



Abant Sosyal Bilimler Dergisi

Journal of Abant Social Sciences

2022, 22(1): 293 – 309, doi: 10.11616/asbi.1025595



Ulusal Varlık Fonları

Sovereign Wealth Funds

İsmail Engin¹ 

Geliş Tarihi (Received): 18.11.2021

Kabul Tarihi (Accepted): 09.03.2022

Yayın Tarihi (Published): 31.03.2022

Öz: Modern anlamda Ulusal Varlık Fonlarının (UVF) kuruluşu, 1950'lere dayansa da son dönemde sahip oldukları varlıkların düzeyi, yatırımların sektörel ve bölgesel dağılımı dikkate alındığında, küresel ölçekte iktisadi, sosyal ve politik açılardan önemli etkiler meydana getirmektedir. Bu etkilerin gelecekte artarak ve çeşitlenerek devam edeceği beklenmektedir. Ulusal varlık fonları, iktisadi temellere dayalı yatırımlar yapabildiği gibi politik güdülerle de yatırım yapabilmektedir. Bu haliyle ulusal varlık fonları, hedef ülkede çeşitli stratejik sektörlerde yatırım yaparak, gelecekte ekonomide arz güvenliğini tehdit edebilmektedir. Önemli ölçüde sermaye ihtiyacı içinde olan Türkiye'ye yönelik ulusal fon yatırımlarının, katkıları yanında sakıncaları da söz konusu olabilmektedir. Bu bağlamda, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke örneklerinden hareketle, ulusal varlık fonlarına yönelik düzenlemelerin yapılması büyük önem taşımaktadır. Bu düzenlemeler, uluslararası nitelikteki ilkelere ve düzenlemelere uygunluk biçiminde olabileceği gibi, ülke bazında da olabilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Ulusal Varlık Fonu, Düzenleme, Santiago İlkeleri.

&

Abstract: Although the establishment of modern Sovereign Wealth Funds dates back to 1950's, when the level of their assets, sectoral and regional distribution of investments taken into account they create significant economic, social and political effects on global scale. These effects are expected to increase and diversify in future. Sovereign Wealth Funds can make investments based on political motives as well as economic basis. As such, Sovereign Wealth Funds can threaten the supply security in the economy in the future by investing in various strategic sectors in the target country. Sovereign fund investments in Turkey, which is in significant capital need, may cause disadvantages besides contributions. In this context, it is of great importance to make regulations for sovereign wealth funds, based on the examples of developed and developing countries. These regulations can be in the form of compliance with international norms and regulations, or they can be on a country basis.

Keywords: Sovereign Wealth Fund, Regulation, Santiago Principles.

Atıf/Cite as: Engin, İ. (2022). Ulusal varlık fonları. *Abant Sosyal Bilimler Dergisi*, 22(1), 293-309. doi: <https://doi.org/10.11616/asbi.1025595>

İntihal-Plagiarism/Etik-Ethic: Bu makale, en az iki hakem tarafından incelenmiş ve intihal içermediği, araştırma ve yayın etiğine uyulduğu teyit edilmiştir. / This article has been reviewed by at least two referees and it has been confirmed that it is plagiarism-free and complies with research and publication ethics. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/asbi/policy>

Copyright © Published by Bolu Abant İzzet Baysal University, Since 2000 – Bolu

¹ Dr. Öğr. Üyesi, İsmail Engin, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, ismail.engin@hbv.edu.tr.

1. Giriş

Devletin iktisadi yaşamdaki işlevleri ve rolü, bir yandan siyasal rejimleri diğer yandan iktisadi sistem ve ekolleri etkilemekte ve şekillendirmekte; diğer yandan bu rejim, sistem ve ekollerden etkilenmektedir.

Klasik iktisadi ekolün maliyeye yansması olarak karşımıza çıkan Ortodoks maliye anlayışında devlete sınırlı işlev yüklenmiş ve yerel nitelikli hizmetler veri olmak üzere neredeyse tam kamusal mal ve hizmet sunumu ile kısıtlanmış bir devlet anlayışı karşımıza çıkmaktadır. Ancak, 1929 Ekonomik Bunalımı ve özellikle İkinci Dünya Savaşını izleyen dönemde devletin ekonomideki işlevleri ve rolü artmış ve çeşitlenmiştir.

Bretton Woods sisteminin yönlendiriciliğinde ortaya çıkan yeni iktisadi ve siyasal sistem bir anlamda ekonomik yaşamda altın bir çağı da ortaya çıkarmıştır. Ancak, 1970'lerde ortaya çıkan stagflasyon olgusu hem Keynesyen anlayışın yerine yeni arayışları hem de devletin ekonomide rolünün özellikle gelişmiş ülkeler cephesinden yeniden biçimlendirilmesini beraberinde getirmiştir.

Siyaseten; örgütler, kurumlar ya da aktörler arasında karşılıklı bağımlılık esasına dayanan bir eşgüdümleme biçimi olarak tanımlanan yönetim olgusu (Bayramoğlu, 2005); iktisaden; devletin finansal ve ekonomik yaşamdaki rolünün yeniden tanımlanmasında önemli işlevler gören McKinnon-Shaw hipotezi ve Washington Uzlaşısı (Çolak, 2017) ve mali açıdan; mali performans göstergelerine oran ya da sınırlama getirilmesi ile vergi oranlarının düşürülmesi önerilerini içeren Anayasal İktisat ve Arz Yanlı İktisat ekolleri ile kuşkusuz egemen maliye anlayışı da şekillenmiştir. Bu bağlamda, Ortodoks Maliye'nin ticari ve finansal liberalizasyona uyarlanma sürecinde sınırlı bir ambalaj değişikliği olarak Yeni Maliye'nin (Aktan vd., 2012) ortaya çıktığına tanık olmaktadır.

Özelleştirme ve finansal serbestleşme süreçlerinin eşlik ettiği devletin yeniden işlevlendirilme sürecinde; Sovyet bloğunun dağılması ile başlangıçta minimal devlet anlayışı; geçiş ekonomilerinin piyasalaştırılma sürecinde piyasa dostu devlet, özellikle 2000 sonrası dönemde yeniden etkin devlet ve son olarak finansal krizlerin eşlik ettiği yeniden kurum ve kuralları ile güçlendirilmiş devlet olgusu karşımıza çıkmaktadır.

Küreselleşme süreçleri, gerek başlangıcı gerekse evre ve evre içindeki kırılmaları itibariyle farklı biçimlerde sınıflandırılabilir (Kazgan, 2002: 28; Yeldan, 2001: 15). Ancak, kesin olan olgu, 1970'lerde bir paradigma değişikliği olmasıdır. Bu değişiklikte; gelişmiş ülkelerdeki finansal ve reel kar marjlarının düşmesi ve buna bağlı olarak yeni pazar arayışlarının payı yadsınmaz. Küreselleşme sürecinin bu evriminde, devletin de özellikle yeni enstrümanlarla bu sürece eklenme çabası içinde olduğunu gözlemek mümkündür. Bu açıdan, küreselleşmeye ilişkin yaklaşımlardan "... son dönemler itibariyle bakıldığında uluslar arası bağımlılığın önemli ölçüde arttığını kabul etmekle beraber, bu küreselleşmenin tamamıyla yeni ve farklı bir evre olduğuna karşı çıkan, bu sürecin, birinci küreselleşme evresi ile karşılaştırıldığında varlığının ve etki alanının abartıldığını ve küreselleşmeye hala gelişmiş ülkelerin öncülük ettiğini savunan" Şüpheciler (Hirst ve Thompson, 2000) ile "küreselleşmenin, ekonomik, kültürel, askeri ve politik gücün yeniden eklenmesi ve yeniden organizasyonunu içerdiğini ve küreselleşme tartışmalarının; küreselleşme şekilleri, araçları, organizasyonu ve dağılımı ile ilgili olması gerektiğini ile süren" Dönüşümcüler (Held ve McGrew, 2014) arasında bir sarkaçta devletin konumlandığını gözlemek mümkündür. Özellikle son 25-30 yıllık dönemde, küreselleşmenin devletin onayına ve desteğine bağlı olduğunu ileri süren "Şüpheciler" ile küreselleşmenin, devletin gücünü ve dünya politikalarını dönüştürdüğünü ileri süren "Dönüşümcüler" arasında devletin konumlandığına tanık olmaktadır.

Ulusal Varlık Fonları (UVF) (Sovereign Wealth Fund), nasıl sınıflandırılırsa sınıflandırılınsın, son küreselleşme evresinde, devletin yeniden konumlandırılması ve ulusal ekonomilerin küresel ekonomiye entegrasyonunda önemli işlevler görmekte ve görmeye aday konumdadır. Bu bağlamda bir yandan birinci küreselleşme evresini çağrıştırırken diğer yandan neo-merkantilist bir devlet anlayışının ipuçlarını vermektedir. 2021 yılı itibariyle Dünyada 81 ülkede kurulu 133 UVF bulunmaktadır. Bu fonlar temelde devlet kontrolünde olmakta olup yaklaşık 9,2 trilyon dolarlık bir varlığa sahiptir (SWFI, 2021). Başlangıçta emtia ihracatçısı ülkelerin, ihracat gelirlerinin gelecek nesillere aktarılması ve stabilizasyonu amacıyla

kurulmuş bu fonların süreç içinde, cari işlemler fazlası veren ülkelerce de kurulduğunu görmek mümkündür. Bu iki temel döviz kaynağından yoksun ülkeler tarafından da UVF kurulması süreç içinde gerçekleşmiştir.

Çalışmada, öncelikli olarak UVF'nin tanımı, özellikleri, sınıflandırılması, süreç içinde gelişimi, fayda ve sakıncalarına yer verildikten sonra bu fonların Türkiye ekonomisine potansiyel olumlu etki ve sakıncaları vurgulanacaktır. Ek olarak, bu fonlara yönelik düzenleme ihtiyacı ve önerileri ile çalışma sonlandırılmaktadır.

2. Ulusal Varlık Fonlarının Tanımı

Orijinali "Sovereign Wealth Fund" olan kavramı, Türkçeye Ulusal Varlık Fonu, Ulusal Yatırım Fonu, Ülke Yatırım Fonu, Devlet Refah Fonu, Kamusal Varlık Fonu ve Ulusal Fon olarak çeviren çalışmalara rastlamak mümkündür. Ancak, yaygın kullanım olduğu için çalışmada Ulusal Varlık Fonu tercih edilmektedir. İlk olarak 2005 yılında Rozanov tarafından kullanılan UVF kavramı, çeşitli biçimlerde tanımlanabilmektedir. Rozanov, dış ticaret hacmindeki iyileşmelerin, bütçe dengesindeki ve harcama kısıtlamalarına bağlı olarak ortaya çıkan fazlaların yönetilmesi amacıyla kurulan kurumları UVF olarak nitelendirmektedir (Rozanov, 2005: 1).

UVF, ana hatları itibariyle, devletin sahip olduğu özel amaçlı yatırım fonları ya da düzenlemeleri; optimal merkez bankası rezervlerinden fazla rezerv biriktiren ülkelerin oluşturduğu fonları; farklı varlık çeşitlerine küresel ölçekte yatırım yapan devlet sahipliğindeki yatırım fonları; devlet sahipliğinde olan fakat merkez bankası ya da maliye bakanlığı tarafından yönetilmeyen aynı zamanda kurumsal bir kimliğe sahip olan ve uzun dönemde ticari getiri sağlamak amacıyla yatırım yapan kurumları (Kayıran, 2016: 58); finansal varlıklardan reel ve alternatif alanlara kadar çeşitli varlıklara küresel düzeyde yatırım yapan devlete ait yatırım araçları (Alhasel, 2015: 2); ulus devletlerinin döviz (yabancı) varlıklarının bir kısmını yöneten kamu yatırım ajansları (Beck ve Fidora, 2008: 6); merkezi ve yerel yönetimlerden oluşan genel hükümetin sahip olduğu özel amaçlı yatırım fonları veya düzenlemeleri (IFSWF, 2008: 3) olarak tanımlanabilmektedir. En kapsamlı biçimde Sovereign Wealth Fund Institute tarafından yapılan tanımlamaya göre, UVF; ödemeler bilançosu fazlalarından, resmi döviz işlemlerinden, özelleştirme gelirlerinden, hükümetin transfer ödemelerinden, mali fazlalardan ve/veya doğal kaynak ihracatından sağlanan gelirle kurulan devlet sahipliğindeki yatırım fonu ya da kuruluşudur (SWFI, 2021).

3. Ulusal Varlık Fonlarının Tarihçesi

UVF'lerin kuruluşu oldukça eski tarihlere dayanmaktadır. ABD'de Teksas Eyaleti'nin eğitim kurumlarına destek amacıyla 1854'te Permanent School Fund ve ardından 1876'da kurduğu Permanent University Fund, ilk UVF örnekleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Varlık fonlarının tarihini (Hollanda Doğu Hindistan Şirketi gibi) 17. yüzyıldaki imtiyazlı şirketlere, 1816'da kurulan Caisse des Dépôts et Consignations'a, 1922'de kurulan Stichting Pensioenfond ABP ve 1932'de kurulan California Public Employees' Retirement System'e dayandıran çalışmalara da rastlamak mümkündür (Berksoy ve Özgül: 2019: 75).

Günümüzdeki kullanıldığı ve yaygın anlamıyla ilk UVF, petrol ihracatından sağlanan gelir fazlalarını Londra'da kurulu bir ofis aracılığı ile yönetmek için Kuveyt tarafından 1953 yılında Kuveyt Yatırım Kurulu adıyla kurulan ve 1983 yılında Kuveyt Yatırım Otoritesi adını alan Fon'dur (Alhasel, 2015: 2). Her ne kadar, ilk modern anlamdaki UVF olarak, Kuveyt Yatırım Otoritesi (KIA) kabul edilse de 1952'de Suudi Arabistan tarafından kurulmuş Saudi Arabian Monetary Agency- SAMA'nın (Foreign Holdings'in) da KIA ile birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir (Akbulak, 2008: 5; Beken ve Baltacı, 2019: 337).

Bu iki UVF'yi, 1956 yılında Gilbert Adaları'ndaki (Kiribati Cumhuriyeti) İngiliz Sömürge İdaresi tarafından fosfat madenciliğinden kar payı elde etmek amacıyla kurulan Gelir Dengeleme Rezerv Fonu; 1958'de ABD New Mexico'da Yatırım Konseyi; 1971'de Suudi Arabistan'da Kamu Yatırım Fonu; 1972'de Singapur'da Sentosa Kalkınma Şirketi (1974'te yapılandırılan Temasek Holding); 1976'da BAE'de Abu Dabi Yatırım Fonu; ABD'de Alaska Permanent Fund ve Kanada'da Alberta's Heritage Fund izlemiştir (Ergen, 2020: 411; Yereli ve Yaman, 2017: 76; Berksoy ve Özgül: 2019: 66; SWFI, 2021) .

1980 ve 1990'larda sınırlı sayıda olmakla birlikte özellikle 2000 sonrası kurulan UVF'lerin sayısı önemli artış göstermiştir. 2005 sonrası 40'tan fazla UVF faaliyete geçmiştir. 2021 yılı itibariyle yaklaşık 9,2 trilyon dolarlık varlığa sahip olan UVF'lerin en büyüğü; 1,364 trilyon dolar ile Norveç Varlık Fonu'dur (Norway Government Pension Fund Global).

UVF'lerin, kısmen amaçlarını da gözeterek biçimde, kuruluş dönemlerini, toplulaştırdığımızda; aşağıdaki dönemlendirme karşımıza çıkmaktadır. Bunlar; (kurulan sınırlı sayıda fon dikkate alındığında ihmal edilebilir düzeyde) İkinci Dünya Savaşı sonrası kalkınma çabaları, 1970'lerde petrol krizleri sonucunda petrol ihracatçısı ülkelerin petro-dolarlarında büyük ölçüde yaşanan artışlar, 1990'ların sonu ve 2000'lerin başında krizden önemli dersler çıkarmış bulunan Güneydoğu Asya ülkelerinin cari işlemler fazlaları, küresel ekonomik büyüme ve genişleyen likidite nedeniyle hem emtia ihracatından sağlanan gelirlerin hem de cari işlemler fazlası veren ülkelerin döviz rezervlerinin artması ve 2008 Krizi sonrası değerlendirilebilir tasarrufları olan ülkelerin ekonomilerini güçlendirme çabalarıdır.

4. Ulusal Varlık Fonlarının Amaçları ve Özellikleri

Ağırlıklı olarak emtia ihracatçısı ülkeler tarafından kurulmakla birlikte doğal kaynağa sahip olmayan çok sayıda ülke tarafından da UVF kurulduğu görülmektedir. Norveç'ten Filistin'e; Çin'den Ruanda'ya kadar 81 farklı ülkede kuruldukları dikkate alındığında, UVF'lerin birçok amacı söz konusu olabilmektedir. Bu bağlamda her bir UVF'nin amacı farklı olabileceği gibi, aynı UVF'nin birden fazla amacının olması söz konusudur. SWFI (2021)'e göre, UVF'lerin amaçlarını aşağıdaki biçimde toplulaştırmak mümkündür:

- İhracat gelirlerindeki volatiliteden kaynaklanabilecek bütçe ve ekonomi dengesini korumak,
- Yenilenemeyen emtia ihracat gelirleri ve ihracat desenin çeşitlendirmek,
- Döviz rezervlerinden daha fazla getiri elde etmek,
- Para otoritelerinin likidite genişlemesini sterilize etmesine yardımcı olmak,
- Gelecek nesiller için tasarrufları artırmak,
- Sosyal ve ekonomik kalkınmayı finanse etmek,
- Sürdürülebilir uzun vadeli sermaye büyümesi sağlamak,
- Yatırımcı ülkenin politik çıkarlarına katkı sağlamak.

SWFI tarafından sıralanan amaçlar ek olarak, akademik yazında çok sayıda amaca yer verildiği görülmektedir. Bu amaçlar (Kayıran, 2016: 66-67; Aizenman ve Glick, 2007: 2; Beken ve Baltacı, 2019: 337; Türkoğlu Karacaova, 2019: 9; Demir, 2021: 212; Böke, 2018);

- Nüfusun yaşlanmasına bağlı olarak, kamu emeklilik sistemi üzerinde ortaya çıkabilecek yükleri hafifletmek,
- Ülke içinde tekel niteliğindeki büyük ölçekli firmaları desteklemek,
- Yatırım yapılan ülkedeki enerji, ulaşım, haberleşme ve finansal altyapıyı kontrol etmek,
- Finansal piyasaların gelişimine katkı sağlamak,
- Yabancı yatırımcıların, ülke içinde stratejik sektör ya da firmaları ele geçirmesini önlemek,
- Gençlerin toplam nüfus içindeki payının yükselmesi ve kadınların işgücüne katılımındaki artışa bağlı olarak demografik faktörler kaynaklı talep baskılarını hafifletmek,
- Olası ekonomik/finansal kriz dönemlerinde, firmalara ve finansal sektöre likidite desteği sağlamak,
- Ülke ekonomisinin rekabet gücünü geliştirmek,
- Başka ülke UVF'lerinin artan etkisini kırmak,
- (Venezuela özelinde) Sosyalizmi ilerletmek ve çok kutuplu dünya yaratmak,
- Ülkeye doğrudan yabancı sermaye yatırım girişlerini artırmak,
- Ülke içi yatırım yapan UVF'ler açısından devletin egemenlik alanının genişletmek.

- Yabancı sermaye girişi ve dış yardımlarla sağlanan kaynakların enflasyon ve cari açık baskısı yaratmasını engellemek,
- Ülke içinde yatırım yapan UVF'ler için sektörel çeşitliliği sağlamak.

Kuşkusuz, ülkeden ülkeye kurulu bulunan UVF'lerin amaçları farklılaşabilecektir. Aynı zamanda spesifik bir amaca özgülümlü olan UVF'nin daha sonra, amacında ve hedeflerinde değişikliklere gitmesi söz konusu olabilmektedir.

Yukarıda amaçlarına yer verilmiş bulunan UVF'lerin özelliklerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Pellizola, 2017: 9; Csoma, 2015: 271; Güçlü, 42):

- Doğrudan devlete ait kuruluşlardır,
- Yatırımlarını önemli ölçüde yabancı ülke varlıklarına yaparlar,
- Genellikle uzun vadeli yatırım ufku sahiptirler,
- Ticari kazanç arayışı içinde çeşitli finansal varlıklara yatırım yaparlar,
- Emeklilik fonları ve merkez bankası rezervleri ile "yakın kuzen" olmalarına karşın, UVF'ler, devletin diğer kurumlarından bağımsız biçimde yönetilirler,
- Yüksek risk toleransına sahiptirler, kaldıraçlı işlemleri (ya da emeklilik ödemeleri gibi yükümlülükleri) ya yoktur ya da çok sınırlıdır.
- Aktifinde önemli ölçüde yabancı varlık bulunması nedeniyle kur riskine açık olmalarıdır.

Ancak, farklı yabancı para birimleri cinsinden varlıklara yatırım yapılması (portföy çeşitlendirmesi) halinde önemli bir fırsata dönüşebilmektedir (Tokgöz vd., 2020: 434).

Ulusal Varlık Fonlarının, temelde devlete ait fonlar olması nedeniyle, diğer kamusal fonlara mülkiyet ya da yönetim formları açısından benzese de UVF'leri, devlet sahipliğindeki diğer fonlardan ayıran özelliklerini aşağıdaki gibi toplulaştırmak mümkündür (Konukman ve Şimşek: 1918):

Mülkiyeti, emeklilik fonları emekli primi ödeyenlere; merkez bankaları merkezi hükümete; devlet mülkiyetindeki diğer kamu işletmeleri ise merkezi hükümet ve yerel yönetim kuruluşlarına ait iken UVF, hem merkezi hem yerel yönetim hem de kraliyet ailelerine ait olabilmektedir.

Fonların kaynağı, gelir kaynakları emeklilik fonlarında prim ödemeleri; merkez bankalarında döviz rezervleri; devlet mülkiyetindeki diğer kamu kuruluşlarında, öz gelirleri ve devletin transferlerinden oluşurken UVF'de cari işlem fazlaları, emtia ihracatından sağlanan gelirler, özelleştirme gelirleri, sosyal güvenlik primleri, vergi gelirleri, borçlanma ve dış ülke yardımlarından oluşabilmektedir.

Yatırım amaçları ve davranışları, emeklilik fonlarında gelecekteki sosyal güvenlik ödemelerinin gerçekleştirilmesi; merkez bankalarında ekonomik güvenliğin sağlanması ve enflasyonla mücadele edilmesi; diğer kamu işletmelerinde ise değer artırma ve stratejik/politik amaçlarla yatırım yapılması iken UVF'de makroekonomik istikrarın sağlanması, gelecek nesillere refah aktarılması, gelecekteki emeklilik ödemeleri için rezerv oluşturulması ve iktisadi kalkınmanın sağlanmasıdır.

Yatırım portföyü, emeklilik fonları ve merkez bankalarında finansal varlıklar; diğer kamu işletmelerinde genelde reel varlıklar iken, UVF'de finansal varlıklar, gayrimenkul gibi alternatif yatırım araçları ve doğrudan yatırımlardır.

Yatırım ufku, emeklilik fonlarında orta ve uzun; merkez bankalarında kısa ve orta; diğer kamu işletmelerinde uzun dönem iken, UVF'de orta ve uzun dönem olarak karşımıza çıkmaktadır.

Devlet kontrolü, emeklilik fonlarında belirsiz; diğer kamu işletmelerinde sınırlı olabildiği gibi tamamen de olabilmekte iken, merkez bankaları ve UVF'de tamamen devlettedir.

Açıklık, merkez bankalarında minimum; emeklilik fonları tamamen şeffaf iken diğer kamu işletmeleri ve UVF'de sınırlı düzeydedir.

UVF'nin diğer devlet mülkiyetindeki kuruluşlardan farklılık ve benzerliklerinin vurgulanmasından sonra; sınıflandırılması işlevsel açıdan yerinde olacaktır.

5. Ulusal Varlık Fonlarının Sınıflandırılması

Tarihsel süreçte, gerek sayı gerekse yönettikleri fonları hacmi açısından büyük bir ivme kazanmış olan ulusal varlık fonlarını; amaçlarına, finansman kaynaklarına, yatırım stratejilerine, örgütlenme biçimlerine ve egemenlik bağlamına göre farklı biçimlerde sınıflandırmak mümkündür.

Kuruluş amaçlarına göre UVF'leri aşağıdaki gibi beş kategoride toplulaştırmak mümkündür (IMF, 2008: 5; Akbulak, 2008: 4-5)

- *İstikrar fonları*, petrol gibi doğal kaynaklar başta olmak üzere temel ihraç mallarının fiyatlarındaki dalgalanmaların ekonomi ve bütçe dengesi üzerinde yaratacağı olumsuzlukları azaltmak amacıyla kurulmuşlardır. Bu fonlara, Rusya İstikrar Fonu, örnek olarak gösterilebilir.
- *Tasarruf fonları*, doğal kaynaklar gibi yenilenemeyen varlıkların çeşitlendirilmiş yatırım amaçları ve varlıklara dönüştürülmesi yoluyla bugünkü serveti gelecek kuşaklara aktarmak ve Hollanda Hastalığı'nın etkilerini azaltmak amacıyla kurulmuştur. Bu fonlara, Abu Dabi Yatırım Otoritesi, örnek olarak gösterilebilir.
- *Rezerv yatırım fonları (şirketleri)*, ülkenin rezerv varlıklarının çeşitli yatırım araçlarından değerlendirilmesi suretiyle karlılığı artırmak ve bütçe fazlası verilen dönemlerde yapılan yatırımların getirileri ile bütçe açığı verilen dönemlerdeki gelir kaybını telafi etmek amacıyla kurulmuştur. Bu fonlara, Çin Yatırım Fonu, örnek olarak gösterilebilir.
- *Kalkınma fonları*, ülkenin büyümesine katkı sağlamak ve potansiyel çıktı düzeyini yükseltecek sosyoekonomik projeleri ve sanayileşme politikalarını finanse etmek amacıyla kurulmuştur. Bu fonlara, BAE ve Türkiye Varlık Fonları, örnek olarak gösterilebilir. Kalkınma fonlarını; daha çok ulusal ölçekte ve firmaların küresel pazarlarda rekabet gücünü artırmaya yönelik yatırım yapan birinci tür kalkınma fonları ve küresel ölçekte yatırım yaparak elde edilen getirilerle vatandaşlarının refah düzeyini artırmaya yönelik faaliyette bulunan ikinci tür kalkınma fonları olarak ikiye ayırmak mümkündür (Konukman ve Şimşek, 2017: 1934).
- *Emeklilik rezerv fonları*, devlet bütçesinde, beklenmedik dönemde ve belirsiz düzeyde oluşabilecek emeklilik ödemelerinden kaynaklanabilecek yükümlülükler için ihtiyat kaynağı oluşturmak amacıyla kurulmuştur. Bu fonlara, Norveç Emeklilik Fonu, örnek olarak gösterilebilir.

Birden fazla amaca yönelik kurulan fonlar olabileceği gibi (Türkiye Varlık Fonu), başlangıçta farklı amaçla kurulmasına karşın, amaç değişikliğine giden (Rusya İstikrar Fonu) fonlara da rastlamak mümkündür. IMF tarafından literatürde ağırlıklı benimsenen bu sınıflandırma, IFSWF tarafından, emeklilik rezerv fonlarının plasman biçimlerinin benzeşmesi nedeniyle tasarruf fonları kapsamında; kalkınma fonlarının ise ağırlıklı olarak ülke içi yatırımları desteklemeye yönelik işlev görmesi nedeniyle UVF kapsamında değerlendirilmediği görülmektedir (Kayıran, 2016: 64). IFSWF'ye göre, saf biçimiyle 10 adet istikrar fonu ve 26 adet tasarruf fonu bulunmaktadır. Diğer UVF'ler ise karma niteliktedir. Yukarıda da belirtildiği gibi, UVF, genellikle yurt dışı varlıklara yatırım yapmaktadır. Oysa kalkınma fonları, ülkenin büyümesine katkı sağlamak ve sanayi ve sosyoekonomik projeleri finanse ederek potansiyel çıktı düzeyini yükseltmek amacıyla ağırlıklı olarak ülke içinde yatırım yapmaktadır.

UVF'ler gelir ya da finansman kaynaklarına göre, emtia ve emtia dışı kaynaklı olarak ikiye ayrılmaktadır (Yalçınar ve Sürekli, 2015: 3).

- *Emtia kaynaklı UVF'ler*; petrol, doğalgaz, bakır, fosfat, elmas gibi yenilenemeyen doğal kaynakların gelirlerinden oluşturulmuştur. BAE, Kuveyt, Katar, Norveç, Rusya UVF'leri (petrol ve doğal gaz kaynaklı); Şili (bakır), Bostvana (elmas), Kiribati (fosfat) uygulamaları, bu fonlara örnek olarak gösterilebilmektedir.
- *Emtia dışı gelir kaynaklı UVF'ler*; cari işlemler fazlaları, bütçe fazlası, özelleştirme gelirleri, tasarruf fazlaları ile oluşturulmuştur. Çin, Singapur, Güney Kore uygulamaları, bu fonlara örnek olarak gösterilebilmektedir.

Bu ikili genel sınıflandırma dışında, Fransa, Avustralya, Yeni Zelanda UVF'leri sosyal güvenlik primlerine; Filistin ve Vietnam UVF'leri dış yardımlara dayanmaktadır (Yalçiner ve Sürekli, 2015: 3; Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 6). Balding (2012: 6-7), emtia ve emtia dışı kaynaklara dayalı ulusal varlık fonlarına, Fransa ve İrlanda örneklerinden hareketle gösteriş fonu nitelemesi yapmaktadır. Bu nitelemenin temelinde; emtia ihracat geliri ve cari işlemler fazlası bulunmamakla birlikte, vatandaşlarının vergi sosyal güvenlik yükümlülüklerini artırarak fona kaynak transfer edilmesi yer almaktadır. SWFI verilerine göre, UVF'lerin toplam varlıklarının ortalama %60'ı, petrol ve doğalgaz başta olmak üzere emtia ihracatından sağlanan gelirlerden oluşmaktadır.

UVF'ler örgütlenme biçimlerine göre, yönetici (manager) modeli ve yatırım şirketi modeli olmak üzere iki başlıkta incelebilmektedir (Al-Hassan vd., 2013: 10-11).

- *Yönetici modelinde*, UVF'nin varlıklar havuzunun yasal sahibi (genellikle Maliye Bakanlığı), bir varlık yöneticisine yatırım yetkisi vererek yönetimi sağlanabilir. Bu bağlamda üç farklı yöntem karşımıza çıkmaktadır:
 - Merkez Bankası, Maliye Bakanlığı tarafından verilen bir yetki kapsamında varlıkları yönetir (Örneğin, Norveç Emeklilik Fonu).
 - Singapur Devlet Yatırım Kurumu'nda olduğu gibi Maliye Bakanlığı tarafından verilen bir yetki kapsamında varlıkları yönetmek için devlete ait ayrı bir fon yönetim birimi kurulur. Bu durumda yönetici, kamu sektöründen başka varlık yönetimi yetkilerine de sahip olabilir.
 - Maliye Bakanlığı, doğrudan bir veya daha fazla özel fon yöneticisine yetki verir.
- *Yatırım şirketi modelinde*, sahibi olarak hükümet, fonun varlıklarına sahip olan bir yatırım şirketi kurmaktadır. Bu model tipik olarak, yatırım stratejisi, bireysel şirketlerde (Temasek, Singapur) daha yoğun yatırımlar ve aktif mülkiyet gerektirdiğinde veya fonun finansal getiri hedefine ek olarak bir geliştirme hedefi olduğunda kullanılmaktadır.

Devlet egemenliği bağlamında UVF'leri; postkolonyal, rantiyer, üretici, territoryal ve ahlaki UVF olarak sınıflandırmak mümkündür (Konukman ve Şimşek: 1925-1926).

- *Postkolonyal UVF*, sermayesi ve egemenliği görece zayıflamış ülkelerin, devlet kapasitesini artırma ve egemenlik açığını kısmen kapatmaya yönelik faaliyetlerde bulunan fonlardır. Bu fonlara, Singapur Devlet Yatırım Şirketi örnek olarak gösterilebilir.
- *Rantiyer UVF*, emtia ihracatından gelir elde eden ülkelerin, bu gelirleri egemenliğin geliştirilmesinde uzun vadeli güvenli bir ekonomik iklim oluşturmak amacıyla kullandığı fonlardır. Kuveyt Yatırım Otoritesi, bu fonlara örnek olarak gösterilebilir.
- *Üretici UVF*, stratejik ve katma değerli sektörlere yatırım yaparak yüksek büyüme oranlarına ulaşılmasını sağlamak amacıyla kullanılan fonlardır. Bu fonlara, Çin Yatırım Şirketi örnek olarak gösterilebilir.
- *Territoryal UVF*, ulusal firmaların ülke içi ve küresel pazarlarda rekabet gücü kazanması ve pazar payının artırılmasına yönelik kullanılan fonlardır. Bu fonlara, Fransa'da kurulmuş ve ulusal sanayileşme politikasının desteklenmesi amacıyla kurulmuş bulunan Stratejik Yatırım Fonu örnek olarak gösterilebilir.
- *Ahlaki UVF*, gelecek nesle daha iyi bir çevresel miras bırakmak ve gelecek nesillerin refah düzeyini yükseltmek amacıyla kullanılan fonlardır. Bu fonlara, Norveç Emeklilik Fonu örnek olarak gösterilebilir.

6. Ulusal Varlık Fonlarının Fayda ve Sakıncaları

Ulaştığı boyut, yayıldığı alan, araç çeşitliliği dikkate alındığında, UVF'lerin, ekonomik yapıda olumlu ya da olumsuz etkileri vardır. Bu etkilerde kuşkusuz, fon sahibi ülke ile yatırım yapılan-hedef ülke açısından paralellik olabileceği karşılıklı da söz konusu olabilmektedir. Aynı zamanda küresel finansal yapı açısından da fayda ve sakıncalarından söz etmek mümkündür.

6.1. Ulusal Varlık Fonu Sahibi Ülke Açısından

Fonların kuruluş amaçlarına da yönelik olacak biçimde varlık fonu kuran ülke açısından ortaya çıkan faydaları aşağıdaki biçimde sadeleştirmek mümkündür.

Emtia ihracatçısı ülkelerin kurmuş oldukları bu (istikrar) fonlar, emtia fiyatlarında düşüş meydana gelmesi halinde bütçe ve ekonomik dengenin nispeten daha az etkilenmesini sağlayacaktır. Emtia fiyatlarının yükselişinin devam edeceği varsayımında planlanan uzun vadeli yatırım ya da stratejilerin, emtia fiyatlarındaki düşüş ile birlikte aksamaması mümkün olabilecektir. İşte bu nokta, bu fonlarda biriken varlıklar, bu yeni dönemin az hasarla atlatılmasına katkı sağlayacaktır. Petrol fiyatlarının varil başına 10 dolara düşmesi ile Rusya'nın moratoryum ilan etmesi bu açıdan anlamlı bir göstergedir. Özellikle, dış ticaret gelirleri bir ya da sınırlı sayıda emtia ihracatına bağlı ülkeler için bu olasılık her zaman geçerlidir. Nitekim petrol fiyatlarının 2000'lerin başından itibaren yükselişe geçmesiyle birlikte kurulan UVF sayısının artması da bu olguyu doğrulamaktadır. Bu fonların varlıklarının toplamı SWFI (2008)'e göre, 2015 yılında 12 trilyon dolara; PwC (2015)'e göre 2020 yılında 8,9 trilyon dolara; TÜSİAD (2008)'e göre, 2015 yılında 12 trilyon dolara; IMF (2008)'e göre 2013 yılında 6-10 trilyon dolara ulaşması beklenmektedir. Yapılan tahmin ve projeksiyonlar sonucu UVF'lerin varlıklarının ulaşacağı düzeye ilişkin beklentilerin farklılığı dahi, emtia ihracatından sağlanabilecek gelirlerin istikrarsız olabileceğini göstermektedir. Ekim 2021 itibariyle UVF'lerin varlık büyüklüğü, 9,2 trilyon dolardır. Varlık büyüklüğünün beklentilerin altında kalması genel olarak üç nedenden kaynaklanmaktadır. İlki, 2008 Krizi sonrası emtia fiyatlarının düşmesi; ikincisi, 2008 Krizinde yapılan yatırımlar nedeniyle varlık fonlarının değer kaybına uğraması ve son olarak pandemi sürecinde yatırım getirilerinin düşmesidir.

Dünya ekonomisinin küresel büyüme hızı, petrol arzındaki aksamalar, yerel ya da küresel ölçekte emtia ihracatçısı ülkelerde yaşanabilecek sosyal ya da politik krizler, küresel likidite hacminin genişlemesi/daralması, merkez ülkelerin para ve maliye politikaları, alternatif yatırım araçlarının getirileri, vadeli işlemler piyasalarının işlerliği petrol fiyatları ve dolayısıyla emtia ihracatçısı ülkelerin gelirlerinde dalgalanma yaratabilmektedir. 1998 yılında petrolün varil fiyatı yaklaşık 10 dolar iken moratoryum ilan Rusya'nın, 2021 yılı itibariyle iki farklı UVF'de 196,4 milyar dolarlık varlığa sahip olması, önemli ölçüde 2000-08 döneminde petrol fiyatlarında meydana gelen yükselişe bağlanabilecektir. 2008 Küresel Krizi öncesi, petrolün varil fiyatı, spot piyasalarda 139,9 dolara; vadeli işlem piyasalarında 149,9 dolara ulaşmıştır. Nitekim 2016 yılı başında petrol fiyatlarında yaşanan düşüş, Rusya ekonomisine ilişkin endişelerin tekrar artmasını beraberinde getirmişti.

Petrol vb. emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar nedeniyle ülkeler, kurdukları istikrar fonları ile bu dalgalanmaların ekonomilerinde yaratabileceği olumsuzlukları; aynı şekilde yüksek düzeyde cari işlemler fazlası veren ülkelerin döviz gelirlerini değerlendirme çabaları da dünya ekonomisinin durgunluğa girmesi halinde ülke ekonomileri ve mali yapılarında yaşanabilecek olumsuzlukları telafi etmeye yöneliktir.

UVF'lerin ev sahibi ülke açısından ikinci faydası, emtia ya da mamul ihracı ile sağlanan döviz gelirlerinin, ülke içinde enflasyon ve cari açık baskısı yaratmasını engelleyerek Hollanda Hastalığı'ndan kaçınılmasına katkı sağlamasıdır. UVF'lerin genel özelliklerinde de belirtildiği üzere, bu fonların ağırlıkla yabancı ülke varlıklarına yatırım yapmaları-bu varlıkların ülke içinde harcanmaması; hem toplam talebin hem de ithalat artışının önüne geçecektir. Merkez bankası tarafından kur rejimine bağlı olarak, ülkeye giren yabancı sermayenin ekonomide yarattığı, ulusal paranın aşırı değerlenmesi gibi etkileri elimine etmeye odaklı sterilizasyon politikaların uygulanmasını da kolaylaştıracaktır. Aksi halde ulusal merkez bankaları bir yandan yatırım iklimine bağlı olarak ülkeye giren yabancı sermayenin, portföy yatırımlarının, rezerv biriktirme politikalarının yan etkilerini azaltmaya odaklı iken aynı zamanda emtia ya da emtia dışı ihracatından sağlanan döviz gelirlerinin de yarattığı genişlemeyi bertaraf etmekle meşgul olacaktır.

UVF'lerin üçüncü faydası, ağırlıklı olarak yabancı varlıklara yatırım yaparak, ülke içinde varlık balonlarının ortaya çıkmasını engelleyebilmesidir. Kuşkusuz, kalkınma fonu niteliğindeki bir UVF'nin kendi ülkesinde belirli sektörleri özellikle de gayrimenkul projelerini desteklemesi halinde, varlık balonlarının ortaya çıkması kaçınılmaz olacaktır.

UVF'lerin dördüncü faydası, varlıkların çeşitlendirilmiş ve yüksek getirili araçlarda değerlendirilmesi halinde, hem ülke tasarruflarının artması hem de gelecek nesillere aktarılacak servetin hacminin büyümesidir. Merkez bankalarının düşük riskli ve likit (özellikle ABD Hazine kağıtları) varlıklara yatırım yapma zorunlulukları dikkate alındığında, ülke döviz rezervlerinin düşük getiri ile değerlendirilmesi söz konusu olmaktadır. Oysa UVF'ler, gelişmiş ülke hazinelerinin sabit ve değişken getirili borçlanma araçlarından, özel sektör tarafından ihraç edilen yatırım araçlarına; gelişmiş ve yeni gelişen ekonomilerdeki gayrimenkul yatırımlarından finans, perakende, enerji, hizmetler gibi çok sayıda sektörde geniş bir yatırım yelpazesine sahiptir. O nedenle, UVF'lerin yüksek getiri elde etme potansiyelleri çok yüksektir. Bu fonların, yükümlülüklerinin (sınırlı olması ya da) olmaması nedeniyle, her türlü araca yatırım yapabilme olanakları vardır.

UVF'lerin beşinci faydası, mevcut kaynakların yüksek getirili varlıklarda değerlendirilmesi sonucunda, gelecekte sosyal güvenlik sistemi üzerine ortaya çıkabilecek baskıları hafifletmesidir. Nüfusun yaşlanması ya da gelecekte devletin sosyal güvenlik sistemine aktardığı kaynakların düşme endişesini azaltmak için, UVF'lerin katkısı büyük önem taşımaktadır.

UVF'lerin, yabancı ülkelerde yaptığı yatırımlar ile girdi güvenliğinin sağlanması; hedef ülkenin pazar payının yönlendirilmesi; teknoloji transferinin ve organizasyon yeteneklerinin geliştirilmesi söz konusu olabilmektedir.

UVF'ler, yatırım yapılan ülke ile ekonomik, sosyo-kültürel ve politik işbirliğinin artırılarak, ülkenin dış politik manevra alanının geliştirilmesine katkı sağlamaktadır. Bu katkı Çin'in, Tayvan ile diplomatik ilişkileri kesmesi karşılığında, Kosta Rika ile 300 milyon dolarlık tahvil alım anlaşması imzalamasındaki (Yaman ve Yereli, 2017: 83) gibi proaktif; Obama tarafından veto edilmesine rağmen, 11 Eylül saldırıları mağdurlarının Suudi Arabistan'a dava açabilmelerine izin veren tasarının ABD Kongresinden geçmesi sonucunda, Suudi Arabistan Yönetiminin, ABD'deki (Hazine kağıtları dahil) 750 milyar dolarlık varlıklarını satabileceğini duyurmasında olduğu gibi reaktif/defansif de olabilmektedir.

IFSWF tarafından, UVF'ler kapsamından çıkarılmış olmasına rağmen, IMF (2008) sınıflandırmasında yer alan kalkınma fonlarının da ev sahibi ülke açısından çeşitli faydaları bulunmaktadır. Bunları; ülkenin kalkınma ve büyümesinin sağlanması, potansiyel çıktı düzeyinin artırılması, alt yapı ve sosyal yatırımların finanse edilmesi, yabancı ülke firmaları/UVF'leri ile ortak yatırımlar yapılması, stratejik firmaların yabancı yatırımcıların eline geçmesinin önlenmesi olarak sıralamak mümkündür. İrlanda Rezev Emeklilik Fonu'nun, bankalara sermaye takviyesi ve Rusya Rezerv Fonu'nun Menkul Kıymetler Borsası'nda varlık alımları, ülke içi finansal krizlerin şiddetini azaltmaya yönelik uygulamalardır (Miceli vd., 2015: 21).

UVF'lerin, ev sahibi ülke açısından çok sayıda faydasının olması yanında çeşitli sakıncaları da bulunmaktadır.

Bu sakıncalardan ilki, olası ulusal ya da küresel kriz dönemlerinde, ev sahibi ülkenin finansman kısıtının ortaya çıkmasına rağmen, UVF'lerin yurtdışı yatırımlara odaklanarak, ülkedeki finansal ve reel sektör işletmelerini ihmal etmesidir (Beken ve Baltacı, 2019: 341).

UVF'lere sahip ülke açısından bir diğer sakınca, özellikle emtia ihracatçısı ülkelerin demokrasi sicilinin düşüklüğü (Kayıran, 2016: 59-60) dikkate alındığında, kontrol edilen varlık hacminin çok yüksek olması nedeniyle, rant kollama ve yolsuzlukların ortaya çıkmasıdır. Kuşkusuz bu düzeyde fonların varlığı, anti demokratik rejimlerini ömrünün uzaması gibi bir yan etkiyi de beraberinde getirecektir. Bu anti-demokratik ülkelerde genelde, emtia ihracatçısı Körfez ülkeleri bağlamında, UVF yönetiminde kraliyet ailesinin bulunması, kişisel ilişkilere dayalı yurt dışı ve yurt içi yatırımlarda, etkinsizliklere neden olabilmektedir.

Son sakınca ise, UVF'lerin koordinasyon ve yönetim kapasitelerine bağlı olarak, bugünkü servetin gelecek nesillere taşınması amacıyla oluşturulan fon kaynaklarının israf edilmesi ve ulusal otoritenin uyguladığı para ve maliye politikalarının etkinliğinin sınırlandırılmasıdır (IMF, 2008: 11). Sabit ya da kontrollü döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde, UVF'lerin ülke içine yatırım yapması, mevcut kur rejiminin uygulanmasını zorlaştıracaktır. Açık enflasyon hedefleme rejiminin geçerli olduğu dalgalı kur rejiminde

ise, UVF'lerin ülke içine yatırım yapması, merkez bankasının, rezervlerin optimal düzeyin üzerine çıkmasına neden olabilmektedir. Diğer yandan, merkez bankasının rezerv alımı nedeniyle ortaya çıkan parasal genişleme ya da bu genişlemenin sterilize edilmesi, UVF'lerin yatırım stratejilerine bağlı olarak işlevsizleşebilmektedir.

6.2. Yatırım Yapılan Ülke Açısından

Yatırım yapan UVF'lerin kuruluş amaçlarına bağlı olarak, hedef ülke açısından ortaya çıkabilecek faydaları aşağıdaki biçimde toplulaştırmak mümkündür.

Tasarruf yetersizliği içinde olan ülkelerde, UVF'lerin yatırımları, tasarruf açığının kapatılmasına ve ekonomik büyüme için gerekli yatırımların artırılmasına olanak sağlamaktadır. Ülkeye giren bu yatırımlar sayesinde, finansal sistemin derinleşmesine ve finansmana erişim kısıtının aşılmasına katkı yapmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin, ihracat deseninin, düşük ve orta düzey teknoloji içermesi ya da işlenmemiş temel mal ihracatına odaklanması, döviz gelirlerinin yetersizliğine neden olmaktadır. Bu durum doğal olarak, ülkelerin ithalat kapasitelerini de sınırlandırmaktadır. UVF'lerin yatırımları, temel nitelikli hammadde, ara malı ve sermaye ithalatının finanse edilebilmesi için gerekli ithalat kapasitesinin genişlemesini sağlamaktadır.

UVF'lerin uzun vadeli yatırım stratejilerinin olması nedeniyle, büyük ölçekli alt yapı yatırımlarının, sağlanacak garanti ve güvencelerin gelecekteki yükümlülükleri saklı kalmak kaydıyla, devlet hazinesine yük olmadan gerçekleşmesine katkı verebilmektedir.

UVF'lerin bir ülkeye yatırım yapması, hedef ülkeye yoğun sermaye girişinin olması, uluslararası finansal piyasalar açısından kredibilite artışı olarak değerlendirilebilmekte ve bu ülkeye yatırım sermaye girişini teşvik edebilmektedir. Bu durum doğal olarak, ilgili ülkenin kredi notunu olumlu etkileyerek, yatırım çekme potansiyelini artırmaktadır. Büyük tutarlarda yabancı sermaye girişi, merkez bankası rezervlerinin güçlendirilmesini sağlarken, ulusal parayı da değerlendirecektir. İthal mallarının esnekliklerine bağlı olarak, ulusal paranın değerlendirilmesi, merkez bankasının enflasyonla mücadele stratejisini destekleyici işlev görebilmektedir.

UVF'lerin, hedef ülkenin borçlanma araçlarına yatırım yapması, borçlanma maliyetlerinin düşmesini de beraberinde getirmektedir. Hedef ülke açısından, UVF'lerin yatırımlarını çekebilmek için araç çeşitlenmesine yönelmesi (Türkiye'de Sukuk ihracı), yatırım tabanını genişleterek, finansal sistemin derinleşmesine katkı sağlayacaktır. Aynı zamanda özel sektör tarafından ihraç edilen (tahvil, bono, hisse senedi, sukuk gibi) menkul kıymetlere yatırım yapılması, özel sektörün potansiyelini yükselterek yatırım yapılan firmalar açısından da bir güven artışına neden olmaktadır.

UVF'lerin hedef ülkeye yatırım yapması, (yatırım yapan ülkenin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak) hedef ülkede teknolojik ve organizasyonel alt yapının güçlenmesini beraberinde getirecektir. Bu bağlamda iki ülke arasında iktisadi işbirliği olanaklarının artışı söz konusu olabilmektedir.

Özellikle finansal kriz ya da kriz algısının yükseldiği dönemlerde, UVF'ler tarafından yapılacak yatırımlar, sermaye ve bilanço kanalıyla ülke ekonomisinin krizden etkilenme düzeyini sınırlandırmakta ve konjonktürün tersine kredibilite tesisine katkı sağlayabilmektedir.

UVF'lerin yatırım yaptığı ülkeler açısından çok sayıda faydasının yanında önemli düzeyde sakıncalar da söz konusu olabilmektedir. Bu sakıncalara aşağıdaki biçimde kategorize etmek mümkündür.

Yatırım yapılan ülkeye büyük tutarda yabancı sermaye girişi ulusal paranın değerlendirilmesine neden olarak, ihraç mallarının esneklikleri veri olmak üzere bir yandan cari açığı artırırken diğer yandan servet etkisi ile talep artışını teşvik edebilmektedir.

UVF'lerin yatırımlarının yoğunlaştığı sektörlerde, gereksiz yığılmalar ortaya çıkabilmektedir. Bu yatırımların, özellikle alt yapı yatırımları gibi ticarete konu olmaması halinde, önemli bir döviz kaynağının enerji, elektrik-su-doğalgaz dağıtımı, gayrimenkul gibi döviz kazandırıcı olmayan alanlarda israfına neden olabilecektir.

Yatırım yapılan ülkeye, önemli ölçüde UVF yatırımının yönelmesi halinde, gayrimenkul ve sermaye piyasalarında varlık balonları oluşturarak finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. Bu bağlamda, varlık sahiplerinin gelir ve servetlerindeki artışın, varlık fiyatları enflasyonuna neden olması kaçınılmazdır. O nedenle bu olgu, hem varlık arz güvenliğinin sağlanmasını hem de enflasyonun düşürülmesini önemli ölçüde zorlaştıracaktır. Aynı zamanda, kriz algısı nedeniyle, yabancı sermayeye en çok ihtiyaç olunan dönemde, UVF'lerin portföy yatırımlarını tasfiye etmesi, yatırım yapılan ülkedeki krizi derinleştirebilecektir. Ülkeye yönelik yatırımların, sınırlı sayıda UVF tarafından ya da bir ülkenin UVF'si tarafından büyük ölçekli yapılması, ev sahibi ülkede ortaya çıkabilecek finansal krizlerin bulaşmasına ve yatırım yapılan ülkenin istikrarsızlaşmasına neden olabilecektir.

Yatırım yapılan ülkedeki, yabancı sermaye rejiminin serbestisine bağlı olarak, UVF'lerin enerji, madencilik, sağlık, savunma sektörlerindeki büyük ölçekli firmalara yatırım yapması, stratejik sektörlerin yabancı devlet kontrolüne girmesine neden olabilmektedir. Bunun bir uzantısı olarak, yatırım yapılan ülkeden teknoloji transferi/hırsızlığı söz konusu olabileceği gibi, yatırım yapılan firmanın, daha çok ev sahibi ülkeye yatırım yapmasının sağlanması amacıyla kaynak tahsisinde etkinsizlikler de ortaya çıkabilecektir (Akbulak ve Akbulak, 2008: 242).

UVF'lerin, büyük hacimli fonlara sahip ve devlet mülkiyetinde olmaları, finansal piyasalarda adil rekabeti zedeleyebilir. Kuşkusuz, devlet mülkiyetindeki fonların, emeklilik ve hedge fonlara göre, ekonomik ve politik bağlantılarının düzeyi ve yüksek düzeyde bilgi asimetrisi nedeniyle, finansal piyasalarda rekabeti bozucu ve yatırımcıların kazançlarının erimesine neden olabilmektedir (Yaman ve Yereli, 2017: 83).

Yatırım yapılan ülke açısından son sakınca ise, dış politik manevra alanının daralması ve yatırım yapan ülke stratejilerine angaje olmasıdır. Özellikle, UVF'lerin varlıklarının önemli bir kısmının görece demokratik olmayan ülkelere ait olması, bu konudaki endişeleri artırmaktadır. Herhangi bir ülkeye yapılan büyük ölçekli UVF yatırımları, ekonomik bağımlılığı artırırken, bağımsız dış politika uygulama olanaklarını daraltmaktadır. Çin ve Rusya varlık fonlarının düzeyi ve yatırım stratejileri, özellikle gelişmiş ülke otoritelerindeki endişeleri artırmaktadır.

6.3. Küresel Piyasalar Açısından

Yatırım yapan ve yatırım yapılan ülke açısından UVF'lerin çeşitli etkilerinin yanında bütüncül olarak küresel piyasalar açısından da olumlu ve olumsuz etkileri söz konusu olabilmektedir.

Sermayenin düşük getiri sağladığı (ev sahibi) ülkeden, yüksek getiri sağladığı (hedef) ülkeye yatırımlar, küresel ölçekte kaynak tahsisi etkinliğini sağlayacak ve uzun dönemde getirilerin eşitlenme eğilimini güçlendirecektir. UVF'lerin özellikle kriz dönemlerinde gelişmiş ve gelişmekte olan finans sistemlerine yaptığı yatırımlar, krizin şiddetini azaltmaktadır. Bu duruma, 2008 krizi ve izleyen süreçte, Citicorp, Merrill Lynch ve Morgan Stanley gibi mali sıkıntı içindeki kurumlara yapılan yatırımlar, örnek gösterilebilir (Yaman ve Yereli, 2017: 81).

Ülkeler arasında çapraz mülkiyetin artması, küresel işbirliğini teşvik edecektir. Tüm ülkelerin, finansal ve reel yatırımlarının "aynı gemide" olmaları nedeniyle, olası anlaşmazlıklarda daha uzlaşmacı bir tavır göstermesi beklenecektir. Bir ülkenin varlığının diğer ülkenin yükümlülüğüne karşılık gelmesi, ülkelerin refah ve servet düzeylerinin birbirine eklenmesine neden olmaktadır (Yaman ve Yereli, 2017: 81).

UVF'lerin hedef ülkelerdeki stratejik sektörlerle yatırım yapması ve politik amaçlarla kullanılması; kullanıldığına ilişkin endişelerin artması, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin küresel yatırımlara karşı korumacı eğilimler göstermesine neden olabilmektedir.

Bu endişeleri azalmaya yönelik olarak, The International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG) tarafından The Generally Accepted Principles and Practices -Santiago İlkeleri- 11 Ekim 2008 tarihinde yayımlanmıştır. Bu ilkelerin temel amaçlarını; finansal ve reel yatırımların serbestleştirilmesini sağlayarak istikrarlı bir küresel finansal sistem oluşturmak, yatırım yapılan ülkedeki, tüm düzenleyici işlemlere uyum göstermek, (politik olmayan) iktisadi ve finansal getiri odaklı yatırım yapmak ve hesap verilebilir, şeffaf bir yönetim altyapısı oluşturmak olarak sıralamak mümkündür (IFSWE, 2021).

Aynı zamanda, yatırım yapılan ülkelerin endişelerini azaltmaya, küresel finansal işbirliğini teşvik etmeye ve ev sahibi ülkedeki yatırım etkinliğini artırmaya yönelik olarak, SWFI tarafından 2008 yılında geliştirilen Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi, UVF'ler açısından bir şeffaflık derecelendirme yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Yatırım yapılan ülkelerin, UVF'lerin politik gündemlerinin olup olmadığına dair önemli bir gösterge niteliğindedir. On temel ilkeye dayanan bu endeksin alabileceği minimum puan 1 iken maksimum puan 10'dur. SWFI tarafından, bir UVF'nin şeffaf olarak nitelendirilebilmesi için asgari 8 puana sahip olması gerekmektedir. Norveç Emeklilik Fonu ve Temasek gibi fonlar 10 puana sahip iken, Brunei Yatırım Ajansı ve Moritanya Varlık Fonu 1 puana sahiptir (SWFI, 2021).

7. Ulusal Varlık Fonlarının Türkiye Ekonomisine Etkileri

Küresel ölçekte önemli bir düzeye ulaşan UVF'lerin hem gelişmiş hem Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde iktisadi ve politik açıdan önemli etkiler ortaya çıkarmaktadır.

7.1. Olumlu Etkileri

Bütçe açığı, tasarruf açığı ve cari açık açısından uzun yıllardır, üçüz açıkla mücadele eden, yapısal olarak tasarruf yetersizliği bulunan Ülkemizde, UVF'lerin, tasarruf kısıtını aşmaktaki katkıları yadsınamaz niteliktedir.

UVF'lerin, uzun planlama ufku nedeniyle, ülkenin kalkınma ve büyümesine katkı yapması beklenmektedir. Bu anlamda, UVF yatırımları, herhangi bir doğrudan yabancı yatırımcının ülke ekonomisine sağlayacağı katkılarından farklı bir nitelik taşımamaktadır. Rasyonel temellere dayalı bir UVF yatırımının, ülkenin istihdam düzeyine, teknoloji kapasitesine, ihracat olanaklarına katkıları yadsınamaz. Ancak, UVF yatırımlarının yeterli düzeyde şeffaflık içermediği (Bayar ve Yıldırım, 2013: 74) için, hangi sektöre ve hangi firmalara yatırım yaptıklarına ilişkin verilerin sınırlı olması nedeniyle, spesifik olarak olumlu katkıları ayrıntılandırmak çok da mümkün olamamaktadır.

7.2. Olumsuz Etkileri

Şeffaflıktan yoksun UVF yatırımlarının ülke ekonomisine olumlu katkılarına nasıl rezervli yaklaşmak gerekiyorsa, olumsuz etkilerine de aynı derecede rezervli yaklaşmak gerekmektedir. Dolayısıyla, UVF yatırımlarının olumsuz etkilerini de "potansiyel"- "olası" olarak nitelendirmek sağlıklı bir yaklaşım olacaktır.

Türkiye ekonomisi için UVF'lerin yaptığı yatırımların taşıdığı potansiyel riskleri aşağıdaki biçimde sınıflandırmak mümkündür (Güçlü, 2018: 44):

- Yabancı ülke sahipliğinde bulunan UVF'ler, Ülkemizde stratejik önemi haiz sektörlerde, tehlike yaratabilecek girişimlerde bulunabilirler,
- Politik güdülerle Ülke çıkarları ile ters düşecek ulusal ve ekonomik güvenlik riski oluşturabilecek girişimlerde bulunabilirler,
- UVF'ler, ülke içinde rekabeti bozacak faaliyetlerde bulunabilirler,
- Finansal piyasalarda, satın alınan sabit/değişken getirili yatırım araçlarında hızlı değer kayıplarına ya da varlık balonlarına neden olabilirler.

UVF yatırımlarına yönelik ilginin artışında, UVF varlık hacmi, yatırım çeşitliliği yanında UVF'lerin uluslararası politikada bir araç olarak kullanılma riskidir (Aykın, 2011: 13). Özellikle önemli politik figürlerin, UVF yatırımlarına yönelik yaptığı uyarılar ve dile getirdiği endişeler, UVF yatırımlarına yönelik ilginin iktisadi alandan politik alana kaymasına neden olmuştur. ABD Başkanı Obama, Beyaz Saray Ulusal Ekonomi Konseyi Direktörü Summers ve Almanya Başkanı Merkel'in söylemleri, UVF'lerin ulusal güvenlik perspektiften de tartışılmasına neden olmuştur (Yereli ve Yaman, 2019: 275).

Ulusal varlık fonlarının ulusal güvenlik için risk olarak algılanmasının arkasındaki teknik ve politik unsurları aşağıdaki biçimde ifade etmek mümkündür (Aykın, 2011: 14-16):

- UVF'lerin devlet sahipliğinde olması,
- Şeffaflık düzeylerinin düşük olması,
- Kurumsal yapılarının ve risk yönetim sistemlerinin yetersiz olması,
- Sınırlı sayıda aktörün, piyasayı yönlendirme gücüne sahip olması,
- Ulusal güvenlik anlayışının genişlemesi ve derinleşmesi.

UVF yatırımlarının yöneldiği çok sayıda ülke, bir yandan UVF yatırımlarından nasıl yararlanacağını diğer yandan ülkelerini iktisadi ve politik olarak bu yatırımlardan nasıl koruyacağına ilişkin bir denge arayışı içindedir (Yereli ve Yaman: 2017: 275). UVF yatırımlarının, yayılma alanı ve hacimleri dikkate alındığında, bugün ve izleyen dönemde ulusal ve küresel ölçekte, UVF'lerin politik amaçlarla yatırım yapmasının mı yoksa yatırım yapılan ülkelerin politik amaçlarla kısıtlamalara gitmesinin mi daha fazla olumsuzluk yaratacağı önemli bir gündem maddesi olacak gibi görünmektedir (Akbulak, 2008: 8). Bu bağlamda, yabancı sermaye yatırımlarına ve özelinde de UVF'lere yönelik düzenlemeler, küresel finansal iklimi önemli ölçüde etkileme potansiyeline sahiptir.

8. Ulusal Varlık Fonlarına Yönelik Düzenlemeler

Tasarruf yetersizliği nedeniyle, yabancı fonlara gereksinim duyan ülkeler, bir yandan yabancı sermaye yatırımlarına serbesti tanıırken, diğer yandan gelecekte potansiyel riskleri nedeniyle UVF'lere yönelik düzenleme arayışı içindedirler. Emeklilik fonları ya da hedge fonları gibi kimliksiz fonlara karşı endişe duymayan ülkelerin devlet sahipliğindeki fonlara karşı korumacı tepkiler geliştirmesi önemli ölçüde anlayışla karşılanabilecektir. Herhangi bir girişimcinin, sadece iktisadi temellere dayalı yatırım yapması, hedef ülkenin politik tercihlerinden bağımsız biçimde gerçekleşmektedir. Yatırım yapılan ülkenin, politik tercihleri, stratejik işbirlikleri, münferit durumlardaki pozisyonu, klasik bir kapitalist yatırımcı için önem arz etmezken, UVF'ler için temel belirleyici unsur haline gelebilmektedir. Doğal olarak, hem ülke bazında hem küresel ölçekte, UVF'lere yönelik düzenleme arayışları anlamlı olmaktadır.

Ulus devletlerin düzenleme çabaları, daha çok korumacı anlayışa dayanırken, küresel ölçekteki düzenlemeler daha çok korumacı ve serbesti refleksi arasında bir denge arayışına yönelik olmaktadır. Bu anlamda, 2008 Küresel Krizi, UVF yatırımlarına yönelik korumacı ve defansif iklimin yumuşamasına neden olmuştur. UVF'lerin özellikle, küresel oyuncu niteliğindeki finansal kuruluşlara yönelik sermaye yatırımlarının, ulusal ve küresel ölçüdeki düzenlemelerin şiddetini düşürdüğünü ileri sürmek çok da yanlış bir çıkarsama değildir.

8.1. Ulusal Düzeyde Düzenlemeler

UVF'lerin yatırım yaptıkları ülkelerde rastlanılan düzenlemeleri aşağıdaki başlıklar altında toplulaştırmak mümkündür (Akbulak ve Akbulak, 2008: 248-249):

- Halka açık şirketlerde, yatırım yapılan ülkeye belirlenen oranın üzerinde yatırım yapılması halinde, yatırım şirket ve regülatör kurumlara açıklama yapma yükümlülüğünün getirilmesi,
- Uygulanan sermaye rejimine göre, sermaye kontrollerine tabi tutulması,
- Halka açık şirketlere yönelik kurumsal yönetim ilkeleri, içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon ile ilgili düzenlemelere uyma yükümlülüğünün getirilmesi,
- Finansal sektörde yapılan yatırımlar çerçevesinde, ilave regülasyonlara tabi tutulması,
- Stratejik ve sosyal öneme sahip sektörlerde kısıtlayıcı düzenlemeler yapılması,
- Sektör ayrımı gözetmeksizin birleşme-devralma ve rekabet düzenlemelerine tabi kılınması.

İtalya, ABD, Fransa, Rusya ve Almanya ulusal güvenliği ve kamusal düzeni korumak amacıyla, UVF'leri de kapsayacak biçimde tüm yabancı yatırımları inceleyen ve yabancı yatırımcıların şirket içindeki oy hakkını kısıtlayan düzenlemelere gitmişlerdir (Yereli ve Yaman, 2019: 275-276). Bu düzenlemelerin, ilave idari süreçlerden, satın alınan şirket hissesinin oransal kısıtlanmasına farklılık arz etmekle birlikte; daha çok stratejik olarak nitelendirilen sektörlerle sınırlı kaldığını görmek mümkündür. Bu ülkelerin yanında,

İngiltere ve İsviçre gibi ülkeler UVF'leri, ticari temelde yatırım yaptıkları sürece, ilave bir yükümlülüğe tabi tutmamaktadır.

8.2. Uluslararası Kuruluş Düzenlemeleri/Çalışmaları

Bir yandan ulus devletler ilave düzenlemeleri yürürlüğe koyarken, diğer yandan UVF yatırımlarına yönelik münferit korumacı eğilimlerin artması ve bir başka biçimde ticaret savaşlarını tetiklemesinden endişelenen uluslararası finansal kuruluşlar, çok taraflı prensiplerin benimsenmesine yönelik girişimler yürütmektedir. Bu çok taraflı girişimler, IMF, Dünya Bankası ve OECD gibi küresel finansal istikrara odaklı kuruluşlarca başlatılabildiği gibi, UVF yatırımlarına yönelik korumacı eğilimlerin şiddetlenmesinden endişelenen (Kuveyt gibi) ülkelerce başlatılmıştır. OECD Yabancı Yatırım Komitesinin 2008 yılında hazırladığı raporda, UVF'lerin yatırım yapan ve yapılan ülkenin kalkınmasına katkıda bulunduğu; varlık fonlarının güvenilir, uzun vadeli ve ticari amaçlı hareket eden yatırımcılar olduğu; ancak, UVF'lerin artan rolü, finansal piyasaların düzgün işleyişine ilişkin sorunları gündeme getirdiği ve alıcı ülkelerde ulusal güvenliğin korunmasına ilişkin meşru endişeler de dahil olmak üzere yatırım politikası sorularını gündeme getirdiği vurgulanarak, hükümetler arası diyalogun, anlayışı artıracığı ve iyi bilgilendirilmiş politika geliştirmeye katkıda bulunacağı ve böylece ekonomik büyüme ve kalkınmayı baltalayan korumacı tepkilerden kaçınmaya yardımcı olacağı belirtilmiştir (OECD, 2008: 2-3).

IMF, 2008 yılında, uluslararası bir çalışma grubu (IWG) kurarak Santiago İlkelerini yayımlamıştır. Bu ilkelerin uygulanmasına yaygınlık kazandırmak amacıyla Kuveyt'in çağrısı ile Uluslararası Varlık Fonları Uluslararası Forumu (IFSWF) toplanmıştır. Bu ilkelere uyum, UVF'lerin ihtiyarına bırakılmış olmakla birlikte, ABD ve AB gibi piyasalara giriş için ön şart niteliği kazanmaya başlamıştır (Aykın, 2011: 21).

Ülkemizde, 17.06.2003 tarih ve 25141 sayılı resmi Gazetede yayımlanan 4875 sayılı Doğrudan Yabancı Yatırımlar Kanunu ile yerli-yabancı yatırım ayrımı kaldırılmıştır. Kanununun 3. maddesinde, "Uluslararası anlaşmalar ve özel kanun hükümleri tarafından aksi öngörülmedikçe; yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye'de doğrudan yabancı yatırım yapılması serbestisi ve yabancı yatırımcılar ile yerli yatırımcıların eşit muameleye tabi tutulacağı hüküm altına alınmıştır. Herhangi bir yabancı yatırım için kısıtlama bulunmaması nedeniyle, UVF'lerin yatırımları için de Ülkemizde kısıtlayıcı düzenlemelere yer verilmediği görülmektedir.

UVF'lerin yatırımlarının ulaştığı boyut ve yayılımı ile derinliği dikkate alındığında, gelecekte hem ulusal hem küresel ekonomik/finansal istikrar açısından önemli riskleri barındırmaktadır. Bu anlamda, yapılan yatırımların politik olup olmadığı ya da stratejik sektörlere yönelip yönelmediği yabancı UVF'lerin "kendi" kurumsal kalitesi ve inisiyatifine kalmış bulunmaktadır. Ülkemizde, Çin, Katar ve Norveç Varlık Fonlarının yatırımlarına ekonomi haberi niteliğinde rastlamak mümkündür. Kurumsal kalitesi ve şeffaflık düzeyi en yüksek fonlardan biri olan Norveç Varlık Fonu, 2020 yılı faaliyet raporunda, Türkiye'den yatırım yapılan şirketlerin isimlerini, piyasa değerini, sahiplik oranlarını görebilmek mümkündür (Norges Bank Investment Management, 2020: 308-310). Bunun dışında, Türkiye'ye hangi UVF'nin hangi sektöre hangi oranda yatırım yaptığını görebilmek mümkün değildir. "Sermayenin vatanı olmaz" biçimindeki genel geçer algının uzun dönem, ekonomik ve politik güvenliği tehlikeye atabilecek riskleri içerdiği hatırdan çıkarılmamalıdır.

9. Değerlendirme ve Sonuç

Turbo-kapitalizm ya da manik küreselleşme kavramlarını kullanan hiper globalistler, küreselleşmenin karşı konulamaz ve tersine çevrilemez olduğunu ve temelde ulus devletlerin sonunun geldiğini savunmaktadır. Ancak, önemli tutarlarda varlığı kullanan devlet sahipliğindeki fonlar, devletin tekrar iktisadi, politik ve finansal açıdan etkinlik alanını genişlettiğine işaret etmektedir. Tarihsel açıdan daha eskilere dayansa da modern anlamda ilk ulusal varlık fonlarının 1950'lerde kurulduğu görülmektedir. 1970'ler; 2000'ler ve 2008 Krizi sonrası dönemlendirilebilecek bir yoğunlaşma içinde yeni ulusal varlık fonlarının kuruluşu hızlanmıştır.

Ulusal varlık fonlarının temel amaçlarını, özellikle emtia ihracatından sağlanan gelirlerin gelecek nesillere aktarılması, mevcut rezervlerin daha yüksek getirilerle değerlendirilmesi, ülkeye döviz girişinin yaratacağı olumsuzlukların azaltılması, ülkenin kalkınma ve büyümesine katkı sağlayacak yatırımların finanse edilmesi ve gelecekte olası yükümlülüklerin kamu bütçesine maliyetlerinin azaltılması olarak sıralamak mümkündür.

Ulusal varlık fonlarının temel gelir kaynaklarının emtia ihracatı ve cari işlemler fazlası olduğu görülmektedir. Ancak, bu iki kaynaktan yoksun ülkelerin de ulusal varlık fonu kurduğu görülmektedir.

Ulusal varlık fonlarının, hem ev sahibi ülkeye hem de yatırım yapılan ülkeye önemli katkıları bulunmaktadır. Özellikle yerel ya da küresel kriz ya da kriz algısının yükseldiği dönemlerde UVF'lerin yadsınamaz katkıları gözlemlenmiştir. Ancak, yatırım yapılan ülke açısından UVF'lerin yatırımlarının önemli riskler biriktirebileceği de hatırdan çıkarılmamalıdır. Ekonomik ve ulusal güvenlik açısından stratejik sektörlerin yabancı yatırımcıların, özellikle UVF'lerin, kontrolüne girmesi uzun dönem telafi güç sorunlara neden olabilecektir.

Bu bağlamda, Türkiye açısından, öncelikli olarak, stratejik sektör belirlmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Bu sektörlerle özgü, genel olarak yabancı yatırımlar ve özelinde de UVF'lerin yatırımlarına yönelik, düzenlemelere gidilmelidir. Bu düzenlemelere ek olarak Ülkeye yatırım yapacak olan UVF'ler için asgari bir şeffaflık düzeyinin belirlenmesi de gerekmektedir.

Kaynaklar

- Aizenman J. ve Glick R. (2007), Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?, *FRBSF Economic Letter*, Number 2007-38, s. 11-14.
- Akbulak S. (2008), Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds): Gelişmeler ve Düzenleme Çalışmaları, *SPK Araştırma Raporu*, s. 1-22.
- Akbulak S. ve Akbulak Y. (2008), Ulusal Varlık Fonları, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 25(2), s. 237-262.
- Aktan C. C., Kesik, A. ve Dileyici, D. (2012), *Yeni Maliye*, Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı.
- Alhasel, B. (2015), Sovereign Wealth Funds: A literature review, *Journal of Economics and Business*, 78, s. 1-13.
- Al-Hassan A., Papaioannou, M., Skancke, M ve Sung, C. C. (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, *IMF Working Paper*, WP/13/231, s. 1-34.
- Aykın, Hasan (2011), *Ulusal Refah Fonları*, SDE Analiz, Stratejik Düşünce Enstitüsü, s. 4-28.
- Balding, C. (2012), *Sovereign wealth funds: the new intersection of money and politics*, New York: Oxford University Press.
- Bayar, Y. ve Yıldırım, M. (2013), Ulusal Varlık Fonlarının Regülasyonuna Yönelik Çabalar: Santiago Prensipleri, *Finans Politik&Ekonomik Yorumlar*, 50(585), s. 67-79.
- Bayramoğlu S. (2005), *Yönetişim Zihniyeti*, İstanbul: İletişim Yayınları.
- Beck, R. ve Fidora, M. (2008), The Impact Of Sovereign Wealth Funds On Global Financial Markets, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No 91, s. 349-358.
- Beken, H. G. ve Baltacı, N. (2019), Ulusal Varlık Fonlarına İlişkin Bir Değerlendirme, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 17(1), s. 333-356.
- Berksoy T. ve Özgül H. B. (2019), Varlık Fonları ve Türkiye Varlık Fonu Üzerine Bir Değerlendirme, *İktisat Dergisi*, 541, s. 66-76.
- Böke, S. S. (2018), *Varlık Fonu Paneli*, KESK, Ankara.

- Csoma, R. (2015), Appreciation of the Role of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy, *Public Finance Quarterly*, 2015/2, s. 270-287.
- Çolak, Ö. F. (2017), Finansal Serbestleşmenin Tıkanıklığı ve Türkiye Varlık Fonu, *İktisat ve Toplum*, s. 8-13.
- Ergen, Z. (2020), Dünya’da ve Türkiye’de Ulusal Varlık Fonları: Kavramsal Bir Ele Alış, (Edt.: D. Bülbül ve S. E. G. Özüyar), *Türkiye’nin Güncel Mali Yapısı ve Yönetimi: Usuller, Esaslar ve Uygulamaları*, s. 409-425, İstanbul: Umuttepe Yayınları.
- Güçlü, M. (2018), Ulusal Varlık Fonları: Türkiye Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 9(1), s. 39-53.
- Hachasanoğlu E. ve Soytaş U. (2010), Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü, *MARC Working Paper Series*, No: 2010-02, s. 1-23.
- Held D. ve McGrew A. (2014). Büyük küreselleşme tartışması, (Ed.: David Held ve Anthony McGrew), *Küresel dönüşümler-büyük küreselleşme tartışması*, Ankara: Phoenix Yayınları.
- Hirst, P. ve Thompson, G., (2000). *Küreselleşme sorgulanıyor*, (Çev.: Çağla Erdem ve Elif Yücel), Ankara: Dost Kitabevi.
- IMF (2008), *Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda*, IMF Publication.
- Kayran, M. (2016), Türkiye Varlık Fonu’nun Kuruluş Amaçları ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme, *Eğitim Bilim Toplum Dergisi*, 14(56), s. 55-90.
- Kazgan, G. (2002), *Küreselleşme ve Ulus Devlet*, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Konukman, A. ve Şimşek, O. (2017), Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Uygulaması, *Çalışma ve Toplum*, 2017/4, s. 1913-1945.
- Miceli V., Wöhrmann, A., Wallace, M. ve Steiner, D. (2015): Opportunities or threats? The current and future role of sovereign wealth funds in financial markets, *Deutsche Asset & Wealth Management*, s. 5-29.
- Norges Bank Investment Management (2020), *Government Pension Fund Global*, Holdings 2020, <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/>, (Erişim Tarihi: 13.11.2021).
- OECD (2008), Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies, Investment Committee Report, 4 April 2008, <https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/40408735.pdf>, (Erişim Tarihi: 13.11.2021).
- Pellizzola, P. (2017) Introducing Sovereign Wealth Funds, *SIL, Hunting Unicorns Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016*, s. 7-15.
- PwC (2015), *The taxonomy of Sovereign Investment Funds*, <https://www.pwc.com/gx/en/sovereign-wealth-investment-funds/publications/assets/pwc-the-taxonomy-of-sovereign-investment-funds.pdf>, (Erişim Tarihi: 30.08.2021).
- Rozanov, A. (2005), Who holds the wealth of nations? *State Street Global Advisors*, s. 1-4.
- SWFI (2021), <https://www.swfinstitute.org>, (Erişim Tarihi: 30.09.2021).
- The International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG), Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices (GAPP), “Santiago Principles”, https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf, (Erişim Tarihi: 22.09.2021)
- Tokgöz, S., Çalışkan, E., Şahin İpek, E. A. Ve Acar, İ. A. (2020), Varlık Fonu Uygulamasının Mali Yönetimin Amaçları Açısından Değerlendirilmesi, (Edt.: D. Bülbül ve S. E. G. Özüyar), *Türkiye’nin Güncel Mali Yapısı ve Yönetimi: Usuller, Esaslar ve Uygulamaları*, s. 427-460, İstanbul: Umuttepe Yayınları.

-
- Türkoğlu Karacaova, E. N. (2019), Türkiye Cumhuriyeti'nin Yeni Teknolojisi: Usule Bağlı Olmayan Bir Özelleştirme Yöntemi Olarak Türkiye Varlık Fonu, *ViraVerita E-Journal: Interdisciplinary Encounters*, 10, s. 1-29.
- TÜSİAD (2008), Sovereign Wealth Funds, *TÜSİAD International Strategic Focus Report*, No.1 TS/INT/08-16, s. 1-5.
- Yalçın K. ve Sürekli A. (2015), Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği, *G.Ü. İİBF Dergisi*, 17(3), s. 1-29.
- Yeldan, E. (2001), *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yereli, A. B. ve Yaman, İ. (2017), Ulusal Varlık Fonlarını Anlamak: Fırsat Mı, Tehdit Mi?, *Sosyoekonomi*, 25(34), s. 69-86.
- Yereli, A. B. ve Yaman, İ. (2019), Ulusal Varlık Fonlarının Politik Boyutu, *Sosyoekonomi*, 27(41), s. 263-283.