinin artmasına etki ederken, petrol krizi nedeniyle artan petrol fiyatları da özellikle petrol ihraççısı lkelerde gelirlerin artmasına olanak sağlamıştır. Gelirleri artan lkeler, kasalarında oluşan fazla bakiyeleri değerlendirmek üzere hızla varlık fonu kurmaya başlamışlardır.

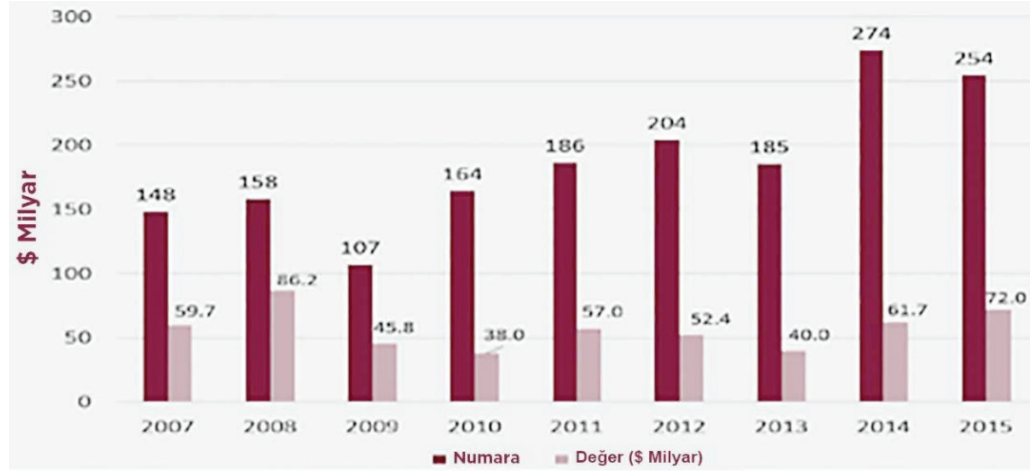
UVF'lerin kurulumunda petrol ihraççısı veya cari işlem fazlası olan lkeler yoğunluk kazanırken; UVF sahibi lkelerin ekonomik glerinin artması, rekabet glerinin artması ve bunun gibi daha birçok avantaj elde etmesi, petrol zengini ve cari işlem fazlası olmayan lkeler tarafından da UVF kurulum metodlarının geliştirilmesine sebebiyet vermiştir.

2001 yılında ABD'de gerçekleşen terör saldırıları sonrası izlenen politikalar ile talep artışı kaynaklı olarak, petrol fiyatlarında artış yönünde baskılar oluşmaya başlamıştır. 2002 yılında petrolün varil fiyatı 30 Dolar seviyelerinde iken, ABD'nin Irak işgalinin de etkisiyle 2008 yılı içinde 140 Dolar seviyelerine kadar ulaşmıştır. Bahse konu fiyat artışları özellikle petrol ve doğalgaz zengini olan Körfez lkelerinin gelirlerinin önemli seviyede artmasını sağlamıştır (şanlı, 2010: 19). Bahse konu durum UVF'lerin sayısının daha da artmasını sağlarken, genel olarak sabit getirili araçlara yatırım yapmayı tercih eden UVF'ler risk oranı yüksek ancak uzun vadeli getirisi de yüksek agresif yatırımlara yönelmeye başlamışlardır (Aykın, 2011: 12).

2008 yılında Mortgage Krizi olarak da adlandırılan küresel krizin patlak vermesi ve petrol fiyatlarında yaşanan kş, yatırımlarını daha riskli alanlara yönlendirmeye başlayan UVF'leri de olumsuz olarak etkilemiştir. Birleşmiş Milletler tarafından açıklanan verilere göre en büyük zararı Körfez lkelerinin UVF'leri görmüş olup, 2008 yılı zarar rakamları 350 Milyar Dolar olarak belirtilmiştir (Baxter, 2009: 1).

Küresel kriz sonrası yaşanan bu kayıplar, UVF'lerin gelişmesine engel olmamıştır. Kriz ortamları lkelerin kaynak bulmada güçlük çektikleri en sıkıntılı süreçlerdir. lkeler, bu süreçlerde yeni yatırımların yapılamaması ve başlamış yatırımların durması tehlikelerinin yanı sıra ekonominin çarklarını bozabilecek muhtelif sorunlarla karşı karşıya kalabilmektedir. Başta tasarruf eksikliği olan lkeler olmak üzere birçok ülke kaynak bulma sıkıntısı yaşayabilmektedir. 2008 küresel krizi de birçok lkede bu sorunların çok net şekilde hissedildiği bir kriz olmuştur. UVF'ler bu tip kaynak sıkıntısının yaşandığı dönemlerde devreye girerek; başlayan yatırımların tamamlanması, yeni yatırımların finanse edilmesi, kaynak sıkıntısı yaşayan tüm alanlara müdahale edilebilmesi ve ekonomik çarkların sorunsuz işlemesi için çok etkin bir araçtır.

Dolayısıyla, başta kriz dönemleri olmak üzere ülke ekonomilerinde yaşanan olumsuzluklara karşı UVF'lerin alternatif maliyetleri oldukça yüksek olabilmektedir. Bu nedenle; yönettikleri varlıklarla gerek finansal istikrar gerek küresel anlamda yatırım aracı niteliği taşıyan bu fonlar, kayıp yaşadıkları 2008 krizini takip eden dönemde daha da önem kazanmaya başlamışlardır (Karagl ve Koç, 2016: 8-9).

**Grafik 1:** UVF'lerin Yurt Dışı Doğrudan Yatırım İşlem Sayısı (Adet) ve Hacmi (Milyar \$)

**Kaynak:** (Sovereign Investor Institute's Sovereign Wealth Center, 2015: 11).

UVF'ler tarafından yönetilen varlıklar 1990'da 500 Milyar Dolar iken 2008'de 3-4 Trilyon Dolar seviyelerine yükselmiştir. Emtia fiyatlarındaki ve özellikle Asya ihracatındaki baskıcı etkilere rağmen, 2008-2009 yıllarındaki durgunluk yeni UVF'lerin kurulmasını ve gelişimini durdurmamıştır (Raymond, 2010: 121-122). UVF'lerin günümüzdeki fon büyüklüğü, 7,4 Trilyon Doları geçmiştir (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 24.02.2017). Yine kuruldukları günden 2000'li yıllara kadar 23 olan UVF sayısı, günümüzde 82'ye ulaşmış durumdadır. Bu rakamlar, 2008 krizinden sonra UVF'lerin dünya üzerindeki öneminin arttığını teyit eder niteliktedir. Ayrıca, 2010-2015 yılları arasında % 21,5 oranında büyüyen UVF'lerin, 2020 yılına kadar kurulması beklenen 21 yeni fon ile beraber 15 Trilyon Dolar seviyelerinde bir fon hacmine ulaşacağı tahmin edilmektedir (Şen, 2016: 1).

Grafik 1'de; kuruldukları günden bu yana her açıdan hızlı bir gelişim trendi içerisine giren UVF'lerin, 2007 sonrası dönemde yurt dışı doğrudan yatırım hacimleri ile işlem sayıları görülmektedir. Küresel krizin etkilerinin hissedildiği 2009 yılında gerek yatırım hacmi gerek işlem sayılarında çok belirgin bir azalma yaşandığı görülmektedir. İlgili yıl dışında dalgalı seyir izleyen bu kalemlerin, sürecin genelinde ise gelişim gösterdiği görülmektedir. 2007 yılında 148 doğrudan yabancı yatırım işlemde 59,7 Milyar Dolar doğrudan yatırım işlemi gerçekleştiren fonlar, 2015 yılında 254 işlemde 72 Milyar Dolar boyutunda yatırım değerine ulaşmıştır.

2015 yılında 72 Milyar Dolar seviyesinde gerçekleştirilen yurt dışı doğrudan yatırımların % 35,9'u inşaat ve emlak, % 23,6'sı finansal hizmetler, % 14,6'sı alt yapı ve endüstriler, % 11,2'si tüketici mal ve hizmetler, % 8,6'sı sağlık ve teknoloji, kalan % 6,1'lik kısmı ise emtia alanlarına yönelik gerçekleştirilmiştir (Sovereign Investor Institute's Sovereign Wealth Center, 2015: 3).

UVF'lerin % 48'i varlıklarını 10 yıldan uzun süredir sürdürmekte olup, en az bir alternatif yatırım kanalına yatırım yapan fonların oranı % 70'dir. Genel yatırımlar içinde emlak ve alt yapı

alanları UVF'ler tarafından en çok tercih edilen alternatif varlık sınıflarıdır. Ekonomik altyapıya yatırım yapan UVF'lerin oranı % 58 iken sosyal altyapıya yatırım yapan UVF oranı % 44'tür (Preqin-Alternative Assets Data and Intelligence, 2015: 2).

### 1.3. UVF Kaynakları

Dünya üzerindeki UVF'ler, kaynaklarına göre emtiaya dayalı ya da emtiaya dayalı olmayan fonlar olmak üzere iki grupta değerlendirilebilmektedir. Emtia kaynaklı fonların oluşturduğu ilk grubun kaynakları arasında; başta petrol olmak üzere, doğal gaz, elmas, bakır, fosfat ve benzeri doğal kaynaklar yer almaktadır. Emtiaya dayalı olmayan fonların kaynakları arasında ise; başta cari fazlaları ile döviz rezervleri olmak üzere, emeklilik fonları, sigorta primleri, özelleştirme gelirleri, kamu taşınmazları ve bunlara benzer varlıklar yer almaktadır.

Günümüzde 7,4 Trilyon Dolar seviyesinde bir fon hacmine ulaşılırken, bu tutarın 4,2 Trilyon Dolarlık kısmı emtiaya dayalı fonlar, geri kalan 3,2 Trilyon Dolarlık kısmı ise emtia dışı kaynaklara dayalı fonlarca yönetilmektedir (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 24.02.2017). Fon tutarlarından da anlaşılacağı üzere, dünya üzerindeki fon hacminin önemli kısmına emtia zengini ölkeler ile birlikte, cari işlem fazlası ve özellikle de bu işlemler kaynaklı fazla döviz rezervleri olan ölkeler hükmetmektedir.

Bu genel durum; UVF'lerin kurulumu için petrol, doğalgaz gibi emtialara sahip olma ya da cari işlem fazlası olması algısını yaratmıştır. Ancak, UVF'lerin ekonomilere kazandıklarından yararlanmak isteyen birçok ölkede, emtia zengini ya da cari işlem fazlası olmamasına rağmen muhtelif amaç ve metotlarla UVF kurmuştur. Örneğin İtalya stratejik sektörlerde yer alan firmalara iştirak etme amacıyla UVF kurulumu gerçekleştirmiştir (Dedeoğlu,2016: 3). Yine Çin, Singapur, Güney Kore, Brezilya gibi birçok ölkede emtia dışı kaynak kullanan fon sahibi ölkelere örnek verilebilmektedir. Bütçe açığı verebilen ancak UVF kurmaktan kaçınmayan ölkelere Fransa, İrlanda ve UK örnek verilebilecekken, cari açık verebilen ancak UVF sahibi ölkelere de Güney Afrika, Brezilya, Arjantin, Meksika, Endonezya ve Hindistan gibi ölkeler örnek verilebilir.

Kaynak kullanımları detay şekilde örneklendirilecek olursa; Birleşik Arap Emirlikleri, Kuveyt, Katar gibi Körfez ölkeleri ile Norveç, Azerbaycan, Rusya gibi ölkelerin UVF'leri petrol gelirlerine, Çin, Singapur, Hong Kong, Güney Kore, Malezya gibi ölkelerin UVF'leri cari işlem fazlası ve özelleştirme gibi politikalarla oluşan döviz rezerv fazlalarına dayanmaktadır (Raymond, 2010: 121-122). Yine şili, Botswana, Kiribati gibi ölkelerin UVF'leri sırasıyla bakır, elmas ve fosfat gibi doğal kaynak gelirlerine, Fransa, Avustralya ve Yeni Zelanda gibi ölkelerin UVF'leri ise, sosyal güvenlik primlerine dayanmaktadır (Yalçıner ve Sürekli 2015: 3).

### 1.4. Ekonomik Konjonktürde UVF'lerin Öneminin Artması ve Oluşan Tedirginliklerin Getirdiği Düzenlemeler

Döneminin en önemli yatırım bankalarından olan Lehman Brothers'ın iflas etmesi ile birlikte, sınırları ABD dışına çıkan ve tüm dünya ekonomilerini etkisi altına alan küresel bir kriz patlak vermiştir. 2008 küresel krizi olarak bilinen bu süreçte birçok firma önemli zararlarla karşı

karşıya kalırken, iflas eden firmalar dışında birçok firma da iflasın eşiğine gelmiştir. Likidite sıkışıklığının zirve yaptığı süreçte, iktisadi faaliyetleri bozulan firmaların finansal rasyoları da hızla kötüleşmiştir. Bu durum; likidite gereksinimini mevcut iktisadi faaliyetleri ile çözemeyen firmaların, ek finansman kaynağı da sağlayamamasına sebebiyet vermiştir.

Üretim ve ticari faaliyetler başta olmak üzere, ekonomik yapı içerisindeki birçok faaliyet firmalar tarafından organize edilmektedir. Dolayısıyla, ekonomilerde alınacak yatırım kararlarındaki en etkin birimlerin başında firmalar gelmektedir. Bu nedenle, ülkelerin dünya pazarından gerekli payı alması ve kaynaklarının etkin kullanılması açısından firmalar büyük önem arz etmektedirler. Firmaların bahse konu önemi; krizin etkilerini azaltmaya ve hatta yok etmeye çalışan birçok ülkede, mevcut politikaların geliştirilmesine ya da hızla yeni politikaların üretilmesine neden olmuştur.

Kriz döneminde özellikle stratejik sektörlerde yer alan firmaların kurtarılmasıyla; ekonomik durgunluğun ivedilikle çözülmesi, büyüme ve kalkınma hedeflerinin tekrar işleyebilmesi amaçlanmıştır. Üretilen politikaların başında ise, piyasa çarklarının kendiliğinden işlerlik kazanmasını beklemeyerek direk devlet müdahalesiyle gerçekleştirilen politikalar gelmiştir. Bu süreçte, ABD başta olmak üzere birçok ülke piyasaya direk müdahalelerde bulunmuş ve özellikle finans kurumları aracılığıyla iflas eşiğine gelen firmalar fonlanmıştır. İzlenen politikalar genel olarak başarı sağlarken, bu başarı dünya ekonomilerinde devlet müdahalesi ve etkinliğini de tekrar gündeme taşımıştır. Ancak; gündeme gelen devlet müdahalesi ve etkinlik, küreselleşmeye karşı bir anlamda sahip olduğu UVF şirketleriyle devletin de piyasada yer alabildiği anlamı taşımaktadır (Şimşek, 2015: 121-122).

UVF'ler; kriz ortamlarında kamu ve özel sektördeki yatırımların sürdürülebilmesi, yeni yatırımların finanse edilebilmesi, büyük projelerin önünün açılabilmesi, piyasada oluşan her türlü fiyat hareketlerinin olumsuz etkilerinin asgari seviyeye indirilebilmesi, likidite ihtiyaçlarının karşılanabilmesi ve daha birçok benzeri durumda devletin piyasaya hızlı ve etkin bir şekilde müdahale edebilmesinde önemli bir enstrüman olabilmektedirler. Piyasaların krize girdiği ve belirsizliğin hâkim olduğu ortamlarda, riskten kaçınan yatırımcılar hızla paralarını geri çekebilmektedir. Bu tip toplu çıkışlar ve olası dalgalanmalar ülke ekonomisini güç durumlara düşürebilirken, UVF'ler söz konusu kriz ortamlarında sağlam duruşlarıyla ve sermaye akışını sürdürmeleri açısından finansal sistemlerdeki sıkıntıların derinleşmesini engelleyebilmektedirler. Kriz ortamları dışında da ekonomideki çarkların işlerliğinin korunması adına yoğun mesai harcayan UVF'ler, rezerv yönetimi gibi işlevlerinde merkez bankalarına olduğu gibi çoğu açıdan yine birçok devlet kurumuna da yardımcı olabilmektedirler. Doğru ve etkin yönetilen fonlar; devlet tasarruflarını ve kaynaklarını genel olarak uzun vadeli ve stratejik yatırımlara yönlendirerek, menşei oldukları ülkelerin gelecek kuşaklarının refahının artırılabilmesine gayret göstermektedirler.

Ülke hedeflerine uygun yatırım stratejileri oluşturmaları neticesinde devlet bütçesinin daha verimli ve etkin kullanılmasını sağlayan UVF'ler, elde ettikleri gelirler ile ülkelerin ödemeler bilançosuna da katkı sunmaktadırlar. Ekonomik hedeflere ulaşmada ülkelerinin para ve maliye politikalarına destek olabilmektedirler. Örneğin; talep fazlası yaratabilecek kaynakları kullanarak, ülkelerin enflasyon hedeflemelerine ulaşmasına katkı sunabilmektedirler. Ülke kaynaklarının



dünya çapında getirisi yüksek yatırımlara yönlendirilmesinin yanı sıra ülke içinde de verimli yatırımların finanse edilmesi suretiyle büyüme ve kalkınma hedeflerine ulaşmada etkin rol oynayabilmektedirler (Yalçıner ve Sürekli, 2016: 4-5).

Kurucusu oldukları lkelerin özelliklerine göre de faydaları artış gösterebilen UVF'ler, yatırımlarını taşıdıkları lkelerin ekonomilerine de başta kaynak çeşitliliği sunmaları gibi birçok fayda sağlamaktadırlar. Söz konusu katkılar dolayısıyla bu fonlar yatırım yapılan lkeler tarafından olumlu karşılanırken, bir yandan da şüph ve tedirginlik oluşturabilmektedirler. Bakıldığında; bu fonların yatırımlarını kar elde etme ve elde edilen karları ülkelerine transfer etmelerinin dışında devlet mülkiyetinde olmaları sebebiyle politik bir yanlarının olması, bu şüph ve tedirginliğin esas unsurunu teşkil etmektedir. UVF'lerin politik ve makro ekonomik faydalarına göre yatırım stratejilerini geliştirebilme imkânına sahip olmaları, dış lkeleri güç durumda bırakabilecek yatırım alanlarına girme ve herhangi bir olumsuzlukta bu durumu yatırım yapılan ülke aleyhine kullanabilme ihtimallerinin olması, stratejik sektör şirketlerine yatırım yaparak know-how transferi yapma ihtimallerinin olması gibi birçok durum dış dünyada oluşan tedirginlikler arasında sayılabilmektedir.

Bahse konu tedirginlikleri dünya üzerinde yaşanan olaylarla örneklendirmek mümkündür. UVF'lerin kurulumunda ve gelişiminde önemli bir paya sahip olan Körfez lkeleri başta olmak üzere birçok fon sahibi ülke, rezervlerini uzun bir süre sabit getirili risksiz ABD hazine kağıtlarına yönlendirmişlerdir. Ancak zamanla önemli bir fon büyüklüğüne sahip olan Suudi Arabistan gibi Körfez lkeleri ile Çin gibi diğer fon sahibi lkeler, % 5 getiri elde ettikleri ABD hazine kağıtlarının yanı sıra kar seviyelerini artırma adına portföylerini genişletmeye başlamışlardır (Ewing, 2007: 1). Portföyün stratejik alanlara yönelme şeklinde genişlemesi ise, yatırım yapılan birçok lkede rahatsızlık oluşmasına sebebiyet vermiştir. Başka bir örnekte; Birleşik Arap Emirlikleri menşeli UVF ABD'de liman işletmeciliği konusunda faaliyet gösteren Peninsular and Oriental Steam Navigation (P&O) şirketini satın alırken, Çin menşeli bir UVF de ABD'ye ait petrol üretim şirketi Unocal'ı satın alma girişiminde bulunmuştur. Bu satın alma işlemleri ABD'de önemli eleştirilere neden olurken, Çin UVF'si teklifini geri çekmek, Birleşik Arap Emirlikler ise firma hisselerini tekrar satmak mecburiyetinde kalmıştır (Marchick ve Slaughter, 2008: 6).

Bu tip örneklerin dünya genelinde artması, oluşan tedirginliklerin derinleşmesi ve eleştiri boyutuna ulaşması sonucunu doğurmuştur. UVF'lerin yatırım hamlelerinin, zenginlikleri maksimize etmekten sapan ve ekonomik olmayan etkenler tarafından motive edilebildiği eleştirileri yapılmaya başlanmıştır. Yatırım yapılan ülke ekonomilerine spekülatif saldırı yapılabilme ihtimali üzerinde durulurken, fonların sahip olduğu gücü stratejik olarak kullanması ile ekonomilerde finansal istikrarsızlık oluşturabileceği belirtilmektedir (Ainzenman ve Glick, 2008: 23). Özellikle bankacılık, havacılık, savunma ağır sanayi, enerji gibi stratejik sektörlere yatırım yapılması, yatırım yapılan ülkelerdeki endişeleri yoğunlaştırmıştır. ABD, Fransa, Almanya gibi lkelerde oluşan endişeler başı çekerken, söz konusu endişelerle birlikte Fransa; devletin sanayi alanında daha aktif rol alması ve bu sektördeki firmaların dış yatırımcılar tarafından satın alınmasını engellemek için 2008 yılında kendi UVF'sini kurmuştur (LBO, 2008: 1). Yine UVF yatırımlarının serbest rekabet ilkelerine aykırı olduğu eleştirileri getirilirken, özellikle gelişmekte olan lkelerin gelişmiş lkelere yönelik yatırım hareketleri tedirginlikle birlikte gelen eleştirilere öncülük etmiştir.

UVF'ler gerek sayısal gerek fon hacmi olarak dünya genelinde hızla büyürken, getirilen en önemli eleştiri ise şeffaflıktan uzak oldukları yönündeki eleştirilerdir. UVF'lerin rekabet koşullarına uygun olabilmesi için yönetim biçimleri, fon büyüklükleri, yatırım stratejileri gibi birçok alanda bilgi paylaşımı yapmaları gerektiği vurgulanmaktadır. Şeffaflık konusu üzerindeki tartışmalar akademik çalışmalara kadar taşınmıştır (Grogoryan, 2016: 9-10). Artan şeffaflık tartışmaları karşısında özellikle ABD ve Avrupalı yetkililer, UVF'lerin faaliyetleriyle ilgili daha fazla bilgi paylaşımı yapmaları konusunda baskı uygulamaya başlamışlardır. Bu süreçte bir araya gelen G7 Ülkelerinin de konuyu irdelemesi, IMF ve benzeri kurumların UVF'lerin şeffaflık çalışmalarını artırması sonucunu doğurmuştur (Ewing, 2007: 1).

Nisan 2008'de 26 UVF sahibi bir grup ülkenin yer aldığı ve IMF tarafından desteklenen bir çalışma grubu oluşturuldu. International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) adındaki bu grup, politik olmayan ekonomik ve finansal amaçlarla şekillenen UVF yatırımları için en iyi yolun; gönüllük esaslı yatırım prensipleri oluşturmak olduğuna karar verdi. Alınan bu karara istinaden Santiago İlkeleri olarak adlandırılan 24 farklı genel kabul görmüş ilke yayınlandı. Uluslararası bağlayıcılığı bulunmayan bu ilkeler, UVF'lerin ABD ve Avrupa piyasalarına giriş için ön şart niteliği taşımaktadır. Bu ilkelerin ana amacı ise; UVF'ler için rehberlik sağlamak, yatırımların kamuya açıklanmadığı durumlarda ekonomik ve finansal iadelere olanak sağlamak, yatırımların politik etkiden uzak olmasını sağlamak, UVF işlemlerinin anlaşılır olması açısından şeffaflık hususunu teşvik etmek, küresel finansal sistemin istikrarına katkı sağlamak, korumacı baskıları azaltmak, yatırım yapılan ülkede adil rekabet ortamını korumak, açık ve istikrarlı bir yatırım ortamı sağlamak gibi hususlara yardımcı olmaktır (Behrendt, 2010: 2-4).

IMF'nin yanı sıra OECD'de UVF'ler konusunda çalışma yaparak, 2008 yılında bir bildiri yayınlamıştır. UVF'lerin menşei oldukları ülkelere faydası olduğu kadar yatırım yapılan ülkelere de faydaları üzerinde durulmuştur. Bu kapsamda, yatırım yapılan ülkelerin yabancı sermayeyi kısıtlayıcı uygulamalar ve yatırımcı ayırımı yapmamaları belirtilmiştir. UVF'lerin politik riskleri hususunda ise, yatırım yapan ve yatırım yapılan ülkeler arasında karşılıklı işbirliği yapılmasının gerekliliği vurgulanmıştır. Ulusal güvenlikleri için oluşan riskle orantılı, şeffaf, açık bir şekilde tanımlanmış ve sorgulanabilir uygulamalar yapmaları bildirilmiştir. OECD'nin bu bildirisine rağmen, oluşan tedirginliklerle özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinde katı uygulamalar yapılmaya devam edilmiştir. UVF'lere karşı genel bir sınırlama getirilmesi, bazı sektörlerle giriş engeli veya sınırlamaların getirilmesi, sıkı denetim ve izin politikalarının uygulanması, UVF'lerle karşılıklı taahhütlerde bulunulması rastlanılan katı uygulamalar arasında sayılabilmektedir (Aykın, 2011: 17-20).

### 3. Dünyada Kurulan Ulusal Varlık Fonu Örnekleri

Günümüzde 55 ülkeden dünyaya yayılan yatırımları organize eden 82 UVF, halî hazırda 7,4 Trilyon Dolar seviyesindeki bir fon büyüklüğünü yönetmektedir. Daha öncede belirtildiği üzere, bu fon hacminin yaklaşık 4,2 Trilyon Dolarlık kısmını kaynağını emtiaya dayandıran fonlar, kalan kısmını ise kaynaklarını emtia dışına dayandıran fonlar yönetmektedir.

**Tablo 1:** Fon Byklğ 100 Milyar USD zerindeki UVF'ler

ÜLKE	ULUSAL VARLIK FONU	VARLIK BYKLğ (MİLYAR USD)	KURULUŞ	KAYNAK	LMT ENDEKSİ
Norveç	Government Pension Fund - Global	870,81	1990	Petrol	10
in	China Investment Corporation	813,8	2007	Emtia-Dışı	8
BAE-Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	792	1976	Petrol	6
Kuveyt	Kuwait Investment Authority	592	1953	Petrol	6
Suudi Arabistan	SAMA Foreign Holdings	576,3	1952*	Petrol	4
in	SAFE Investment Company	474**	1997	Emtia-Dışı	4
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456,6	1993	Emtia-Dışı	8
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	350	1981	Emtia-Dışı	6
Katar	Qatar Investment Authority	335	2005	Petrol-Gaz	5
in	National Social Security Fund	295	2000	Emtia-Dışı	5
BAE-Dubai	Investment Corporation of Dubai	200,5	2006	Emtia-Dışı	5
Singapur	Temasek Holdings	180	1974	Emtia-Dışı	10
Suudi Arabistan	Public Investment Fund	160	2008	Petrol	4
BAE-Abu Dabi	Mubadala Investment Company	125	2002	Petrol	10
BAE-Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Council	110	2007	Petrol	-
Güney Kore	Korea Investment Corporation	108	2005	Emtia-Dışı	9

**Kaynak:** <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> \*1952 kuruluş tarihi olarak belirtilmesine rağmen, faaliyete sonraki yıllarda geçmiştir. \*\*Belirtilen fon byklğ en iyi tahmindir.

Tablo 1'de fon byklğ 100 Milyar Dolar üzerinde olan UVF'ler görülmekte olup, buna göre en büyük fon Norveç Devlet Emeklilik Fonu'dur. Petrol kaynaklı bu fonu Çin, Abu Dabi, Kuveyt, Suudi Arabistan ve diğer fonların takip ettiği görülmektedir. UVF'lerin çıkıŐ noktalarını petrol gibi doğal kaynak gelirleri ile özellikle cari işlem kaynaklı döviz rezerv fazlalıkların kullanmak isteyen lkelerin oluŐturması, bugün ulaŐılan fon hacminde de ağırlıklı payın bu tür fonların elinde olması sonucunu doğurmuştur. Söz konusu durum Tablo 1'de net bir Şekilde görülebilmektedir. Ancak, emtia ve cari işlem fazlası dışında kaynak kullanan UVF'lerin sayılarıyla birlikte toplam fon içindeki hacimleri de gün geçtikçe artmaktadır.

Tablo 1'de LMT olarak görülen endeks ise, fonların detaylarını inceleyen ve açıklayan SWF Institute kurumu tarafından belirlenen bir Şeffaflık endeksidir. Kurum; kazançların açıklanması, güncel raporların yayınlanması gibi belirlenen kriterlere uyuma göre UVF'lere 1-10 arası puan vermektedir. Buna göre, fon byklğ açısından ilk sırada yer alan Norveç Fonu'nun aynı zamanda Şeffaflık bir fon olduğu görülmektedir. UVF'lerin iŐleyiŐ biçimlerinin daha net anlaŐılabilmesi adına, aŐaėıda bazı UVF'lere yer verilmiŐ ve detayları paylaŐılmıŐtır.

### 2.1. Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority)

Kuveyt Yatırım Otoritesi (KIA), modern anlamda dünyadaki en eski varlık fonu olarak karşımıza çıkmaktadır. KIA'nın kökleri, Kuveyt'in 1961 yılındaki bağımsızlık ilanından tam sekiz yıl önce kurulan Kuveyt Yatırım Kurulu'na dayanmaktadır. 1982 yılına gelindiğinde 47 sayılı kanunla birlikte, ülke varlıklarının yönetiminden sorumlu özerk bir yönetim organı olarak belirlenmiŐtir.

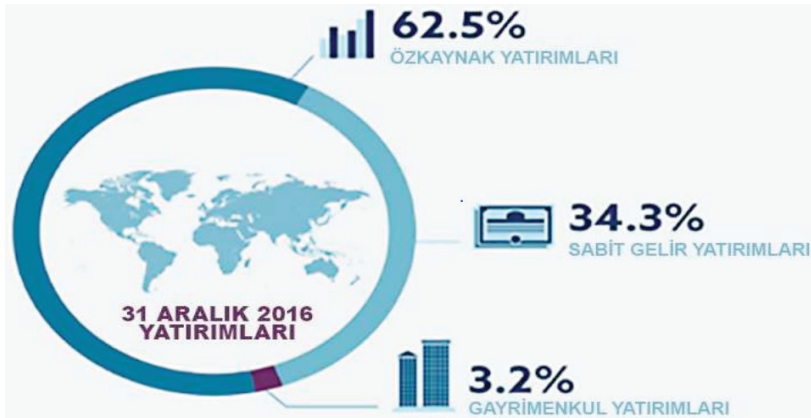
KIA, Kuveyt Genel Rezerv Fonu'nun (GRF) ve Gelecek Nesil Fonu'nun (FGF) yanı sıra Maliye Bakanlığı tarafından kendisine Kuveyt Devleti adına emanet edilen diğer kaynakların yönetiminden sorumludur. GRF, Kuveyt Devleti'nin petrol gelirlerinin tamamı ve bu gelirin yönlendirildiği yatırımlarından elde edilen kazançların yönetildiği fondur. BP gibi şirketlere hissedar olan GRF ayrıca, Kuveyt'in kamu işletmeleri ile uluslararası kuruluşlara katılımı kapsamındaki tüm devlet varlıklarını elinde bulundurmaktadır. 1976'da kurulan FGF ise, GRF varlıklarının % 50'sinin transferi ile oluşturulmuştur. FGF hali hazırda yıllık bazda tüm devlet gelirlerinin % 10'u ile GRF gelirlerinin % 10'unun aktarılması ile elde edilen kaynakları kullanmaktadır. KIA tarafından yönetilen kuşaklar arası tasarruf platformu niteliği taşıyan FGF, Kuveyt dışındaki stratejik yatırımları organize etmektedir. Hisse senedi ve bono gibi geleneksel varlıklardan, özel sermaye, gayrimenkul ve altyapı gibi alternatiflere kadar değişen çeşitli varlık sınıflarında uzun vadeli bir yatırımcıdır.

İlk kuruluşu petrol gelirlerindeki artışları değerlendirmek amacı taşıyan KIA'nın, barındırdığı GRF ve FGF kaynaklarına bakıldığında petrol dışında kaynakları da kullanan bir fon haline geldiği görülmektedir. Bu kapsamda; 592 Milyar Dolar büyüklüğünde bir fona sahip olan KIA, ana kaynak petrol olsa da devletin tüm gelirlerinde pay alması sebebiyle, emtia dışı fonlar için de kısmen örnek oluşturabilecek bir fondur.

## 2.2. Norveç Devlet Emeklilik Fonu (Norway Government Pension Fund-Global)

LMT endeksine göre en şeffaf fonlardan biri olan Norveç fonu, 1990 yılında kurulmuş ve hali hazırda 870,81 Milyar Dolarlık fon hacmiyle dünyanın en büyük UVF'si konumundadır. Kaynak yapısının temelini petrolün oluşturduğu fon, bütçe fazlalarının yanı sıra enerji sektörü firmalarının temettü gelirleri gibi kaynakları kullanabilmektedir. Fon uluslararası sermaye, sabit gelir ve gayrimenkul alanlarına yatırım yapmaktadır. Yatırım çeşitliliği ile riski dağıtmayı hedefleyen fon, Maliye Bakanlığı'ndan aldığı yetki dâhilinde mümkün olan en yüksek getiriyi sağlamaya çalışmaktadır.

**Grafik 2:** Norveç UVF'nin Yatırım Alanları Dağılımı



**Kaynak:** <https://www.nbim.no/en/>, 01.03.2017.

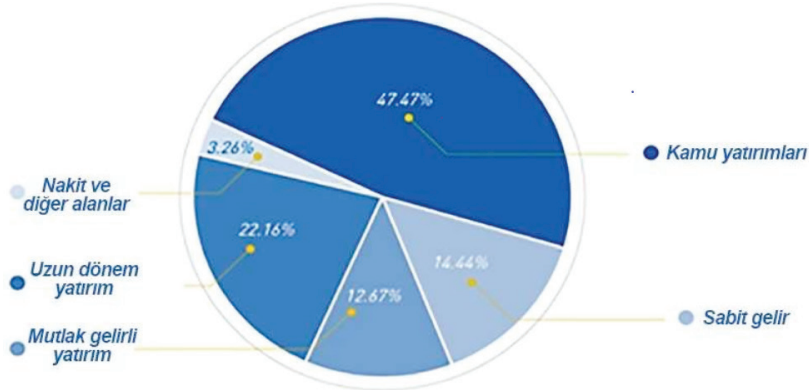
Grafik 2’de Norveç fonunun 31 Aralık 2016 tarihi itibariyle varlık dağılımı görülmektedir. Buna göre fon yatırımlarının % 62,5’ini hisse yatırımları, % 34,3’n sabit gelir yatırımları ve % 3,2’sini ise gayrimenkul yatırımları oluşturmaktadır. Yatırımlarından en büyük payı alan hisse yatırımları içerisinde Nestle, Shell, Apple, Alphabet, Microsoft, Roche Holding ve Novartis hisseleri yer almaktadır. 2016 itibariyle 77 lkede 8985 firmaya iştirak eden fonun genel yatırım dağılımı ise, % 36 Avrupa, % 42 Kuzey Amerika, % 18 Asya ve Okyanusya, % 4 diğer dünya lkeler şeklinde dir.

### 2.3. Çin Yatırım şirketi (China Investment Corporation)

2007 yılında kurulan Çin Yatırım şirketi emtia dışı kaynaklara dayanan bir fon olup, hali hazırda 813,8 fon hacmini bünyesinde barındırmaktadır. Bahse konu fon hacmi ile emtia dışı kaynak kullanan fonların en büyüğü, dünya genelindeki tüm fonlar içinde ise en büyük 2. fon konumundadır. Ülkedeki gerek cari işlemlerden gerek diğer kanallardan elde döviz rezervlerin kullanılarak, maksimum kazanç sağlanması ve ülke ekonomisinin büyüme ve kalkınma gibi hedeflerine ulaşmasını hızlandırmak için bir araç olarak kurulmuştur.

Emtia dışı fon kurulumu için diğer lkelere örnek teşkil eden Pekin merkezli Çin fonu, yatırımlarını CIC International Co. Ltd. (CIC International), CIC Capital Corporation (CIC Capital) ve Central Huijin Investment Ltd. (Central Huijin) nvanlarında 3 ayrı şirket nezdinde yürütmektedir. 2011 yılında kurulan CIC International, devraldığı varlıklarla deniz ařırđı yatırımlar yapmak üzere faaliyet göstermektedir. 2015 yılında kurulan CIC Capital, Çin Yatırım şirketi’nin genel portföy yönetimini iyileştirmek ve uzun vadeli varlık yatırımlarını artıracak doğrudan yatırımlarının yapılması hususunda faaliyet göstermektedir. Central Huijin ise, devletin finansal varlıklarının değerini korumak ve geliştirmek için indeki kamu finans kurumlarına iştirak etmektedir. Bu kurumların günlük operasyonlarına müdahale etmeyen Central Huijin, hissedar haklarından yararlanmakta ve yükümlülüklerini yerine getirmektedir. Central Huijin’in söz konusu faaliyet konusu da yine emtia dışı kaynağa dayanan UVF’ler için önemli bir örnektir.

**Grafik 3:** Çin Yatırım şirketi’nin Yatırım Alanları Dağılımı



**Kaynak:** <http://www.china-inv.cn/wps/portal>, 01.03.2017

Grafik 3'de Çin Yatırım Şirketi'nin yatırım alanlarının dağılımı görülürken, fon hacminin % 47,47'si kamu yatırımlarına yönlendirilmiş durumdadır. Kalan hacmin % 22,16'sı uzun dönem yatırımlara yönlendirilirken, % 14,44'ü sabit gelirli yatırımlara, % 12,67'si mutlak gelirli yatırımlarına, kalan kısım ise nakit ve diğer yatırım alanlarına yönlendirilmiştir.

### 2.3. Abu Dabi Yatırım Otoritesi (Abu Dhabi Investment Authority)

1976 yılında petrol gelirlerinin etkin şekilde kullanılması amacıyla kurulan Abu Dabi fonu, uzun vadede değer yaratmak üzere varlıklarını hükümet adına yöneten bir kamu kurumudur. Uluslararası piyasada 60'dan fazla ülkeye yapılan yatırımlarla, sermayesini büyütme suretiyle Abu Dabi refahının artırılması amaçlanmaktadır. Abu Dabi fonu günümüzde 792 Milyar Dolar büyüklüğünde bir fon hacmini yönetirken, belirlenmiş risk parametrelerinde uzun vadede istikrarlı getiriler sağlamayı amaçlayan bir yatırım sürecine sahiptir. Kurulduğu günlerde hisse senetleri ve tahviller, hazine yatırımları, finans ve yönetim, emlak gibi alanlara yatırım yapan bu fon, hali hazırda çok daha fazla varlık sınıfı ve alt kategori arasında çeşitlenen küresel bir yatırım portföyünü organize etmektedir.

Tablo 2: Abu Dabi UVF'sinin Yatırımlarının Alanları ile Bölgesel Dağılım Aralıkları

Varlık Sınıfı	Min	Maks.
Gelişmiş piyasa senetleri	32,00%	42,00%
Gelişmekte olan piyasa senetleri	10,00%	20,00%
Küçük ölçekli piyasalar	1,00%	5,00%
Hükümet bonoları	10,00%	20,00%
Kredi	5,00%	10,00%
Diğer alternatif alanlar	5,00%	10,00%
Gayrimenkul	5,00%	10,00%
Özel Sermaye alanları	2,00%	8,00%
Altyapı yatırım alanları	1,00%	5,00%
Nakit	0,00%	10,00%
Bölge	Min	Maks.
Kuzey Amerika	35,00%	50,00%
Avrupa	20,00%	35,00%
Gelişmiş Asya piyasaları	10,00%	20,00%
Gelişmekte olan piyasalar	15,00%	25,00%

Kaynak: <http://www.adia.ae/En/Investment/Portfolio.aspx>, 02.03.2017

Tablo 2'de Abu Dabi UVF'sinin yatırımlarının alanları ile bölgesel dağılım aralıkları görülmektedir. Buna göre; yönetilen fon, gelişmiş piyasa senetleri başta olmak üzere ağırlıklı olarak

gelişmekte olan piyasa senetlerine ve hükümet bonolarına yönlendirilmektedir. Ayrıca; gayrimenkul, kredi, nakit ve diğer alternatif alanlar, özel sermaye alanları, küçük ölçekli piyasalar ve altyapı alanları yatırım yapılan diğer alanlar olarak sayılabilmektedir. Yine yatırımların bölgesel dağılım aralıkları da Tablo 2’de görülmekte olup, Abu Dabi fonu ağırlıklı olarak Kuzey Amerika ve Avrupa’ya yönelik yatırım gerçekleştirmektedir.

#### **2.4. Rusya Doğrudan Yatırım Fonu (Russian Direct Investment Fund)**

Rusya, hali hazırda Rusya Ulusal Refah Fonu (Russia National Welfare Fund), Rusya Rezerv Fonu (Russia Reserve Fund) ve Russian Direct Investment Fund unvanlarında 3 ayrı UVF’ye sahiptir. Faaliyetlerini 2008 yılında başlatan ve temelde birlikte organize edilen Rusya Ulusal Refah Fonu ile Rusya Rezerv Fonu temel kaynak olarak petrol ve doğalgaz gelirlerini kullanmaktadır. Rusya Rezerv Fonu, petrol gibi emtia kaynaklı likiditeyi absorbe etmek, enflasyonist baskıyı azaltmak ve ekonomiyi petrol ihracat gelirlerinin oynaklığından koruma amacıyla faaliyet göstermektedir. Rusya Ulusal Refah Fonu ise, daha çok emeklilik sisteminin uzun süreli işleyişini garanti altına alma hususunda faaliyet göstermektedir. Bu fon gönüllü emeklilik tasarruflarını da kullanarak, yaptığı prim ödemeleriyle Rusya Federasyonu’nun emekli sandığı bütçesine yardımcı olmaktadır. Dolayısıyla, temel kaynak petrol ve doğalgaz gibi emtialar olsa da gönüllü emeklilik tasarruflarının kullanılması ile emtia dışı kaynak da kullanılmaktadırlar.

2011 yılında kurulan Rusya Doğrudan Yatırım Fonu ise, kaynak yapısı olarak emtia dışı bir varlık fonudur. Bahse konu fon, mevcut değerlerini korumak ve geliştirmek için ülke içindeki firmalara iştirak etmek ve uluslararası stratejik yatırımcılarla iř birliği yapmak suretiyle ülke ekonomilerine doğrudan yatırım çekmek amacıyla kurulmuştur. Özellikle Rusya’nın önde gelen şirketlerine yatırım yapan bu fon, lkeye gelen doğrudan yatırımlarda katalizör görevi üstlenmektedir. Moscow Exchange, Enel Russia, Mother and Child Group of Companies, RFP Group ve Karo yatırım yapılan ülke firmalarından sadece bir kısmıdır. Günümüzde 30’un üzerinde sektöre yatırım yapılırken, kurduğu uzun uzun vadeli stratejik ortaklıklar yoluyla 27 Milyar Dolar üzerinde bir yabancı sermayeyi Rusya ekonomisine çekmeyi başarmıştır. Bu özelliğiyle, başta doğrudan yatırımlar olmak üzere dış kaynakların önemli olduğu ekonomilerin UVF’leri için çok etkin bir örnek özelliği taşımaktadır.

11 Milyar Dolar seviyesinde bir fon hacmini yöneten Rusya Doğrudan Yatırım Fonu, 20’nin üzerinde UVF ve önde gelen dünya şirketi ile ortaklıklar kurmuştur. Yeni bir ortaklık girişimi de Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.ř. ile başlatılmış ve 10 Mart 2017 tarihinde Türkiye – Rusya Yatırım Fonu’nun kurulmasına yönelik anlaşma imzalanmıştır. İlgili anlaşma kapsamında, iki ülke arasında stratejik yatırım projeleri ilgili ortak fon nezdinde yürütülebilecektir.

### **3. TÜRKİYE VARLIK FONU YÖNETİMİ A.ř.**

Gelişmekte olan bir ekonomiye sahip lkemiz, bu gelişimi sürdürebilmek için kullanım olanağı bulunan tüm enstrümanlardan faydalanma mecburiyetindedir. Dünya ekonomilerinde

uzun yıllardır etkin bir araç olarak kullanılan UVF'ler de bu enstrümanlardan bir tanesidir. Ekonomik yapının derinleşmesiyle beraber UVF'lerin önemi gün geçtikçe daha da artarken, ülkemizdeki örneği olan Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.(TVFY)'nin kurulumu ancak 2016 yılında birlikte gerçekleşmiştir. Bu yıla kadar söz konusu fondan yararlanmayan tek G-20 üyesi ülke olan Türkiye, bu eksikliğini 26 Ağustos 2016 yayınlanan 6741 sayılı Resmi Gazete ile gidermiştir.

İlgili resmi gazeteye göre; yerli ve yabancı şirket paylarının, Türkiye'de ve yurt dışında kurulan ihraççılara ait payların ve borçlanma araçlarının, kıymetli madenler ve emtiaya dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının, fon katılma paylarının, türev araçlarının, kira sertifikalarının, gayrimenkul sertifikalarının, özel tasarlanmış yabancı yatırım araçlarının ve diğer araçların alım satımının yapılması; gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar ile her türlü gayri maddi hakların değerlendirilmesi; her türlü proje geliştirme, projeye dayalı kaynak yaratma, dış proje kredisi sağlama ve diğer yöntemlerle kaynak temini işlemlerinin gerçekleştirilmesi; her türlü para piyasası işlemleri ile her türlü ticari ve finansal faaliyetleri gerçekleştirilmesi gibi oldukça geniş bir faaliyet konusu detayına sahiptir. Tüm bu faaliyetleri ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirme yetkisi bulunan TVFY, ulusal yatırımlar ile uluslararası alanlarda diğer devletler ve/veya yabancı şirketlerce yapılacak yatırımlara iştirak etme yetkisine de sahiptir. Bu anlamda TVFY dünya üzerinde yer alan UVF'lerle benzer yetkileri bünyesinde barındırmakla birlikte, bu işlemleri belirlenen stratejik yatırım planındaki hedefler ile likidite, yatırım, risk ve getiri tercihleri doğrultusunda gerçekleştirme zorunluluğu taşımaktadır.

### 3.1. Gerekliliği ve Ekonomiye Etkileri

Gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkeler; kalkınma hedeflerine ulaşabilmek adına millî gelirlerinde reel artışlar sağlamak, toplumun refah düzeyini yükseltmek için de sosyo-ekonomik yapılarını geliştirici değişiklikler yapmak zorundadırlar. Bu ülkeler artan nüfus ihtiyaçlarını karşılamanın yanında gelişmiş ülkelerle aralarındaki farkları kapatmak için katalizör görevindeki üretim faaliyetlerinde büyük hamleler yapmak zorundadırlar. Ancak, ekonomide yeterli sermaye birikiminin sağlanamaması, gelirin ve dolayısıyla tasarrufların artırılmaması kaynaklı olarak yatırımların yeterli düzeye ulaşamaması gibi nedenler, üretimlerin artırılmasının önünde engel teşkil etmektedir (Aras, 2000: 95).

Gelişmekte olan bir ekonomiye sahip Türkiye ekonomisi, özellikle 2001 krizinden bu yana birçok alanda hızlı bir gelişim trendi yakalamıştır. 2015 yılı itibarıyla GSYİH'da 720 Milyar Dolar seviyelerine ulaşılırken, aynı süreçte ortalama % 4,90 seviyelerinde bir büyüme seviyesi yakalanmıştır. Bahse konu büyüme ortalamaları ile Rusya, Brezilya, Hindistan, Güney Afrika gibi birçok ekonominin önünde yer almıştır. Bu süreçte bütçe dengesinde ve ekonomideki enflasyon ve faiz gibi birçok makroekonomik göstergede önemli gelişimler sağlanırken, ihracat seviyesi de gözle görülür bir şekilde artış göstermiştir. Tüm bu iyileşmelere rağmen, ekonomideki yapısal sorunlar kaynaklı olarak enflasyon dâhil olmak üzere cari açık, işsizlik, tasarruf düzeyi gibi göstergelerde arzu edilen noktalara ulaşamamıştır. Bu tür göstergelerde de hızlı şekilde iyileşme sağlayabilmek için ülkemizdeki yatırım ve üretim seviyesinin daha da artırılması ve sürdürülebilirlik kazanması gerekmektedir. Bu bağlamda; yatırımların finansmanı noktasında, tasarrufları artırıcı



politikaların yanı sıra alternatif finansal enstrümanların da geliştirilmesi ve ekonomiye entegre edilmesi gerekmektedir.

Yatırımların finansmanı noktasında dünya çapında yoğun şekilde kullanılan araçlardan biri ulusal varlık fonlarıdır. Özellikle, tasarruf yetersizliği bulunan ölkelerde dış kaynak yollarının çeşitlendirilmesi, doğrudan yabancı yatırımların ölkeye içine çekilmesi gibi kaynak kolaylığının sağlanmasının yanı sıra bünyesinde oluşan fon hacmi ile başta sosyo-ekonomik kriz süreçlerinde olmak üzere doğrudan müdahalelerle yatırımların sürdürülmesi gibi önemli işlevsellikleri bulunmaktadır. Bahse konu işlevlerin tümü ölkemiz ekonomisi için oldukça geçerli ve etkin olacak işlevlerdir. Örneğın, 2008 krizinde ölkemiz ekonomisinde oluşan aksaklıkların önemli bir kısmı, UVF işlevlerine benzer bir metotla giderilmiştir. Kriz sürecinde devletin aldığı önlemlerin yanı sıra kamu kurumları da piyasayı desteklemeyi sürdürmüşlerdir. O dönemde tüm ekonomik kurumlarımız ortak hareket ederken, kriz etkilerinin başında gelen likidite sıkışıklığının giderilmesi adına kamu bankalarımızın omzuna büyük bir sorumluluk binmiştir. Türkiye'deki kamu bankaları verdikleri kredileri o dönemde geri çağırılmamış ve hatta piyasayı fonlamaya devam etmişlerdir. Bu sayede iflasın eşliğine gelen birçok firma ekonomiye kazandırılmış, üretimlerin devam etmesi ve yatırımların tamamlanması sağlanmıştır. Kurtarılan o firmalar, günümüzde ölkemiz ekonomisine gerek ihracat gerek istihdam gibi birçok alanda önemli katkı sunmaktadırlar. Kamu bankalarının bu tip bir görevleri olmamasına karşın, sosyal sorumluluk gereği taşın altına el koymuşlardır. TVFY ise; ekonomik krizlerde piyasayı dengeleme amacı taşıması münasebetiyle, benzer durumlarda hem amacı dışında bir işlem yapmamakta hem de konusu gereği daha etkin müdahalelerde bulunabilmektedir. Ayrıca; UVF'lerin piyasa dengelerinin korunması gibi müdahalelerine sadece ekonomik krizlerde değil, etkileri ekonomiye yansıyan her türlü siyasi, sosyal olaylar sırasında da gereksinim duyulabilmektedir. Nitekim ölkemizde Temmuz 2016'da yaşanan olaylar ve sonrasında ekonomide başlayan süreç, TVFY'nin kurulmasının hız kazanmasına sebebiyet vermiştir.

UVF'lerin ölkemiz için en önemli işlevselliklerinden biri de şüphesiz, dış kaynakların çeşitlenmesi ve doğrudan yatırımların ölkemiz içine çekilmesi işlevleridir. Tasarruf yetersizliği bulunan ölkemizde, üretim seviyemizin artırılması için gerekli yatırımların finansmanı noktasında dış kaynak kullanımı oldukça önem arz etmektedir. Tablo 3'de son 10 yıllık süreç içerisinde ölkemiz ödemeler dengesi özet şekilde yer almaktadır. Bu süreç içerisinde yatırım ve üretim düzeylerinde olumlu gelişmeler yaşayan ölkemiz, küresel krizin etkilerinin yansıdığı 2009 yılı dışında büyüyen bir ekonomiye sahip olmuştur. Ölkemiz ekonomisinde ithal girdi seviyesinin yüksek olması gibi yapısal sorunların bulunması; yatırım, üretim ve dolayısıyla büyüme karşısında cari açıkla mücadeleyi beraberinde getirmektedir. Tablo 3'te oluşan cari açığın finansmanında ölkemize gelen doğrudan yatırımlar ve sıcak para olarak adlandırılan portföy yatırımlarının önemi net şekilde görülebilmektedir.

**Tablo 3:** Son 10 Yıllık Süreçte Özet Ödemeler Dengesi

(Milyon ABD Dolar)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (**)
<b>CARI İŞLEMLER HESABI</b>	-31.168	-36.949	-39.425	-11.358	-44.616	-74.402	-47.962	-63.621	-43.597	-32.118	-32.602
İhracat	93.778	115.379	140.906	109.732	120.992	142.392	161.948	161.789	168.926	151.970	150.187
İthalat	134.672	162.210	193.823	134.494	177.317	231.552	227.315	241.706	232.523	200.084	191.014
Mal Dengesi	-40.894	-46.831	-52.917	-24.762	-56.325	-89.160	-65.367	-79.917	-63.597	-48.114	-40.827
Hizmet ve Diğer Gelir Dengesi	9.726	9.882	13.492	13.404	11.709	14.758	17.405	16.296	20.000	15.996	8.225
<b>FINANS HESABI</b>	-42.689	-49.287	-34.761	-9.879	-60.099	-67.146	-71.768	-72.903	-41.159	-10.110	-22.157
Doğrudan Yat. Net Yükümlülük Oluşumu	20.185	22.047	19.851	8.585	9.099	16.182	13.628	12.896	12.828	17.550	12.273
Portföy Yat. Net Yükümlülük Oluşumu	11.402	2.780	-3.770	2.938	19.617	19.516	38.355	21.387	20.860	-9.590	7.803
Diğer Yat. Net Yükümlülük Oluşumu	29.492	33.482	34.529	-8.343	29.379	19.933	21.833	37.315	16.939	28.337	12.884
Tüm Hesaplarda Toplam Varlık Edinimi	18.390	9.022	15.849	-6.699	-2.004	-11.515	2.048	-1.305	9.468	26.187	10.803
Cari, Sermaye ve Finans Hesapları	11.521	12.330	-4.725	-1.522	15.432	-7.281	23.748	9.186	-2.508	-22.029	-10.422
<b>NET HATA VE NOKSAN</b>	-896	-315	1.966	2.314	-464	8.295	-927	1.577	2.040	10.198	11.235
GENEL DENGE	-10.625	-12.015	2.759	-792	-14.968	-1.014	-22.821	-10.763	468	11.831	-813
REZERV VARLIKLAR	10.625	12.015	-2.759	792	14.968	1.014	22.821	10.763	-468	-11.831	813

Kaynak: TCMB Veri Sistemi

Büyüme sürecinde dış kaynakların ülke içine çekilmesini teşvik eden UVF'lere gösterilebilecek en iyi örneklerden biri, daha önceki bölümlerde detaylandırılan Rusya Doğrudan Yatırım Fonu'dur. Bugün Rusya ekonomisi dünyanın en büyük ilk 10 ekonomisinden biri olup, gelişimini hızlandırmak için dış kaynakların ülke içine çekilmesi noktasında ilgili fon aracılığıyla yoğun programlar uygulamaktadır. Dış kaynakların ülkemiz için önemi düşünüldüğünde, Rusya UVF'si bu konuda Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.Ş.'ye iyi bir örnek oluşturmaktadır.

UVF'ler gerek ülke içinde gerek ülke dışında ekonomik çeşitlendirmeyi sağlama, yeni istihdam alanları oluşturma, dev projelerin finanse edilmesine yönelik yatırımlar gerçekleştirilmenin yanı sıra devlet tasarruflarının ve kaynaklarının genel olarak uzun vadeli ve stratejik yatırımlara yönlendirilmesiyle ülkelerin gelecek kuşakları için tasarruf aracı işlevi görmektedirler. Tasarrufların artırılması noktasında yoğun uğraşlar veren ülkemizde, UVF'ler söz konusu tasarruf işlevleriyle ekonomiye önemli bir katkı sağlayabileceklerdir (Karagöl ve Koç, 2016: 16). Ayrıca, TVFY'nin 01 Ağustos 2016 tarihli kanun tasarısı gerekçesinde; kurulan bu fonla birlikte büyüme oranlarında yıllık bazda artışlar, sermaye piyasalarında büyüme ve derinleşmenin hızlanması, İslami finansal varlık kullanımının yaygınlaşması, ek istihdam sağlanması, savunma ve havacılık gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerde yerli şirketlerin desteklenmesi, dev altyapı projelerine finansman sağlanması, katılım finansmanı sektörünün artırılması, arz güvenliği açısından doğalgaz ve petrol gibi stratejik sektörlerle yurt dışında doğrudan yatırım yapılabilmesi gibi ekonomiye direk katkı sunabilecek yatırımlar hedeflenmektedir.

### 3.2. Sermaye Yapısı ve Kaynakları

Dünya üzerinde faal durumda olan UVF'ler; petrol, doğalgaz gibi emtiaları ya da döviz rezervleri, emeklilik fonları, özelleştirme gelirleri gibi emtia dışı kaynakları kullanmaktadır. Ancak,

gerek emtia kaynaklı gerek emtia dışı kaynaklı fonların tamamı kuruluş sermayesinin oluşturulmasında kamu bütçesinden aktarılan fonlardan yararlanılmaktadır. Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.ř.'nin kuruluşunda da benzer süreç işlemiş ve 6741 sayılı Resmi Gazetede belirtildiği üzere 50 Milyon TL olan fon sermayesinin tamamı Özelleştirme Fonu'ndan karşılanmıştır.

Kuruluş sermayesi sonrası kullanılacak kaynaklar açısından emtia dışı fon niteliği taşıyan TVFY, cari işlem kaynaklı döviz rezervinin de olmaması sebebiyle alternatif kaynakları değerlendirme yoluna gitmektedir. 6741 sayılı Resmi Gazeteye bakıldığında;

- Özelleştirme kapsam ve programındaki, Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından TVF'ye devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan aktarılmasına karar verilen nakit fazlası,
- Bakanlar Kurulu tarafından TVF'ye aktarılmasına karar verilen ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklar,
- Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklar,
- Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynakların, TVFY'nin ana kaynak hatları olarak belirlendiği görülmektedir.

Amaçları doğrultusunda yapılacak yatırımların projelendirme faaliyetlerine başlayan TVFY, kuruluş sermayesi dışında kaynak çeşitliliğine ilişkin çalışmalara da başlamıştır. Bu yönde atılan adımlardan bir tanesi belli şirketlerin ve lisansların fon bünyesine devrinin yapılmasıdır. Türk Hava Yolları A.O.'nun % 49,12'si, Türk Telekomünikasyon A.ř.'nin hazine ait % 6,68'i, T. Halk Bankası A.ř.'nin % 51,11'i, Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.ř.'nin % 49'u, Kayseri şeker Fabrikası A.ř.'nin %10'u, Türkiye Petrolleri A.O., Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.ř., Posta ve Telgraf Teşkilatı A.ř., Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme A.ř., Borsa İstanbul A.ř. ve T.C. Ziraat Bankası'nın hazine bünyesindeki hisselerinin tamamı TVFY'ye devredilmiştir. Bununla birlikte; ay İşletmeleri Genel Müdürlüğü ile Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü de TVFY'e devredilirken, TCDD İzmir Limanı'nın devir işlemleri sürdürülmektedir. Bahse konu devir işlemlerinin yanı sıra Milli Piyango İdaresi'ne ait Piyango, Hemen-Kazan, Sayısal Loto, şans Topu, On Numara ve Süper Loto oyunları ile izin verilebilecek benzer şans oyunlarına ilişkin lisans 49 yıl süreyle TVFY'e verilmiştir. Benzer şekilde, Türkiye Jokey Kulübü'nün yurt içinde at yarışı düzenleme, yurt içi ve yurt dışında düzenlenen at yarışları gerek yurt içi gerek dışından müşterek bahis kabul etme hak ve yetkilerine ilişkin lisanslar da 49 yıl süreyle TVFY'e verilmiştir (<http://www.turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/Portfoy/5>). Yapılan tüm bu devirler, TVFY'nin ülke ekonomisi için hedeflediği yatırım ve katkılar için kaynak çeşitliliğinin ve büyüklüğünün artmasını sağlamıştır. Ayrıca, fona devredilen şirketlerin karlılığının artırılması, uluslararası ölçekte birleşme ve satın almalarla büyüyerek dünya ölçeğinde markalar olmaları yönündeki hedef; ülke ekonomisi için farklı bir katkı olarak gösterilmektedir.

Kaynak yapısının güçlendirilmesine yönelik atılan adımlardan bir diğeri mülkiyeti hazineye ait bazı taşınmaz tahsislerinin kaldırılarak fona devredilmesi iken diğer bir adım ise, at yarışı

düzenleme amacına yönelik olarak tahsis edilmiş veya fiilen bu amaca yönelik kullanılan taşınmazlar ve üzerlerinde yer alan yapı ve tesislerin TVFY'nin kullanımına verilmesidir. Söz konusu tüm bu devir işlemleriyle TVFY önemli bir kaynak hacmine ulaşmış olup, kaynakların etkin ve verimli kullanılması durumunda ülke ekonomisine yönelik hedeflere hızlı bir şekilde ulaşılacaktır.

### 3.3. Denetim Şekli

UVF'lerin denetim hususu dünya üzerinde önemli tartışmalara konu olurken, hali hazırda bu fonlar kamu denetimine ya da bağımsız denetime tabi tutulmaktadır. Bağımsız denetime tabi fonlara Singapore – Temasek Holdings, China Investment Corporation gibi fonlar örnek gösterilebilirken, kamu denetimine tabi fonlara China Safe Investment Company ile Norveç, Kuveyt gibi ülkelerin fonları örnek gösterilebilmektedir.

Dünyada olduğu gibi TVFY'nin de en önemli tartışma konularının başında denetim konusu yer almıştır. TVFY Başbakanlığa bağlı ve özel hukuk hükümlerine tabi bir Anonim Şirket yapısındadır. 6741 sayılı Resmi Gazetede bu fon şirketinin denetim hususları detaylandırılmıştır. Buna göre; TVFY ile kuracağı tüm şirketler ve alt fonlar ilk olarak bağımsız denetime tabidir. Bağımsız denetimden geçen mali tablolar ile faaliyetler Başbakanlık denetimine tabi tutulur ve süreç sonunda detaylı bir rapor hazırlanır. TVFY'nin son denetim aşaması ise, Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından yürütülecek olan denetimdir. Bağımsız denetim, Başbakanlık denetimi ve TBMM denetimi olmak üzere üçlü bir denetim sürecine tabi tutulan TVFY ayrıca, SPK kurumsal denetimine ve Santiago İlkeleri olarak adlandırılan uluslararası ilkeler ve denetim mekanizmasına da tabidir.

### Sonuç

Gelişen ve büyüyen Türkiye için en önemli koşul, yatırımlarının hızlı ve sürekli bir şekilde artmasıdır. Tasarruf eksikliği bulunan ülkemizde, yatırımların finansmanı için yerli kaynakların yanı sıra dış kaynaklara duyulan gereksinim oldukça yüksektir. Dış kaynakların akış yönü ülke içine doğru olduğu sürece yatırımların finansmanı anlamındaki engeller de azalacaktır. Ancak, küreselleşen dünya ekonomisinde herhangi bir ülkedeki herhangi bir olay tüm ülkelere olumlu ya da olumsuz şekilde hızla yayılabilmektedir. Bu yüzden ki; bizim gibi gelişmekte olan bir ülkenin, yatırımların önündeki dış kaynak riskini olabildiğince azaltması gerekmektedir. Bunun en etkin ve dünya üzerinde uygulama alanı oldukça fazla olan yollarından biri Ulusal Varlık Fonlarıdır.

Ulusal Varlık Fonlarının ilk örneklerine 1850'li yıllarda rastlanılmasına rağmen, bugünkü manasıyla fonlar 1950'li yıllardan sonra kurulmaya ve yaygınlaşmaya başlamıştır. Kurulan bu fonların amaçları ülke koşullarına göre farklılıklar gösterebilmekle birlikte, genel olarak ülkelerin sahip oldukları varlıkların kontrolü, yönetimi ve geliştirilmesi yoluyla muhtelif yatırım stratejileri oluşturmak amacıyla kurulmaktadır. Geliştirilen yatırım stratejileriyle ise; küresel anlamda rekabet gücünün artırılması, büyüme ve kalkınma hedeflerine daha rahat ulaşılması, ekonomi yapısının sağlamlaştırılması suretiyle sosyo-ekonomik kriz etkilerinin azaltılması

ve gelecek kuşakların refah seviyelerinin artırılması gibi amaçlar hedeflenmektedir. Bahse konu hedeflerin tamamı, gelişmekte olan bir ekonomiye sahip olan ve buüne kadar sosyo-ekonomik krizlerin oldukça etkilediği lkemiz için oldukça geçerli hedeflerdir. Özellikle de kriz ortamlarında mevcut yatırımların sürdürülebilmesi, yeni yatırımların finanse edilebilmesi ve likidite ihtiyaçlarının karşılanması işlevleri açısından UVF lkemiz için oldukça önemli bir enstrümandır.

lkemiz ekonomisi için geçerliliği yüksek olan ve dünyada 1950’li yıllardan beri kullanılan varlık fonunun kurulumu 2016 yılı itibariyle geerleşmiştir. TVFY unvanı altında kurulan bu fonla birlikte, UVF olmayan G-20 lkesi kalmamıştır. lkemizde varlık fonu kurulumunun buüne kadar gecikmesinin en önemli sebebi şphtesiz, emtia zengini ya da cari işlem fazlası olan lkeler tarafından kurulabileceği yönünde oluşan algıdır. Günümüzde faal olan fonların ağırlıklı kısmının emtia kaynaklı ya da cari işlem fazlası döviz rezerv kaynaklı olması bu algının oluşmasındaki en önemli etkidir. Fakat küresel ekonominin gelişmesi ve zorluk derecesinin artması, lkeleri bu küresel pazarda var olma savaşı içerisine sokmuştur. lkeler bu savaşta olanakları dhiline olan tüm araçları kullanmak durumunda kalmışlardır ki, menşei oldukları lkelere önemli faydaları olduğu tespit edilen UVF’ler de bu araçlardan bir tanesidir. lkeler emtia zengini ya da cari işlem fazlası olmasa dahi bu araçtan yararlanabilmenin yollarını aramaya başlamış ve kaynak oluşturabilen lkeler kendi UVF’lerini hızla kurmuşlardır.

Emtia zengini ve cari işlem fazlası olmayan bir ülke olan Türkiye, alternatif kaynak yapılarını değerlendirerek TVFY’nin kurulumunu geerleştirmiştir. Özelleştirme idaresi tarafından aktarılan 50 Milyon TL sermaye ile kurulan bu fon, muhtelif şirket hisselerinin, şans oyunları gibi belirli lisans haklarının ve mülkiyeti hazineye ait olan bazı taşınmazların devredilmesiyle önemli bir kaynak hacmine sahip olmuştur. Bu anlamda hali hazırda kaynak sıkıntısı bulunmayan fon, yatırım proje çalışmalarına başlamış ve ilk ortaklığını da Rusya Doğrudan Yatırım Fonu ile kurmuştur. İlerleyen süreçte TVFY’nin bu tip yatırım hamlelerini artırması beklenirken, doğru ve etkin yönetilmesi ile beraber ekonomideki konjontürel sorunların yanı sıra birçok yapısal sorununun da üzümünde etkin rol oynaması beklenmektedir. Örneğin, konjontürel etkilerle bir anda terse dönen dış kaynak akımını ikame edebilmeye yönelik adımlarıyla, özellikle kriz dönemlerinde likidite sıklıkının zmne yardımcı olabilecektir. Tasarruf eksikliğinin önemli bir yapısal bir sorun olduğu lkemizde, TVFY’nin yapacağı stratejik ve uzun vadeli yatırımlarla gelecek kuşakların kaynak paylaşımını sağlayabilecek olması da yine TVFY’nin lkemiz ekonomisine beklenen katkılarına örnek olarak gösterilebilir. Sonuç olarak; oluşturulan fon hacmi ile birlikte önemli bir kaynağa sahip olan TVFY’nin doğru ve etkin yönetilmesi durumunda, ulusal varlık fonlarının ülke ekonomilerine sundukları katkılarının tamamı lkemiz ekonomisinde de potansiyele kavuşabilecektir.

### **Kaynakça**

- ARAS, O. N. (2000). “Türkiye’nin Kalkınma Sorunu ve zm Noktasında zel Finans Kurumları”. Journal of Qafqaz University, 3(1): 93-110.
- AINZENMAN, J. and GLİCK, R. (2008). “Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts About Their Determinants and Governance”. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w14562.pdf> (12.01.2017).

- AYKIN, H. (2011). "Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?". Stratejik Düşünce Enstitüsü. <http://www.sde.org.tr/userfiles/file/Refah%20Fonlari%20Analiz.pdf> (25.12.2016).
- BAXTER, E. (2009). "Gulf Sovereign Wealth Funds Lose \$350bn Last Year". <http://www.arabianbusiness.com/gulf-sovereign-wealth-funds-lose-350bn-last-year-12392.html> (21.02.2017).
- BECK, R. and FIDORA, M. (2008). "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets". Occasional Paper Series. No 91. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scopops/ecbocp91.pdf> (11.10.2016).
- BEHRENDT, S. (2010). "Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles". The Carnegie Middle East Center. No 22. [http://carnegieendowment.org/files/santiago\\_principles.pdf](http://carnegieendowment.org/files/santiago_principles.pdf) (25.12.2016).
- BLUNDEL-WIGNALL, A. YERMO, Y. and HU, Y.W. (2008). "Sovereign Wealth and Pension Fund Issues". Financial Market Trends, ISSN. 1995-2864: 117-132. <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/40196131.pdf> (10.10.2016).
- ÇİKOT, Ö. (2008). "Devlet Yatırım Fonları", Sermaye Piyasasında Gündem, ISSN 1304-8155: 7-20. [https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim\\_Yayin\\_ve\\_Raporlar\\_Aylık\\_Yayinlar\\_2008\\_gundem\\_200803.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/08/aim_Yayin_ve_Raporlar_Aylık_Yayinlar_2008_gundem_200803.pdf). (13.02.2017).
- DEDEOĞLU, E. (2016). "Kamu Mali Yönetiminde Neler Oluyor? Varlık Fonu ve Tamamlayıcı Ödeme". Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı. No 29. [http://www.tepav.org.tr/upload/files/1473014698-4.Kamu\\_Mali\\_Yonetiminde\\_Neler\\_Oluyor\\_Varlik\\_Fonu\\_Ve\\_Tamamlayici\\_Odeme.pdf](http://www.tepav.org.tr/upload/files/1473014698-4.Kamu_Mali_Yonetiminde_Neler_Oluyor_Varlik_Fonu_Ve_Tamamlayici_Odeme.pdf) (01.02.2017).
- EWING, J. (2007). "The New Financial Heavyweights". <https://www.bloomberg.com/news/articles/2007-11-11/the-new-financial-heavyweights> (17.02.2017).
- GROGORYON, A. (2016). "On The Political Economy of Sovereign Wealth Funds". University of Siegen. [http://dokumentix.uni-siegen.de/opus/volltexte/2016/1059/pdf/Dissertation\\_Grigoryan\\_Artur.pdf](http://dokumentix.uni-siegen.de/opus/volltexte/2016/1059/pdf/Dissertation_Grigoryan_Artur.pdf). (02.02.2017).
- KARAGÖL, E.T. ve KOÇ, Y.E. (2016). "Dünyada ve Türkiye'de Varlık Fonu", Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı, Sayı 169. [https://setav.org/assets/uploads/2016/11/20161028172334\\_varlik-fonu-pdf.pdf](https://setav.org/assets/uploads/2016/11/20161028172334_varlik-fonu-pdf.pdf). (17.02.2017).
- MARCHICK, D. M. and SLAUGHTER, M.J. (2008). "Global FDI Policy Correcting a Protectionist Drift". The Council on Foreign Relations. No 34. [https://ace-notebook.com/view.php?res=1ufV2aWYnerY4JnM1OWP2N3QndbQ19\\_O3OeQ2eDL2tzEyt\\_S3eHUmMzd4tTE0djO3OfUmLGt2tKkvL-2coqHRzdFiLUBgcmZFNzE&keyword=Global+FDI+Policy%3A+Correcting+a+Protectionist+Drift+-+Council+on&a=n6mRnaCeoS8L1VwbjYx&b=n3krVTMx](https://ace-notebook.com/view.php?res=1ufV2aWYnerY4JnM1OWP2N3QndbQ19_O3OeQ2eDL2tzEyt_S3eHUmMzd4tTE0djO3OfUmLGt2tKkvL-2coqHRzdFiLUBgcmZFNzE&keyword=Global+FDI+Policy%3A+Correcting+a+Protectionist+Drift+-+Council+on&a=n6mRnaCeoS8L1VwbjYx&b=n3krVTMx). (06.01.2017).
- RAYMOND, H. 2010. "Sovereign Wealth Funds as domestic investors of last resort during crises". *Economie Internationale*, 3: 121-159.
- ŞANLI, U. (2010). "Körfezin Görünmeyen Elleri: Ulusal Varlık Fonları", *Ortadoğu Analiz*, 2(23): 18-24. <http://www.orsam.org.tr/files/OA/23/2ufuk.pdf>. (02.02.2017).
- ŞEN, G. (2016). "Türkiye ve Yeni Başlayan Varlık Yönetim Fonu Hikayesi" <http://www.businessht.com.tr/yorum/haber/127315-turkiye-ve-yeni-baslayan-varlik-yonetim-fonu-hikayesi> (11.10.2016).
- ŞİMŞEK, O. (2015). "Yeni Devlet Kapitalizminin Yükselişi: Küresel Ekonomi-Politik Bir İnceleme", *Atılım Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2): 106-144. <http://asbd.atilim.edu.tr/shares/sbedergi/files/%C5%9Eim%C5%9Fek.pdf>. (02.02.2017).
- YALÇINER, K. ve SÜREKLİ, A. M. (2015). "Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği". *Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 17(3). 1-29.

### İnternet Kaynakları

- Abu Dhabi Investment Authority, <http://www.adia.ae/En/Investment/Portfolio.aspx> (02.03.2017).
- China Investment Corporation, <http://www.china-inv.cn/wps/portal> (01.03.2017).
- IMF, (2013). "Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management". IMF Working Paper, No 231.
- Kuwait Investment Authority (Kuveyt Yatırım Otoritesi), <http://www.kia.gov.kw/en/Pages/default.aspx> (27.02.2017).
- LBO. (2008). "France Announces Sovereign Wealth Fund to Protect Champions". <http://www.lankabusinessonline.com/france-announces-sovereign-wealth-fund-to-protect-champions/> (12.01.2017).
- Ministry of Finance of The Russian Federation, <http://old.minfin.ru/en/nationalwealthfund/index.php> (10.03.2017).
- Ministry of Finance of The Russian Federation, <http://old.minfin.ru/en/reservefund/index.php> (10.03.2017).
- Norges Bank Investment Management, <https://www.nbim.no/en/> (01.03.2017).
- Preqin-Alternative Assets Data and Intelligence. (2015). "2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review: Exclusive Extract". <https://www.preqin.com/docs/reports/2015-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Exclusive-Extract-June-2015.pdf> (02.02.2017).
- Preqin-Alternative Assets Data and Intelligence. (2016). "The 2016 Preqin Sovereign Wealth Fund Review". <https://www.preqin.com/docs/reports/The-2016-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> (27.02.2017).
- Russian Direct Investment Fund, [https://rdif.ru/Eng\\_Index/](https://rdif.ru/Eng_Index/) (10.03.2017).
- Sovereign Wealth Funds Institute, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-profiles/> (27.02.2017).
- Sovereign Wealth Funds Institute, <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (24.02.2017).
- Sovereign Investor Institute's Sovereign Wealth Center. (2015). "Sovereign Wealth Funds 2015 Annual Report: SWFs Prove Their Mettle In Stormy Markets". <http://www.sovereignwealthcenter.com/Article/3552803/search/results/Sovereign-Wealth-Fund-2015-Report-SWFs-Prove-Their-Mettle-in-Stormy-Markets.html#.WLXrhtLyhdg> (12.01.2017).
- Türkiye Varlık Fonu Yönetim A.Ş., <http://www.turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/Portfoy/5> (22.03.2017).
- Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun. (26 Ağustos 2016). Resmi Gazete, 6741/29813.
- Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı. (01 Ağustos 2016). <http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf> (02.03.2017).