

**VARLIK FONLARI: TÜRKİYE VE AZERBAYCAN VARLIK  
FONLARININ KARŞILAŞTIRILMASI**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Nuray MAJİD**

**Eskişehir 2023**

**VARLIK FONLARI: TÜRKİYE VE AZERBAYCAN VARLIK  
FONLARININ KARŞILAŞTIRILMASI**

**Nuray MAJİD**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Maliye Anabilim Dalı**

**Danışman: Prof. Dr. Mehmet Oğuz ARSLAN**

**Eskişehir**

**Anadolu Üniversitesi**

**Lisansüstü Eğitim Enstitüsü**

**Kasım 2023**

## **JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI**

Nuray Majid' ın “Varlık Fonları: Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonlarının Karşılaştırılması” başlıklı tezi .../10/2023 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından değerlendirilerek “Anadolu Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliği” nin ilgili maddeleri uyarınca, Maliye Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

**Unvanı Adı Soyadı**

**İMZA**

Üye (Tez Danışmanı): Prof. Dr. Mehmet Oğuz ARSLAN  
Üye:  
Üye:

Prof. Dr. Saime ÖNCE

Enstitü Müdür

## ÖZET

### VARLIK FONLARI: TÜRKİYE VE AZERBAYCAN VARLIK FONLARININ KARŞILAŞTIRILMASI

Nuray MAJID

Maliye Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, Ekim 2023

Danışman: Prof. Dr. Mehmet Oğuz ARSLAN

Son zamanlarda ülkeler kendi ekonomik durumlarını iyileştirmek, istikrarlı ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme ve kalkınmaya ulaşmak için çeşitli ekonomik hedefler belirlemektedirler. Finansal sistemde uzun süredir varlığını sürdüren ulusal varlık fonlarının ilk örnekleri 1950 yıllarında ortaya çıkmıştır. Günümüzde finansal gelişmelerle birlikte çeşitli ülkeler için ekonomik ve sosyal hedeflerine ulaşmada ulusal varlık fonlarının önemli bir rol oynadığını söylemek mümkündür. Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke kendi kaynaklarını daha etkin bir şekilde kullanmak için varlık fonlarını oluşturmaya başlamışlardır. Dünya genelinde bu kadar yaygın olan ulusal varlık fonları Türkiye’de 2016 yılında Azerbaycan’da 1999 yılında kurulmuştur.

Yapılan araştırmada Dünyadaki ulusal varlık fonları araştırılmış, Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonları hakkında ve her iki fona gelen gelirlerin yıllar içindeki karşılaştırılması yapılmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde ulusal varlık fonlarının kavramı, tarihçesi, kuruluş amaçları ve türleri hakkında bilgi verilmiştir. İkinci bölümde dünyadaki ulusal varlık fonu örnekleri üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde ulusal varlık fonlarının denetimi, şeffaflığı ve şeffaflık endeksleri hakkında bilgi verilmiştir. Son olarak dördüncü bölümde, Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonları hakkında genel bilgiler verilmiş ve sabit yıllar için fon gelirlerinin karşılaştırmalı analizi yapılmıştır.

**Anahtar Sözcükler:** Ulusal Varlık Fonu, Dünya’da Varlık Fonları, Türkiye Varlık Fonu, Azerbaycan Petrol Fonu.

## **ABSTRACT**

### **WEALTH FUNDS: COMPARISON OF TÜRKİYE AND AZERBAIJAN WEALTH FUNDS**

Nuray MAJID

Department of Finance

Anadolu University Graduate Education Institute, October 2023

Supervisor: Prof. Dr. Mehmet Oğuz ARSLAN

Recently, countries set various economic goals in order to improve their economic situation and achieve stable and sustainable economic growth and development. The first examples of national wealth funds, which have existed for a long time in the financial system, appeared in the 1950s. Today, along with financial developments, it is possible to say that national wealth funds play an important role in achieving economic and social goals for various countries. Many developed and developing countries have started to create asset funds to use their resources more effectively. National wealth funds, which are so common throughout the world, were established in Turkey in 2016 and in Azerbaijan in 1999.

The research undertaken encompassed a global analysis of national wealth funds, with a specific focus on Turkey and Azerbaijan Wealth Funds, where their financial performance was evaluated over several years. The research is structured into four main sections: The initial section presents comprehensive insights into the concept, historical development, objectives, and various categories of national asset funds. In the subsequent section, the research emphasizes examples from the global landscape that shed light on the historical origins of national wealth funds. The third part of the study provides information pertaining to the governance, transparency, and related transparency indices associated with these national asset funds. The concluding fourth chapter delivers a holistic overview of Turkey and Azerbaijan Wealth Funds, followed by a comparative analysis of their financial performance over specified periods.

**Keywords:** National Wealth Fund, World Wealth Funds, Turkey Wealth Fund, Azerbaijan Oil Fund.

## ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu olmak üzere tüm aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan “bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiçbir şekilde “intihal içermediğini” beyan ederim. Herhangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçları kabul ettiğimi bildiririm.

.....

(İmza)

Nuray Majid

# İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
BAŞLIK SAYFASI .....	1
VARLIK FONLARI: TÜRKİYE VE AZERBAYCAN VARLIK FONLARININ KARŞILAŞTIRILMASI .....	ii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	iii
ÖZET .....	iii
ABSTRACT.....	iv
ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLolar DİZİNİ.....	ix
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	x
GRAFİKLER DİZİNİ .....	xi
KISALTMALAR .....	xii
Giriş.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM .....	4
1.Ulusal Varlık Fonu Kavramı .....	4
1.2.Ulusal Varlık Fonlarının Tarihçesi.....	6
1.3.Ulusal Varlık Fonlarının Özellikleri.....	9
1.4.Ulusal Varlık Fonlarının Kuruluş Hedefleri ve Amaçları.....	11
1.5.Ulusal Varlık Fonlarının Kaynak ve Türleri.....	16
1.5.1.İstikrar Fonları .....	19
1.5.2.Tasarruf Fonları .....	20
1.5.3.Rezerv Fonları .....	21
1.5.4.Kalkınma Fonları.....	22
1.5.5.Emeklilik Rezerv Fonları .....	22
1.6. Ulusal Varlık Fonları Hakkında Olumlu ve Olumsuz Görüşler .....	23
İKİNCİ BÖLÜM.....	26
2.Dünya’da Ulusal Varlık Fonu Uygulamaları .....	26
2.1.Dünya’da Ulusal Varlık Fonları .....	26
2.2. Dünya’da Ulusal Varlık Fonu Örnekleri .....	27
2.2.1. Norveç Devlet Emeklilik Fonu (Norway Government Pension Fund Global- GPFG).....	29
2.2.2. Çin Yatırım Şirketi Fonu .....	32

2.2.3. BAE-Abu Dabi Yatırım Otoritesi (Abu Dhabi Investment Authority-ADIA)	37
2.2.4. Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority-KIA)	39
2.2.5. Singapur Yatırım Şirketi (Government of Singapore Investment Corporation-GIC)	42
2.2.6. Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portföyü (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio)	44
2.2.7. Singapur Temasek Holdings (STH)	45
2.2.8. Katar Yatırım Otoritesi (Qatar Investment Authority-QIA)	48
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM</b>	<b>50</b>
<b>3.Ulusal Varlık Fonlarının Denetim ve Şeffaflığı</b>	<b>50</b>
3.1.Ulusal Varlık Fonlarının Denetimi	50
3.2.Ulusal Varlık Fonlarının Şeffaflığı	51
3.2.1.Santiago Endeksi	53
3.2.2. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi	58
3.2.3. Edwin M.Truman Endeksi	61
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM</b>	<b>65</b>
<b>4. Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonu Uygulamalarının Karşılaştırmalı Analizi</b>	<b>65</b>
4.1. Türkiye Varlık Fonu	65
4.1.1. Türkiye Varlık Fonunun Kurulması ve Tarihçesi	65
4.1.2. Türkiye Varlık Fonunun Amacı ve Faaliyeti	68
4.1.3. Türkiye Varlık Fonunun Yönetimi ve Denetimi	71
4.2. Azerbaycan Petrol Fonu	74
4.2.1. Azerbaycan Petrol Fonunun Kurulması ve Tarihçesi	74
4.2.2. Azerbaycan Petrol Fonunun Amacı ve Faaliyeti	77
4.2.3. Azerbaycan Petrol Fonunun Yönetimi ve Denetimi	78
4.3. Karşılaştırma	81
4.4. Değerlendirme	84
<b>SONUÇ VE ÖNERİLER</b>	<b>86</b>
<b>KAYNAKÇA</b>	<b>89</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ</b>	<b>98</b>

## TABLolar DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
<b>Tablo 1. 1</b> Ulusal Varlık Fonlarının Tanımları .....	6
<b>Tablo 1. 2</b> Ulusal Varlık Fonlarını Kurulma Nedenleri. ....	12
<b>Tablo 1. 3</b> Varlık Fonları ve Kaynakları .....	18
<b>Tablo 1. 4</b> Varlık Fonu Türleri. ....	19
<b>Tablo 2. 1</b> Dünya genelinde en büyük 10 Ulusal Varlık Fonu.....	28
<b>Tablo 2. 2</b> Norveç Emeklilik Fonunu Tarihsel Gelişimi.....	30
<b>Tablo 2. 3</b> Çin Yatırım Şirketi'nin Tarihsel Gelişimi. ....	33
<b>Tablo 2. 4</b> Çin Ulusal Varlık Fonları. ....	35
<b>Tablo 2. 5</b> Varlık Portföyü çeşitlerinin yüzdeler oranları .....	43
<b>Tablo 2. 6</b> QIA Varlık Sınıfları .....	48
<b>Tablo 3. 1</b> Santiago İlkeleri .....	55
<b>Tablo 3. 2</b> Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi İlkeleri.....	59
<b>Tablo 3. 3</b> Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Değerlendirmeleri .....	59
<b>Tablo 3. 4</b> Truman Scorebord Şeffaflık Soruları .....	62
<b>Tablo 4. 1</b> Türkiye Varlık Fonu Bünyesinde Kurulan Komiteler ve Görev Tanımları..	72
<b>Tablo 4. 2</b> Azerbaycan Devlet Neft Fonu Tarihsel Gelişimi .....	75
<b>Tablo 4. 3</b> Türkiye Varlık Fonu Toplam Gelirleri .....	81
<b>Tablo 4. 4</b> Azerbaycan Petrol Fonu Toplam Gelirleri.....	82

## ŞEKİLLER DİZİNİ

	<b><u>Sayfa</u></b>
<b>Şekil 2. 1</b> Dünya'daki ulusal varlık fonları.....	27
<b>Şekil 2. 2</b> Norveç Emeklilik Fonun Yatırım Yaptığı ülkeler.....	31
<b>Şekil 2. 3</b> Abu Dabi Fonu'nun Yatırım Yaptığı Ülkeler. ....	39
<b>Şekil 2. 4</b> GIC portföyünün coğrafi dağılımı.....	44

## GRAFİKLER DİZİNİ

	<u>Sayfa</u>
<b>Grafik 2. 1</b> Norveç Emeklilik Fonu Değer Artışı .....	32
<b>Grafik 2. 2</b> CIC yatırım portföy dağılımı.....	36
<b>Grafik 2. 3</b> Yatırım Stratejileri.....	38
<b>Grafik 2. 4</b> Temasek Holdings Portföy Dağılımı.....	47
<b>Grafik 3. 1</b> Santiago Uyum Endeksi .....	57
<b>Grafik 3. 2</b> Truman Skorboard'na göre şeffaflık oranları.....	63
<b>Grafik 4. 1</b> TVF yatırım portföyü dağılımı.....	73
<b>Grafik 4. 2</b> SOFAZ yatırım portföy dağılımı.....	79

## KISALTMALAR

- ABD:** Amerika Birleşik Devletleri  
**ADIA:** Abu Dhabi Investment Authority  
**BAE:** Birleşik Arap Emirlikleri  
**CIC:** China Investment Corporation  
**GCC:** Gulf Cooperation Council  
**GIC:** Government of Singapore Investment Corporation  
**GNF:** Gelicek Nesiller Fonu  
**GPFG:** Government Pension Fund Global  
**GRF:** Genel Rezerv Fonu  
**IMF:** Uluslararası Para Fonu  
**KBMG:** Kişi Başına Düşen Milli Gelir  
**KIA:** Kuwait Investment Authority  
**QIA:** Qatar Investment Authority  
**SOFAZ:** State Oil Fund of Azerbaijan  
**STH:** Singapur Temasek Holdings  
**SWF:** Sovereign Wealth Fund  
**TBMM:** Türkiye Büyük Millet Meclisi  
**TVF:** Türkiye Varlık Fonu  
**UVF:** Ulusal Varlık Fonları

## Giriş

Varlık fonları ödemeler dengesi fazlaları, döviz işlemleri, özelleştirme gelirleri, devlet transfer ödemeleri, mali fazlalar ve doğal kaynak ihracatından elde edilen gelirleri kullanarak kurulmuş olan devlet fonları şeklinde tanımlanabilmektedir. Kökenleri 1950'li yıllara dayanan ulusal varlık fonları son yıllarda önemli varlıklara sahip ekonomik oyuncular haline gelmiştir. Ulusal varlık fonu kavramını tek bir çerçeve halinde açıklamak oldukça zordur ve bu kavramın birden fazla tanımı bulunmaktadır. Her ulusal varlık fonu, kurulduğu ülkenin kanunlarına göre düzenlenmektedir. Ülkelerarası farklı uygulamalar nedeniyle varlık fonlarının belirli bir çerçeveye oturulması oldukça zordur. Bu tutarsızlık da fonların kendi çapında eleştirilmesine yol açmaktadır. Varlık fonlarının kurulma amacı, petrol ve doğalgaz geliri olan ülkelerin birgün bu kaynaklara sahip olamayabileceği için bu kaynakların fon aracılığıyla gelecek nesillere aktarılarak ülkenin zenginliğinin artırılmasıdır.

Ulusal varlık fonu kavramı, Türkiye ve Azerbaycan ülkeleri için farklı bir amaç içermektedir. Her iki ülke kültürel, tarihsel ve coğrafi anlamda birbirlerine benzemektedir. Türkiye ve Azerbaycan ilişkileri çok eski zamanlara dayanmakta olup hala daha o ilişkiyi kendi aralarında saklamaktadırlar. Her ne kadar bu iki ülke bir birlerine benzeseler de ulusal varlık fonu anlayışları bir birinden farklı olduğunu söylemek mümkündür. İlk önce Türkiye Varlık Fonu hakkında bilgi vermek gerekirse, TVF 2016 yılında kurulmuştur. TVF kendine has yapısıyla diğer ülkelerdeki varlık fonlarından daha da farklı bir fon olarak bilinmektedir. Fonun oluşturulmasında esas amaçlardan biri sürdürülebilir kalkınmayı, ekonomik istikrarı sağlamaktır. Azerbaycan Petrol Fonundan bahsetmek gerekirse, Petrol Fonu 1999 yılında Azerbaycan bağımsızlığını kazandıktan sonra oluşturulmuştur. Bu fon oluşturulmuş olan birçok varlık fonu gibi, petrol ve doğal gaz gelirlerini etkin bir şekilde yönetmek ve bu gelirlerin gelecek nesiller için saklanmasına yol açmaktır. Her iki fonun birbirinden farklı olduğunu ilk başta kuruluş amaçlarından anlamak mümkündür.

Bu çalışmada, Türkiye ve Azerbaycan varlık fonlarına ilişkin olarak farklı bakış açıları değerlendirilmiş, bu fonların oluşturulması ve birbirine benzerlikleri incelenmiştir. Buna ek olarak her iki fon için belirli yıllarda fon gelirlerinin karşılaştırılmaları yapıp genel bir değerlendirme verilmiştir.

## **Araştırmanın Amacı**

Ulusal varlık fonları dünya genelinde önemli finansal bir araçtır. Her bir ülke için ulusal varlık fonlarının amacı farklıdır. Bu fonların bazıları ulusal varlık fonlarının oluşturulması amacıyla dayanmaktadır. Bu çalışmada ulusal varlık fonlarının ortaya çıkmasına neden olan faktörler analiz edilerek mevcut durum analizi yapılmıştır. Dünya genelinde literatür taraması yapılarak bazı büyük fonların tarihçesinden bahsedilmiş ve günümüz verilerine ulaşılarak bilgi verilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonlarının tarihçesi, amaçları, denetim ve şeffaflığı hakkında bilgi vererek her iki ülkenin birbirinden nasıl farklı bir amaca dayalı olarak varlık fonu oluşturduğunu ortaya çıkarmak ve iki ülkedeki varlık fonlarını karşılaştırmaktır.

## **Araştırmanın Problemi**

Araştırmadaki genel problem, her iki ülkenin varlık fonları arasındaki farkları tespit etmektir. Bu farklılıkların karşılaştırmasını yapmak için hem Türkiye hem de Azerbaycan Varlık Fonu incelenmiştir. Bu incelemeler sonucunda her iki ülkenin fonları için belirli sonuçlara varılmıştır.

## **Araştırmanın Önemi**

Yapılmış olan araştırmanın önemi ulusal varlık fonlarının kuruluşunu ve finansal durumlarını incelerken ortaya çıkan genel bilgilere esasen bu fonların dünya üzerinde ne kadar önemli fonlar olduğunu tespit etmesidir. Ulusal varlık fonları günümüzde önemli fonlar olarak bilinmektedir. Araştırmada ulusal varlık fonlarının genel önemi, türleri, Türkiye ve Azerbaycan'da varlık fonlarının her iki ülke için ne kadar önemli olduğu açıklanmaktadır.

Bu açıklamalara esasen ulusal varlık fonlarının genel bir karşılaştırması yapılmıştır. Karşılaştırmanın temel kısmı her iki ülkenin varlık fonlarından belirli yıllar içerisindeki gelirlerinin ne kadar olduğunu analiz edilerek iki ülke arasındaki farkın ortaya konulmasıdır.

## **Araştırmanın Yöntemi**

Çalışmanın bu kısmında karşılaştırma yöntemi kullanılarak, incelenmiş olan ulusal varlık fonlarının başka ülkelerde, bölgelerde nasıl çözümlendiğine bakılarak incelenme konusu olan Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonlarıyla ilgili çözüm önerileri geliştirilmiştir.

Çalışmanın yöntem kısmında ülke verileri karşılaştırılarak bir değerlendirme yapılmıştır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## 1.Ulusal Varlık Fonu Kavramı

### 1.1.Ulusal Varlık Fonunun Tanımı

İngilizce literatüründe “sovereign wealth funds (SWF)” olarak adlandırılan ulusal varlık fonları, bir devletin petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynak gelirlerinden, bütçede yaratılmış olan bütçe fazlası, cari fazla gibi gelirlerin ülkenin geleceğine yatırım olarak kullanılabilmesi için oluşturulan fonlardır. Yaratılmış olan bu fonlar farklı farklı ülkelerde gelecek nesillerin refahını artırmak için ve ilerleyen yıllarda yalnızca gelecek nesli değil ülkeninde ekonomik durumunu dengeleyebilmesi amacıyla kullanılmaktadır.

İlk olarak 2005 yılında Rozanov tarafından kullanılmaya başlanmış ulusal varlık fonu kavramı, yıllar geçtikçe daha da çok çeşitlendirilmiştir. Rozanov’un bakış açısına esasen ulusal varlık fonları, dış ticaretin iyileşmesi, ülkenin bütçesini dengelenmesi ve harcama kısıtlamaları sonucuyla fazlalıkların yönetilmesi amacıyla kurulan fonlardır (Razanov 2005).

Ulusal varlık fonu, yukarıda da söylenildiği gibi ödemeler dengesi fazlası, resmi döviz kurlarında ortaya çıkan fazlalıklar, transferler ve bütçe fazlalarından elde edilen gelirlerden oluşmaktadır (http-1). Başka bir sözle ifade etmek gerekirse ulusal varlık fonu, ülkelerin gelecek için bir kenara koydukları ulusal bir birikim türüdür.

Varlık fonları, dolaylı olarak devlet tarafından yönetilen bir fon olarak bilinmektedir. Fonların yaratılış amaçlarından biri de ulusal hedeflere ulaşabilmektir (http-2).

IMF’ye göre varlık fonları, çeşitli makroekonomik amaçlara ulaşmak için kurulan devlet fonlarıdır (http-3).

İlk başlarda temel kaynağı petrol ve doğal gaz olarak kurulmaya başlayan varlık fonları, yıllar geçtikçe emeklilik fonları, bütçe fazlasından yararlanan fonlar olarak dallara ayrılmaya başlamıştır (Sarsıcı, Değirmenci ve Öztürk, 2017 s52). Ulusal varlık fonlarının kuruluş amacı ülkelerin merkez bankalarında kalan altın ve döviz hariç, diğer varlıkların tasarruflu kullanılmasıdır. Yukarıda da gösterilen tanımlarda varlık fonları amaç, hedef, kaynak ve davranış bakımından kendiliğinden ayrılmış bir şekildedir.

Yapılan tanımlara bağılı olarak UVF'lerin bazı temel özelliklerinden söz etmek mümkündür. Ulusal varlık fonlarının temel özelliklerinden biri, devlet mülkiyeti ve kontrolüdür. Yine bu durum, UVF'lerin amaçlarında ve yatırım davranışlarında diğere yatırım araçlarından farklılıklara yol açmaktadır. Bu nedenle, UVF'ler ayrı yapılara sahip olarak tanımlanmamaktadır. Bununla birlikte, UVF'ler genellikle bir merkez bankası, hazine veya benzeri bir devlet kurumu çatısı altında kurulurken, bu kurumlardan ayrı olarak organize edilirler ve bu nedenle aşırı siyasi etkiye maruz kalmazlar (Fotak vb, 2016). İkinci olarak, ulusal varlık fonları kamu fonlarının fazlasından oluşmaktadır. Ayrıca, ulusal varlık fonları yerli varlıklar dahil olmak üzere başka ülkelerin varlıklara yatırım yapan kurumlardır. Fakat bazı fonların (kalkınma fonlarının) yerli sanayiye dolaylı olarak da yatırım yapabildiği belirtilmektedir (http-1).

Bir devlet varlık fonu ile merkez bankası arasındaki farka baktığımızda, ilk olarak fonun amacının para veya döviz kuru politikasını yönetmek yerine ulusal sınırların ötesinde yatırım yapmak olduğunu söylemek mümkündür (Xie ve Chen, 2009). Aynı şekilde, UVF'lerin ulusal para birimlerinin ve sürdürme konusunda günlük sorumlulukları yoktur. Bir devlet varlık fonunun portföyü tahvilleri, hisse senetlerini, serbest fonları ve özel sermayeyi içerirken, merkez bankalarının döviz kuru oynamalarını karşılamak için rezervlerinde belirli bir miktarda döviz bulundurmaları gerekmektedir (Demarolle, 2009).

Ulusal varlık fonları merkezi hükümete ait iken ve döviz rezervleri ve ihracat gelirlerinde tutulan varlıklarla finanse edilirken, kamu emeklilik fonları bazen yerel yönetim birimlerine ait olabilir ve bazen sosyal güvenlik vergileri gibi toplumdaki bireysel katkılarla finanse edilebilirler (Gomes, 2008). İstikrar sağlamak ve çeşitli amaçlarla gelecek nesillere kaynak aktarmak için devlet emeklilik fonları (örneğin emekli maaşları, ikramiyeler) bu amaçlarla oluşturulur (Monk, 2008).

Ulusal varlık fonlarının genel tanımları Tablo 1.1’de verilmiştir.

**Tablo 1.1** *Ulusal Varlık Fonlarının Tanımları (Koch-Weser ve Haacke,2013)*

Tanım Yapan Örgüt	Tanım
Uluslararası Para Fonu (IMF)	UVF’ler, çeşitli makroekonomik amaçlar için oluşturulan devlete ait yatırım varlıklarıdır.
Santiago Prensipleri – Ulusal Varlık Fonu üzerine Uluslararası Çalışma Grubu (International Working Group (IWG) on Sovereign Wealth Funds)	UVF’ler, devlete özel varlık fonları veya tahsisatları olarak tanımlanır. Oluşturulmuş olan UVF’ler kendi varlıklarını yönetmekte, kullanır ve yabancı ülkelerin mali varlıklarına yatırım yapmak da dahil olmak üzere finansal hedeflerine ulaşmak için çeşitli yatırım stratejileri uygular. Döviz rezervleri ülkelerde yaşanmış olan ödemeler dengesi fazlaları, resmi döviz işlemleri, özelleştirme harcamaları, devlet fazlalarından veya emtia ihracatı gelirlerinden finanse edilir
OECD (Organization for Economic Cooperation and Development)	UVF’ler, ulusal hedeflere ulaşmak için bir ülkenin doğrudan veya dolaylı olarak sahip olduğu ve yönetilen varlıklardan oluşan bir gruptur.
Sovereign Wealth Fund Institute	UVF, genellikle ödemeler dengesi fazlalarından, resmi para birimi işlemlerinden, özelleştirme gelirlerinden gelirlerinden, transferlerden, devlet fazlalarından veya kaynak ihracatından kaynaklanan, ülkeye ait bir varlık fonu başka sözle söylemek gerekirse bir kurumdur. Ulusal birimin tanımı; geleneksel para politikası hedeflerine ve ödemeler dengesine ulaşmak için finansal kuruluşlar tarafından tutulan döviz rezervleri, geleneksel olarak devlete ait işletmeler, kamu emeklilik fonları (çalışanların ve işverenlerin katkılarıyla finanse edilen), kişisel çıkarlar için yönetilen varlıklar hariç
ABD Hazine Bakanlığı	UVF’ler, resmi fonlardan ayrı yönetilen döviz fonları ile finanse edilen yatırım araçlarıdır.

Varlık fonu kavramı olarak net bir şekilde tanımlanmadığı için devlete ait bir finansal yatırım aracı olarak görülmektedir. Bu kavram, kendi kullanılış amaçları için farklı farklı adlandırmaya başlanmıştır. Buna örnek olarak, devlet varlık fonları, bağımsız olan varlık fonları, varlık fonları ve emeklilik fonları gösterilebilir. Bu fonlar, Türkiye için “Ulusal Varlık Fonu”, Azerbaycan içinse “Devlet Petrol Fonu” olarak adlandırılmaktadır.

## 1.2.Ulusal Varlık Fonlarının Tarihçesi

İkinci Dünya Savaşı sonrasında ekonomilerde meydana gelen bazı yapısal değişiklikler ve 1980’lerdeki bazı ekonomik durumlar sonrasında, ekonomi politikaları ve uluslararası ilişkilerindeki bazı değişiklikler yatırım fonlarının yaratılmasında daha da önemli hale gelmiştir. Bu bağlamda varlık fonları, bir yandan ekonomisi güçlü olan

ülkenin elinde güçlü bir silah, diğer yandan da uluslararası sahnede güçlü bir merkez ve denge unsuru haline gelmiştir. Hükümetler, finansal verimliliklerini artırmak için sürekli olarak yeni politikalar ve yeni finansal araçlar geliştirmektedirler. Bu finansal araçlardan biri de farklı ülkelerde farklı uygulaması olan varlık fonlarıdır. Ulusal varlık fonları 1950 yılından beri uygulanmasına rağmen, 1973 yılında yaşanmış olan Petrol Krizi sayesinde sayıları yükselişe geçmiş ve 1990'lı yılların sonunda sayıca daha da artmıştır (Johnson, 2007). Varlık fonları 73 yılı aşkındır kullanılmakta olup, 21. Yüzyılın başlarından günümüze kadar fon miktarında önemli bir artış yaşanmıştır (Engin 2022).

Ulusal varlık fonu oluşturmanın tarihçesi eskilere kadar dayanmaktadır. Amerika'nın Teksas eyaletindeki eğitim kurumlarını desteklemek için 1854'te kurulmuş olan Permanent School Fund (Daimî Okul Fonu) ve 1876'da kurulan Permanent University Fund (Daimî Üniversite Fonu) ulusal varlık fonlarının ilk örneklerindedir. Varlık fonları 20. Yüzyılda da kullanılmıştır. Bu şirketlere örnek göstermek gerekirse, 1922 yılında kurulan Pension Fund Foundation (Emekli Sandığı Vakfı) ve 1932 yılında kurulmuş olan California Public Employees Retirement System (Kamu Çalışanları Emeklilik Sistemi)'ni ulusal varlık fonları çalışmalarına dahil etmek mümkündür (Berksoy ve Özgül; 2019, s 66-76).

Varlık fonları, devletlerin petrol gelirlerine daha fazla söz sahibi olmak istedikleri 1950'lerde ortaya çıkmıştır. Buna göre; 1945 yılında Venezuela darbesinden sonra darbe hükümeti özel şirketlerin petrol faaliyetlerine %50 vergi koymuştur. Yaşanan bu olaylar sonucunda Venezuela'nın petrol gelirlerinde %920 artış olmuştur. Venezuela varlık fonu oluşturan ilk ülke olmamasına rağmen petrol sahibi ülkelere bakıldığında petrolden daha fazla gelir elde etmenin yolunu bulan ilk ülke olarak bilinmektedir. Venezuela örneğini takip eden Suudi Arabistan da benzer vergiler uygulayarak petrol gelirlerini ikiye katladı ve bu gelirleri nasıl kontrol edeceği konusunda ABD'den tavsiye istedi. ABD'nin göndermiş olduğu heyet Suudi Arabistan Merkez Bankası'nı (Saudi Arabian Monetary Agency) kurdu. İşlevleri merkez bankası ile aynı olsa da bu kurum bir varlık fonu olarak değerlendirilmiştir (Braunstein, 2009).

Geçmiş yıllara baktığımızda ilk varlık fonlarından biri de 1953'te kurulmuş olan Kuveyt Yatırım Otoritesidir (Alhasel 2015). Kuveyt Yatırım Otoritesi, ülkenin artan petrol gelirini kullanmak ve yönetmek için kurulmuştur. Bu fon diğer ülkelere model olmuş ve bu ülkelerde gerekli fonların açılmasını için örnek oluşturmuştur. Fakat,

uluslararası varlık fonlarının bu kadar yayılmasına sebep olan ana etken 1970 yıllarında başlayan kurtuluş hareketleri ve petrol krizleri olmuştur. Serbestleşme hareketleri dünya ticaret hacminin gelişmesine sebep olmuş ve bu durumdan dolayı ülkelerin gelirinin büyümesini etkilemiş ancak petrol krizi nedeniyle petrol fiyatlarının artması özellikle petrol ihraç eden ülkelerde gelirlerin artmasına yol açmıştır. Ortaya çıkan bu gelir fazlalarını değerlendirmek için ülkeler hızlıca varlık fonları kurmaya başlamışlar.

Dünya genelinde her ne kadar ilk ulusal varlık fonu olarak, Kuveyt Yatırım Otoritesi (KIA) bilinse de 1952 yılında kurulan Suudi Arabistan Merkez Bankası – SAMA da KIA ile birlikte değerlendirilmektedir (Akbulak, 2008: 5; Beken ve Baltacı, 2019). Varlık fonları 1950 yıllarından bu yana faaliyet göstermiş ve uluslararası para ve finans sistemlerinde giderek önemli rol oynamıştır (Willson, 2018).

1950’li yıllar sonrasında kurulan varlık fonları fosfat madenciliğinden kâr elde etmek için kurulan Gelir Dengeleme Rezerv Fonu, 1958’de Amerika Birleşik Devletleri New Mexico’da Yatırım Kurulu, 1971’de Suudi Arabistan’da Kamu Yatırım Fonu, 1972’de Singapur’da Sentosa Geliştirme Şirketi, 1976’da Birleşik Arap Emirlikleri’nde Abu Dabi Yatırım Fonu, Amerika Birleşik Devletleri’ndeki Alaska Permanent Fund (Alaska Daimi Fonu) ve Kanada’daki Alberta’s Heritage Fund (Alberta Miras Fonu) dur (Engin, 2022).

1980 ve 1990 yıllarında kurulan ulusal varlık fonları sayısında sınırlamalar olmasına rağmen, 2000’den sonra oluşturulan fonların sayısında önemli artışlar olmuştur.

Bu artışın nedenlerinden biri de 2001 yılında Amerika Birleşik Devletleri’nde yaşanan terör saldırısından dolayı talep artışı neticesinde hayata geçirilen politikalardır. 2002 yılında petrolün varil fiyatı 30 dolar iken, Amerika Birleşik Devletleri’nin Irak’ı işgali neticesinde petrolün varil fiyatı 140 dolara yükselmiştir. Yaşanmış olan bu fiyat artışları petrol ve doğal gaz zengini olan Körfez ülkelerinin gelirlerinde önemli bir artışa neden olmuştu. Bu durum ulusal varlık fonu sayısını artırırken, genellikle sabit gelirli enstrümanlara yatırım yapmayı tercih eden ulusal varlık fonları, riski yüksek ancak uzun vadeli getirisi olan yatırımlara yönelmeye başlamıştır (Aykın, 2011).

Varlık fonları ekonomik ve kültürel koşullara bağlı olarak farklı şekillerde kullanılmaktadır. Bir varlık fonu, esasen diğer ülkenin varlıklarına yatırım yapan, devletin sahip olduğu veya devlet tarafından kontrol edilen bir varlık grubudur. Başka bir

deyişle söylemek gerekirse, devletin cari fazla rezervinden finanse edilen, devlet kontrolünde olan bir yatırım kurumudur (Turgut, 2017).

Ulusal varlık fonlarının tarihsel gelişimini özetlemek gerekirse; İkinci Dünya Savaşı sonrası kalkınma çabaları, 1970'deki krizden sonra petrol ihraç eden ülkelerde petrol fiyatlarında yaşanmış olan artışlar, 1990'ların sonundaki krizden önemli dersler çıkarmış olan Güneydoğu Asya ülkelerinde 2000 yıllarında başlamış olan cari fazlalar, mal ihracından elde edilen gelirler ile küresel ekonominin büyümesi, cari fazla veren ülkelerde döviz rezervlerinin artması ve son olarak 2008 Krizinden sonra ülkelerin değerlendirilebilecek tasarruflarından oluşmaktadır. 2005 yılından sonra 40'tan fazla ulusal varlık fonu faaliyet göstermeye başlamıştır.

2000'li yılların başındaki yaşanmış olan şiddetli büyüme 2008 Krizinden sonra bir miktar yavaşlamıştır. Bu durum iki nedenden kaynaklanmıştır. İlki, varlık fonları sayesinde gelişmiş ülkelere ciddi kaynaklar aktarılmasının varlık fonu kayıplarına neden olması, ikincisi petrol, doğal gaz ve emtia fiyatlarındaki düşüşlerin görülmesidir. O zamandan beri, varlık fonları gelişmiş ülkeler tarafından kaynak taleplerini canlandırmak için 'son liman' olarak görülmüştür. Çünkü küresel kriz nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin risk oranları yükselirken, özel sektör yatırımcıları ABD, AB ülkeleri ve Japonya gibi gelişmiş olan ülkelerin tahvillerine yatırım yaparak bu ülkelerin borçlanma faizlerini düşürmüştür. Bu durum, varlık fonlarına sahip gelişmekte olan ülkeleri olumsuz etkilemiş ve varlık fonlarının büyüme hızını azaltmıştır (Artus, 2009). Fakat, 2012-2014 yıllar arasında toparlanan varlık fonları, uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak büyümeye devam etmiş ve 2014 yılından itibaren daha da artmıştır. 2022 yılı verisine göre dünyadaki en büyük varlık fonu yaklaşık 9,2 trilyon dolar varlığa sahip Norveç Varlık Fonu'dur.

### **1.3.Ulusal Varlık Fonlarının Özellikleri**

Bildiğimiz gibi ulusal varlık fonları, devlet ve merkez bankasından bağımsız bir şekilde yönetilen, kurumsal bir kimliğe sahip fonlardır. Varlık fonları, ülkelerde yaşanmış olan küreselleşme ve ulusal ekonomik uygulamaların farklılaşması sonucunda inovasyonun simgesi haline gelmiştir (Konukman ve Şimşek, 2017). Varlık fonları bütçe fazlası, ödeme zamanı oluşan denge fazlalıkları ve özelleştirme gelirleri sayesinde elde edilen gelirlerden oluşmaktadır.

Varlık fonlarını diğer fonlardan ayıran temel özellik, bu fonların ‘doğrudan devlete ait, diğer finansal kuruluşlardan bağımsız olup ve bu kuruluşlarda ayrı bir şekilde yönetilen, doğrudan ve acil emeklilik ödeme yükümlülüğü olmayan ve yatırımlarının büyük bir bölümünü çeşitli ve riskli sınıflara yönlendiren’ fonlar olarak tanımlanmasıdır (Engin,2022).

Merkez bankaları, istikrar fonları veya kamu emeklilik fonlarından farklı olarak ulusal varlık fonları, doğrudan veya dolaylı olarak bir yükümlülükleri olmadığı için kazanmış oldukları varlıklarını emeklilik ödemeleri için sabit olarak tutmak zorunda değildir. Bu durumdan dolayı yüksek riskli yatırımlar yapabilirler. Dolayısıyla ulusal varlık fonları istedikleri hedefe ulaşabilmek için kurulacak yerleri coğrafya ve yaratılması düşünülen sektörlerle esasen çeşitlendirebilir, hisse senetleri, özel sermaye, gayrimenkul, borsa varlık fonları gibi stratejik varlık tahsisleri yapabilirler. Başka bir yönden bakmak gerekirse, gelir kaynaklarının çoğunlukla petrol gibi tek bir kaynağa bağlı olduğu için finansal piyasaları çok gelişmemiş olan, küçük, az gelişmiş ekonomilere yatırım yapmaktansa, kazanılmış olan gelir akışını çeşitlendirebilmek için dış pazarlara daha çok yatırım yapmaktadırlar (Çap, 2019).

Araştırmada yapılan bu tanımlardan yola çıkarak esasen varlık fonlarının özelliklerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Engin, 2022):

- Varlık fonları doğrudan devlete aittir,
- Devlet maliyesinden, siyasi kurumlardan bağımsız olarak yönetilir,
- Çeşitli finansal varlık sınıflarına ticari getiri amacıyla yatırım yapar,
- Piyasadan ayrılma niyetleri yoktur,
- Uluslararası piyasalara yatırımlar yaparlar,
- Genellikle yüksek riskli ve uzun dönemli yatırımlar yaparlar.

Ulusal varlık fonları, esasen devlete ait fonlar olduğu için mülkiyet veya yönetim açısından diğer kamu fonlarına benzemekle birlikte, onlardan ayrılan özellikleri aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür (Konukman ve Şimşek, 2017).

*Mülkiyet:* ulusal varlık fonları, merkezi ve yerel yönetimlerin yanı sıra varlıklı ailelere ait olabilirken, diğer devlete ait işletmeler ise merkezi ve yerel hükümet kuruluşlarına aittir.

*Fon kaynakları:* diğer devlet kamu kurumların kendi gelirleri ve devlet paylarından oluşurken, ulusal varlık fonları cari fazlalar, mal ihracından elde edilen gelirler, özelleştirmeye esasen olan gelirler, sosyal sigorta katkı payları, vergi tarafından elde edilmiş gelirler, krediler ve dış yardımlardan oluşmaktadır.

*Yatırım hedefleri ve davranışı:* diğer devlet kamu kurumlarında katma değer ve stratejik/politik amaçlarla başka halka açık şirketlere yatırım yaparken, ulusal varlık fonları makroekonomik istikrarı elde etmek, gelecek nesillere servet aktarımı yapmak, gelecekteki emekli maaşlarını ödemek ve ekonomik kalkınma amaçlarına sahiptir.

*Yatırım portföyü:* diğer kamu işletmelerinde genellikle gerçek varlıklar iken, ulusal varlık fonlarında finansal varlıklar gayrimenkul ve doğrudan yatırımlar gibi alternatif yatırım araçlarıdır.

*Yatırım ufku:* diğer devlet kamu işletmelerinde finansal varlıklar yatırım ufku uzun vadeli, fakat ulusal varlık fonlarında orta ve uzun vadeli olarak bilinmektedir.

*Devlet kontrolü:* diğer kamu işletmelerinde sınırlı veya tam mülkiyete sahip olabilirken, merkez bankaları ve ulusal varlık fonları tamamen devlete aittir.

*Açıklık:* merkez bankasında açıklık en az düzeyde, diğer kamu kurumlarında ve ulusal varlık fonlarında ise sınırlıdır.

Bahsedilmiş olan ulusal varlık fonlarının özelliklerinin diğer kamu kurumlarıyla kıyaslatıldığında farklılıklarını ve benzerliklerini açıkladıktan sonra, UVF'lerin amaçları ve özelliklerine değinmemiz gerekmektedir.

#### **1.4.Ulusal Varlık Fonlarının Kuruluş Hedefleri ve Amaçları**

Küresel olarak aktif olan mevcut ulusal varlık fonlarının ülkelerin ekonomik durumlarına bağlı olarak farklı farklı bir hedefleri vardır. Hedefler, ülkelerin stratejik girişimlerine ve sahip oldukları enerji ve mal kaynaklarına göre değişmektedir. Temel olarak, UVF'lerin ortak hedefleri şu şekildedir: Gelecek nesiller için refah ve tasarrufun artırılması, yenilenemeyen emtia kaynaklarının ve bu kaynakların ihracatının çeşitlendirilmesi, sosyal ve ekonomik kalkınmanın desteklenmesi, altyapı ve üstyapı için finansal kaynak yaratılması yoluyla sürdürülebilir kalkınmanın desteklenmesi ulusal varlık fonlarının hedeflerindedir (Danık, 2019).

Her bir ulusal varlık fonunun farklı kuruluş nedenleri vardır. Kuruluş nedenleri de bir ülkenin ekonomik durumlarına göre ayrılmaktadır. Bu kuruluş nedenleri dört çeşittir (Yayla, 2019). Bunlar;

1. İhtiyatlı bir şekilde, doğal kaynak ihracatçılarının sonraki dönemlerde ulusal kaynaklar tükendiğinde nesiller arası transferler sağlayarak gelecek nesiller için sürekli refah sağlanması. Bu fonlar sayesinde emeklilik sistemi, varlık likiditesi ve finansal gelirler de garanti altına alınmaktadır.
2. Ülkelerin potansiyel rekabet ortamında yaşayabilecekleri beklenmedik krizlerde sahip oldukları avantajları yeniden canlandırmak.
3. Ulusal merkez bankalarının rezervlerinin gelir getirici özelliklerini artırabilmek.
4. Yatırımların ve teknolojilerin yerli sanayiye transferini sağlamak.

Ulusal varlık fonlarının kurulma nedenlerini aşağıdaki Tablo 1.2’de göstermek mümkündür.

**Tablo 1. 2** *Ulusal varlık fonlarını kurulma nedenleri (http-4).*

İktisadi nedenler	Özel nedenler	Açıklama
<b>Sermaye Maksimizasyonu</b>	<i>Nesiller arası zenginliğin dengelenmesi</i>	Nesiller arası eşitlik yaratmak için yatırım yapmak, örneğin yenilenemeyen varlıkları gelecek nesiller için çeşitlendirilmiş finansal varlıklara dönüştürmek.
	<i>Gelecek finansman yükümlülükleri</i>	Emeklilik gibi gelecekteki yükümlülükleri karşılamak için sermayenin gerçek değerini artırmak ve sürdürmek gibi koşullu yükümlülükler.
	<i>Yatırım rezervleri</i>	Daha yüksek uzun vadeli getiri elde etmek ve rezerv tutmanın negatif bilanço maliyetlerini azaltmak için tasarlanmış finansal stratejiler yoluyla fazla rezervlerin yüksek getirili varlıklara potansiyel yatırımı.
<b>İstikrar</b>	<i>Mali işlerin kararlaştırılması</i>	Ekonomiyi yaşanabilecek iç veya dış şoklardan korumak için mali araçların kullanılması.
	<i>Döviz kurunun dengelenmesi</i>	Döviz kurunun Hollanda hastalığının önlenmesi gibi diğer ihracat faaliyetlerini mümkün kılacak bir seviyede tutulmasını sağlamak ve ülke ekonomisine gelen sermayenin uzun vadeli yönetimi için fonun kullanılması
<b>Ekonomik kalkınma</b>	<i>Altyapı yatırımları</i>	Ulaşım, enerji, su yönetimi ve iletişim dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere sermaye varlıklarında yurtiçi kalkınma
	<i>Sosyal altyapı yatırımları</i>	Esnek altyapı gelişimi: insan sermayesi ve bu sermayeni geliştirmiş olan kurumlar. Bu kurumlara eğitim ve sağlık gibi sosyo-ekonomik projeler de dahildir.

[Tablo 1.2. (Devam) *Ulusal varlık fonlarının kurulma nedenleri*]

	<i>Endüstriyel politikalar</i>	Tek bir kaynağa veya finansman kaynağına bağımlılığı azaltmak için çeşitlendirilmiş bir ekonomi oluşumu. Hükümetlerin üretkenliği artırmaya yönelik resmi stratejik çabaları belirli sektörlerdir.
--	--------------------------------	--

Ekonomik kalkınmayı desteklemek amacıyla ulusal varlık fonlarından yararlanan ülkeler, sağlık ve eğitim gibi sosyal yatırımların yanı sıra insan sermayesini güçlendirmek amacıyla ulaştırma, enerji, iletişim ve stratejik sektörlerde altyapı yatırımlarında yapmaktadırlar (Karagül ve Koç, 2016).

Varlık fonlarının amacı, yatırım politikasını güçlendirmek, tasarrufları kısa, uzun ve orta vadede daha da verimli bir şekilde kullanmaktır. Ağırlıklı olarak orta ve uzun vadeli performansa dayalı olan varlık fonları, yurtiçi krizlerde makroekonomik dengeyi korumak için de kullanılmaktadır (Çap, 2019).

Özellikle doğal kaynaklar açısından, zengin ülkelerin sahip olduğu varlık fonlarının ekonomik büyüme ve istikrara katkı sağlamasının yanı sıra, bu kaynakların işletmesinden elde etmiş oldukları zenginliği nesiller arası aktararak kazanca dönüştürmek en büyük amaçlardan biridir. Mevcut nesil sadece şimdiki nesli benimsemekle kalmıyor, aynı zamanda gelecek nesiller de mevcut zenginlikten faydalanmaktadır (Ulussever, 2018).

Ulusal varlık fonlarında görülen temel özelliklerden biri de makro hedefler için kurulmuş olsalar da ülkeden ülkeye spesifik hedeflere sahip olabilmesidir. Ortaya çıkan durum, küresel olarak yayılan ulusal varlık fonlarının oluşturulmasına genel kabul görmüş bir tanım vermenin mümkün olduğu anlamına gelmektedir. Çünkü varlık fonları, genellikle yurt içinde ve yurt dışında çeşitli yatırım stratejileri oluşturmak, sahip oldukları varlıkları kontrol etmek, yönetmek ve geliştirmek amacıyla oluşturulan fonlar olarak bilinmektedir (Kavcıoğlu, 2018).

Bilindiği üzere, ulusal varlık fonlarının birçok farklı amacı olsa da her bir fon genel olarak varlıklarını uluslararası piyasalarda kendi ülkesinin uzun vadeli stratejilerine göre değerlendirmeye çalışır (Ashby, 2011).

Varlık fonlarının amaçları ülkelerin kurdukları fonlara göre değişiklik göstermektedir. Bu farklı hedeflere örnek göstermek gerekirse, nüfusun yaşlanması nedeniyle Japonya’da kurulan emeklilik fonu, stratejik sektörleri desteklemek için

İtalya’da fonların oluşturulması ve yalnızca ülkeye yatırım yapmak için Rus varlık fonlarının oluşturulması varlık fonlarının farklı amaçları olduğunu ispat etmektedir (Karagül ve Koç, 2016). Daha da netleştirmek gerekirse, her varlık fonunun kendine has bir amacı ve hedefi olduğunu görmek mümkündür (Kaya, 2018).

Varlık fonları kurulu olan ülkelerde bazı hedeflere ulaşmak için varlık fonlarının kendi kapsamında belirlediği amaçları vardır. Bu amaçlar üç çeşittir (Kılıçarslan, 2018).

1. Ekonomik büyüme ve ulusal refahı gelecek nesillere aktarılması
2. Makroekonomik politika sayesinde finansal istikrarın sağlanması
3. Ekonomik kalkınmanın desteklenmesi

Bahsi geçen amaçları açıklamak gerekirse:

### **Ekonomik büyüme ve ulusal refahı gelecek nesillere aktarılması**

Başlıktan da anlaşıldığı gibi burada varlık fonlarının amacı, doğal kaynak birikimlerine ait olan fonları uzun vadeli yatırımlar kapsamında değerlendirerek ülke vatandaşlarının gelecek yıllarda ekonomik olarak iyi yaşamalarını sağlamaktır. Toparlamak gerekirse bu fonlar, bugün elde edilen maddi zenginlik ve refahın gelecek nesillere aktarılması için çalışmaktadır.

### **Makroekonomik politika sayesinde finansal istikrarın sağlanması**

Varlık fonları, ülkelerde ortaya çıkan ekonomik krizler ve ekonomik dalgalanmalara karşı finansal istikrarı sağlamak için çalışmaktadır. Yaşanmış olan şoklardan etkilenmeyen, finansal piyasaların dengesini kontrol eden ve başlatılmış büyük projelerde istikrarı sağlayan konularda aktif olarak yer almaktadırlar. Öte yandan, doğal kaynak ihraç eden ülkeler açısından varlık fonlarının amacı, ülke ekonomisini özellikle petrol fiyatlarında dalgalanmalara karşı korumak ve yeni yatırım alanları sağlayarak ekonominin çeşitlenmesine yardım etmektir.

### **Ekonomik kalkınmanın desteklenmesi**

Ekonomik kalkınmayı desteklemek için devlet varlık fonları kullanan ülkeler, beşerî sermayeyi güçlendirmek için sağlık ve eğitim gibi sosyal yatırımlar ile ulaşım, enerji, iletişim ve stratejik sektörlerde altyapı yatırımları yapmaktadır.

Yukarda açıklanmış olan bu amaçlar sayesinde her bir ülke kendi ekonomik durumu ve refahı için belirlediği hedeflere kolaylıkla ulaşabilmektedir.

Varlık fonları, kuruluş amaçlarına ve yönetilen fonların kaynağına göre de alt kategorilere ayrılabilirler. Kuruluş amaçları varlık fonları; finansal denge fonları, sermaye fonları, tasarruf fonları, kalkınma fonları ve emeklilik fonları olarak beş gruba ayrılmaktadır (Allen ve Caruana, 2008). Varlık fonları geleneksel olarak, yönetilen varlıkların kaynağına göre; emtia bazlı varlık fonları ve emtia bazlı olmayan varlık fonları olarak ikiye ayrılmaktadır. Emtia getirisine dayalı olmayan varlık fonları, genellikle Güney Kore ve Çin gibi ülkelerde dış ticaret fazlalarını sayesinde kurulan fonlardır (Wilson, 2022).

Ulusal varlık fonları ağırlıklı olarak hammadde ihraç eden ülkeler tarafından uygulansa da bu fonların doğal kaynaklara sahip olmayan birçok ülkelerde kullanılmaya başlanması özellikle dikkat çekmektedir. Norveç'ten Filistin'e, Çin'den Ruanda'ya kadar 81 farklı ülkede ulusal varlık fonlarının kullanıldığı görülmektedir. SWFI'e (2022) göre, UVF'lerin amaçlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Engin, 2022).

- Gelir ve ihracattaki aşırı dalgalanmalara karşı bütçeyi ve ekonomiyi koruyan istikrarı sağlamak.
- Döviz rezervlerinin daha yüksek gelir sağlayan alanlarda kurulması.
- Gelecek nesillere yapılan tasarrufun artırılması.
- Yenilenemeyen emtia ihracatının çeşitlenmesine yardımcı olmak.
- Sosyal ve ekonomik kalkınmayı iyileştirmek için fon yaratmak.
- İstenmeyen likiditeyi dağıtmada finansal kuruluşlara yardımcı olmak.
- Politik bir strateji oluşturmak.
- Hedef ülkeleri için uzun vadede sürdürülebilir sermaye artışı sağlamak.

Ulusal varlık fonlarının yukarda belirtilen amaçları, kazanmış oldukları gelirleri belirli bir emtiaya bağlı olan hükümetlerin bu gelir fazlasını yatırıma dönüştürmek istemesiyle gerçekleşir. Ülkeler tarafından verilen cari fazlalar politika hedeflerini üzerinde birikmeye başladığında bu fazlaları yönetmek için bu tür fonlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu fonların aracılık etmesi sayesinde ülkelerin kısa, uzun vadedeki politikalarına göre yaptıkları yatırımlara göre farklı ülkelerin gelirleri ve birikimleri değişmektedir (Kerkez, 2019).

## 1.5.Ulusal Varlık Fonlarının Kaynak ve Türleri

Devletler faaliyetleri sonucunda yurt içinde ve yurt dışında çeşitli şekillerde elde ettikleri gelirleri, devletin çıkarları sonucunda uzun vadeli yatırım amaçları için kullanmaktadırlar. Elde edilmiş gelirler, ülkelerin kaynaklarına ve yeteneklerine bağlı olarak değişmektedir. Bu durum ülkeler daha çok hangi alanda gelişmişse ona göre bir değişim vadetmektedir. Bilindiği gibi, bazı ülkeler sahip oldukları petrol, doğal gaz ve doğal kaynaklardan gelir elde ederken, diğer ülkeler de yaratmış oldukları döviz rezervlerinden gelir elde etmektedir. Sonuç olarak net bir şey söyleyecek olursak, ülkeler kendi kaynaklarını verimli şekilde kullanarak elde edilmiş olan dış ticaret sayesinde kazanılmış fazlalıklar veya tasarrufları kullanarak ulusal varlık fonları yaratmak için kaynak oluşturmaktadır (Çöllü, 2019).

Varlık fonlarının rolleri, etkileri ve amaçları ülkelerin finansal, sosyal ve politik durumlarına bağlı olarak bazı farklılıklar gösterebilmektedir. Tek bir konuya bağlı olarak, etki alanları daha dar olan fonlar olmakla birlikte, pratik olarak birden fazla nesnesi olan ve etki alanları diğerine göre daha da geniş olan varlık fonları da bulunmaktadır. Ulusal varlık fonlarının verimli kullanımı yoluyla daha yüksek getiri sağlamak ve ortaya çıkan serveti genişletmek ve çeşitlendirmek gibi büyüme hedeflerin yanı sıra, kuşaklar arası iş birliğinden de sıklıkla bahsedilmektedir. Sermaye aktarımı ve gelecek nesillerin bu zenginlikten nasıl faydalanacağı bu fonların yaratılma nedenlerinden biridir. Ayrıca, finansal ve ekonomik istikrar, varlık değeri ve finansal piyasa dalgalanmalarının yönetimi, petrol ve doğalgaz gibi belirli sektörlerde ekonomik bağımlılığın azaltılması ve enerji, savunma alanındaki stratejik teşviki de önemli nedenler arasında sayılmaktadır (Ulussever, 2018).

Varlık fonları kullanan ülkeler üç farklı strateji kullanırlar: ilk olarak, kaynak ihraç eden ülkeler ulusal varlık fonlarını genellikle hükümetten veya vergilendirilmiş mallardan elde edilen gelirlerle finanse ederler. Norveç ve Birleşik Arap Emirlikleri bu kategoriye ait ülkelerdendir. Bazı ülkeler ise, ticaret dengesi fazlasından (doğal kaynaklar hariç) oluşan döviz rezervi fazlasında varlık fonlarını finanse eder. Çin, Singapur ve Güney Kore ülkelerindeki kurulmuş olan fonlarını ticaret dengesi fazlasından finanse etmeyi seçmişlerdir. Son olarak da uluslararası piyasalardan borçlanarak, kısmen de olsa ulusal varlık fonlarının finanse eden ülkeler vardır. Bu borçların tamamen kullanılmaması durumunda devlet, bakiyenin rezervlere veya ulusal varlık fonlarına aktarılmasına karar

verebilir. Belirlenen bazı hedeflere ulaşmak ve bu hedefleri uygulamak için kendi kaynakları kullanmak üzere ulusal varlık fonlarını kurmaya karar veren egemen ülkelerin sayısı yıllar geçtikçe artmaktadır (Balin, 2008).

Ulusal varlık fonlarının mevcut yapısına bakmak gerekirse, kurulmuş olan tüm fonların şeffaflık, büyüklük, kaynaklar gibi birçok açıdan farklılık gösterdiğini görebiliriz (SİM, 2017).

Varlık fonları birkaç farklı şekillerde sınıflandırılabilir. Bu fonlar finansman kaynağına, yönetim yöntemine, amacına, yatırım stratejisine, ev sahibi ülkenin mülkiyetine göre de ayrılmaktadır (Özgül, 2018).

Varlık fonları, ülkelerin sahip olduğu sermaye kaynaklarına göre ikiye ayrılmaktadır.

1. Emtia kaynaklı ulusal varlık fonları
2. Emtia dışı kaynaklı ulusal varlık fonları

### **Emtia kaynaklı ulusal varlık fonları**

Petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynaklardan yapılmış olan ihracatdan elde edilmiş gelirlerden oluşan fonlara *emtia kaynaklı fonlar* adı verilmektedir. Bundan başka, emtia kaynaklı ulusal varlık fonları, emtia ihracatı kazançlarından elde edilmiş olan bütçe fazlalarından oluşmaktadır (Bağdat, 2010). Bu fonlar, ölçeğe göre getirileri dengelemek, nakit gelirlerini dengelemek ve emtia ihracı yoluyla nesiller arası tasarruf sağlamak için tasarlanmıştır. Norveç fonunu da bu fonlara örnek gösterebiliriz. İlk başlarda da söylenildiği gibi, bu fonlar genellikle petrol ve doğal gaz ile ilgilidir, fakat bakır ve elmasa dayalı başka fonlar da vardır (Capape ve Guerrero, 2013).

Son zamanlarda mal fiyatlarındaki hızlı artış nedeniyle, başlangıçta finansal istikrarı dengelemek veya ödemeler dengesini kontrolde saklamak için yaratılan birçok fon sonradan bir tasarruf fonu haline gelmiştir (Çap, 2019).

### **Emtia dışı kaynaklı ulusal varlık fonları**

*Emtia dışı kaynaklı* devlet varlık fonları, emtia kaynaklı devlet varlık fonlarından farklı olarak petrol ve doğal gaz gibi kaynaklardan sağlanmaz. Bu fonların temel kaynakları özelleştirme gelirleri, tasarruf fonları, ihracattan kaynaklanan gelirler ve döviz

rezervleridir (Karagöl ve Koç, 2016). Emtia dışı kaynaklı varlık fonları genellikle, resmi olarak yabancı rezervlerden fon transferiyle yaratılan fonlardır. Büyük cari fazlası ve döviz rezervi olan ülkeler, bu yaratılmış olan fazlalıkları devlet fonlarına aktararak kullanmaktadır. Bu fonlara örnek gösterecek olursak eğer Çin Yatırım Şirketi (CIC) ve Singapur Yatırım Şirketi’ni (GIC) gösterebiliriz.

Emtia bazlı varlık fonları, doğrudan hükümet tarafından toplanan para biriminden türetildiği için genellikle bir ülke ekonomisi üzerinde enflasyonist baskılara neden olmaz. Fakat, emtia dışı varlık fonlarında ise durum tam tersine işlemektedir. Bunlar, ekonomisinde istenmeyen bir baskı oluşturduğundan, uluslararası piyasalarda varlık fonlarına aktarılarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle, Çin, Hong Kong ve Singapur gibi ekonomileri cari fazla veren ülkelerde emtia dışı fonların oluşturulma süreci enflasyonist baskılardan kaynaklanmaktadır (http-1).

Pek çok doğal kaynağı ihraç eden ulusal varlık fonları, büyüyen tasarruf fonlarına dönüşmektedir. En başından beri savunulan nesiller arası para transferi de dahil olmak üzere uzun vadeli hedeflerle, varlık fonları geleneksel olarak çeşitli nedenlerle, en azından kayıplar ve yerel yatırım fırsatlarının olmaması nedeniyle büyük pazarlarda işlem görmektedir (Uslu, 2018). Ekonomik, siyasi ve kültürel birçok farklı değişkenden etkilenen ulusal varlık fonlarının kesin olarak sınıflandırılması oldukça zordur ve literatürde kabul gören sınıflandırmalar ulusal varlık fonlarının türleri olarak bilinmektedir.

**Tablo 1. 3** Varlık Fonları ve Kaynakları (Sovereign Wealth Fund Institute SWFI).

Ülke	Varlık Fonu	Kuruluş Yılı	Kaynağı
Kuveyt	Investment Authority (Yatırım Otoritesi)	1953	Petrol (Emtia)
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund (Gelir Dengeleme Rezerv Fonu)	1956	Fosfat (Emtia)
BAE-Abu Dabi	Investment Authority (Yatırım Otoritesi)	1976	Petrol (Emtia)
Singapur	Investment Corporation (Yatırım Şirketi)	1981	Emtia Dışı
Brunei	Investment Agency (Yatırım Ajansı)	1983	Petrol (Emtia)
Norveç	Government Pension Fund-Global (Devlet Emeklilik Fonu)	1990	Petrol (Emtia)
Hong Kong	Monetary Authority (Merkez Bankası)	1993	Emtia Dışı
Bostwana	Pula Fund	1994	Elmas-Mineral (Emtia)
Azerbaycan	State Oil Fund (Petrol Fonu)	1999	Petrol (Emtia)
Kazakistan	National Fund (Ulusal Fon)	2000	Petrol (Emtia)
Irak	Development Fund (Kalkınma Fonu)	2003	Petrol (Emtia)
Filistin	Investment Fund (Yatırım Fonu)	2003	Petrol (Emtia)
Katar	Investment Authority (Yatırım Otoritesi)	2005	Petrol- Gaz (Emtia)
Güney Kore	Investment Corporation (Yatırım Şirketi)	2005	Emtia Dışı
Libya	Investment Authority (Yatırım Otoritesi)	2006	Petrol (Emtia)

[Tablo 1.3. (Devam) *Varlık Fonları ve Kaynakları*]

Şili	Social and Economic Stabilization Fund (Sosyal ve Ekonomik İstikrar Fonu)	2006	Bakır (Emtia)
Çin	Investment Corporation (Yatırım Şirketi)	2007	Emtia Dışı
Kazakistan	Samruk-Kazyna (Ulusal Refah Fonu)	2008	Emtia Dışı
Rusya	National Welfare Fund (Ulusal Refah Fonu)	2008	Petrol (Emtia)
İran	National Development Fund (Ulusal Kalkınma Fonu)	2011	Petrol-Gaz (Emtia)

Tablo 1.3'te dünya genelinde varlık fonlarını, bunların kuruluş yıllarını ve kaynaklarını gösterilmektedir.

IMF, varlık fonlarını, genellikle yurtdışında uzun vadeli yatırımlar için döviz varlıklarının transferiyle finanse edilen, çeşitli makroekonomik türleri ile kurulan devlet varlık fonları olarak görmektedir (http-3). Ulusal varlık fonları, türlerine göre kendi çapında sınıflandırılrsa da IMF kaynaklı bazı araştırmalarda 5 gruba ayrılmaktadır (Ulussever, 2018).

**Tablo 1.4** *Varlık Fonu Türleri (Allen ve Coruana, 2008).*

Fon Türü	Temel Amacı
İstikrar Fonları	Bütçeyi ve genel olarak ekonomiyi fiyat dalgalanmalarına karşı korumak için kullanılan araçtır. Örnek: Şili İktisat ve Sosyal İstikrar Fonu, Rusya Petrol İstikrar Fonu
Tasarruf Fonları	Ülkenin tasarrufları yatırıma dönüştürerek gelecek nesillerin refahını artırmayı hedefleyen fonlardır. Örnek: Abu Dabi Yatırım Otoritesi, Rusya Ulusal Varlık Fonu.
Rezerv Varlık Fonları	Rezerv kaynaklarıyla bütçe açığı dönemleri için getiri elde etmek. Örnek: Çin, Güney Kore, Singapur.
Kalkınma Fonları	Bu fonlar, ülkenin potansiyel üretimini artıran sanayi politikası ve sosyoekonomik projeler için kaynak sağlamaktadır. Örnek: Birleşik Arap Emirlikleri Mubadala, İran Ulusal Kalkınma Fonu.
Emeklilik Rezerv Fonları	Bütçeye ek kaynak sağlamaktadır. Örnek: Avustralya, İrlanda, Yeni Zelanda Fonları.

### 1.5.1.İstikrar Fonları

İstikrar fonları ülke ekonomisini beklenmedik durumlar ve hızlı fiyat dalgalanmalarına karşı korumak oluşturulmuş fonlardır. İstikrar fonlarının oluşturulmasının sebebi, temel ürünlerin, özellikle petrol gibi doğal kaynakların fiyatlarının veya gelirlerinin dalgalanmasıdır. Aslında istikrar, ekonomik sürdürülebilirlik ve nesiller arası transfer tüm ulusal varlık fonlarının genel amacı olarak kabul edilse de istikrar fonlarının amacı diğer fon türlerinden farklı olarak ekonomiyi dış şokların neden

olduğu dalgalanmalara karşı korumak ve uzun vadede istikrarı sağlamaktır (Abulak, 2008). Bu fonlar, yatırım stratejileri açısından, resmi rezerv yönetimine benzerler ve ağırlıklı olarak sabit getirili araçlara, özellikle kısa vadeli devlet tahvillerine yatırım yapmaktadırlar (Güçlü, 2018).

İstikrar fonları finansal performanstaki döngüsel dalgalanmalara uyum sağlayacak Şekilde tasarlandığından, genellikle nispeten düşük bir risk toleransına sahiptir ve yatırım hedefi, riski düşük ve likiditeyi yüksek tutarak riske göre ayarlanmış getiriye en üst düzeye çıkarmaktır. Bu durum, yatırım performansı ile finansal performansın her ikisinin negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir (Al-Hassan, Brake, Abdullah, 2018).

Yatırım ufku uzun olan kamu yatırım fonları, gerektiğinde piyasanın akışkanlık ihtiyacını karşılayarak piyasadaki yaşanmış olan oynaklığı azaltır ve finansal piyasada istikrarı yaratır. Kriz dönemlerinin getirdiği deneyimlerden yola çıkarak ulusal varlık fonu kurmak isteyen ülkeler istikrarı ana hedef haline getirmektedir (Gomes, 2008).

İstikrar fonlarına ülkelerden örnek göstermek gerekirse, şili'nin Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonunu göstermek mümkündür. şili, bakır, demir, değerli materyalin bulunduğu ülkelerden biridir. şili ekonomisinde tarihsel olarak mineral ve tarımsal sanayi ülkeleri hâkim olduğundan, dış şoklara, özellikle bakır fiyatındaki artışlara karşı gelmek için birçok yöntem kullanılmıştır. İstikrar fonlarına İran ve Rusya'daki petrol istikrar fonlarını da örnek göstermek mümkündür (Kayıran, 2016).

### **1.5.2. Tasarruf Fonları**

Tasarruf fonları, gelecekteki lazım ola bilecek hükümet ihtiyaçları için uzun vadeli zenginliği oluşturmak amacıyla tasarlanmış fonlar olarak bilinmektedir. Birçok yılı kapsadığı için bazen bu fonlar kuşaklararası tasarruf fonları olarak kabul edilmektedir (Singh, 2008).

Devletler net değer, gelecek nesillere aktarılan değerler ile ölçer ve buna göre bir devlet varlık fonunun oluşturulması, nesiller arası eşitliği sağlamak için çözüm yollarından biridir (Masimov, 2021). Temel olarak söyleyecek olursak, tüm varlık fonlarının ortak amacı dönen varlıkları gelecek nesillere aktarmaktır. lkeler bu amaçla çeşitli Şekillerde tasarruf yapabilirler ve bu tasarruf yolları zaman içinde siyasi, ekonomik duruma göre farklılık gösterebilir (Atkinson, 2015).

İstikrar fonları, uzun vadeli refahı sürdürmek amacıyla dönük olarak daha da yüksek getiri elde etmek için genellikle hisse senetleri gibi yurtdışında uzun vadeli ve riskli araçlara da yatırım yaparlar.

Libya Yatırım Otoritesi ve Rus Yatırım Fonlarını tasarruf fonlarına örnek olarak gösterebiliriz. Bu fonlar, yenilenemeyen kaynakları da çeşitlendirilmiş bir varlık portföyüne dönüştürerek Hollanda hastalığı olarak bilinen ekonomik sıkıntıyı hafifletmek için tasarlanmıştır. Örneğin; Libya'nın petrol gelirlerinin Libya Yatırım Otoritesine aktarılmasıyla, ülke para biriminin aşırı değerlenmesi ve ihraç malların fiyatlarının artması sonucunda ortaya çıkabilecek Hollanda hastalığına önlem alınmış olmaktadır (Kayıran, 2016).

1959 yılında Hollanda'da büyük doğal gaz rezervleri keşfedilmiştir. Hollanda'da ihracat bu nedenle önemli derecede artmıştır. Ancak Hollanda'da artan doğal gaz ihracatı ülkenin ekonomisini olumsuz şekilde etkilemiştir (Afandiyev, 2013). 1970'ten 1977'ye kadar Hollanda'daki işsizlik oranı %1,1'den %5,1'e yükselmiştir. Tek ekonomik sorunlar bununla da bitmemiştir. Şirketler doğal gaz alanında ekonomik büyüme fırsatını gördükten sonra doğal gaz yatırımları yapmaya başlamışlar. Yatırımların doğal gaz sektörüne kayması nedeniyle diğer sektörlerde yapılan yatırımlar aksamaya başlamıştır. Bu durumda diğer sektörlerin ülke ihracatındaki payı gerilemiştir. Ülke döviz açısından zengin olduğu için döviz kuru düşer, bu nedenle ithal mallar çok ucuzlar ve insanlar mal ithal ederek ihtiyaçlarını giderirler. Bu durum bazı ekonomistlere göre Hollanda hastalığı olarak adlandırılmıştır (The Financial Times, 2014).

### **1.5.3.Rezerv Fonları**

Bu fonların amacı, ülkenin para birimi değerlerini çeşitli yatırım araçlarında kullanarak kârı artırmaktır. Bu fonlar diğer geleneksel rezervlerin aksine, fazla döviz rezervlerini yönetmek için hisse senetlerine ve diğer araçlara yatırım yapmaktadır. Bu varlık fonlarının portföyleri çok çeşitli ve uzun vadeli (Ceyhan, 2022).

Diğer bir deyişle, rezerv fonları, geleneksel anlamda resmi devlet rezervlerinden farklı olarak yüksek getiri hedefiyle risksiz ve düşük getirili alanlarda daha da etkilidir. Bazı ülkeler, gelecek nesillerin bu refahtan yararlanabilmesi için yüksek getiri sağlayacak şekilde periyodik olarak büyüyen resmi döviz rezervlerini yönetmek için bu tür ulusal

varlık fonlarını oluşturmaya her zaman ön plana almaktadırlar. Varlıkları genellikle resmi devlet varlıkları olarak sınıflandırılan rezerv varlık fonları gelirleri artırmak için oluşturulmuştur. Böylece nispeten pasif ve düşük getirili olabilen resmi rezervler daha etkin kullanılabilir (Weiss, 2008). Güney Kore, Çin ve Singapur bu fonlara sahip olan ülkeler olarak bilinmektedir.

#### **1.5.4.Kalkınma Fonları**

Kalkınma fonları ülkenin büyümesini teşvik eden ve potansiyel üretim düzeyini artırıcı kurulmuş olan sosyoekonomik projeleri ve sanayi politikalarını finanse etmek amacıyla uygun olarak kurulmuştur. Bu fonlara örnek gösterecek olursak, Birleşik Arap Emirlikleri Fonu ve Türkiye Varlık Fonunu söyleyebiliriz. Kalkınma fonları; ilki, ağırlıklı olarak ulusal düzeyde yatırım yapan ve şirketlerin dünya pazarındaki rekabet gücünü artıran kalkınma fonları, ikincisi ise refah seviyesini yükseltmeye çalışan kalkınma fonları olarak iki çeşittir (Engin, 2022).

Kalkınma fonları, genellikle öncelikleri altyapı olarak sosyoekonomik projelere kaynaklarını tahsis etmeyi amaçlarlar. Diğer bir deyişle, kalkınma fonlarının amacı, ülkenin büyümesine ve kalkınmasına teşvik eden sosyoekonomik projeleri ve sanayi politikalarını finanse etmektir. Aynı zamanda, kalkınma fonları oluşturan ülkelerin karşılaştırılmalı üstünlüğe sahip olduğu sektörlerle yatırım yapmak, büyük yatırım projelerini finanse etmek, ülkenin sanayi ve teknolojik önceliklerini belirlemek gibi bazı hedefleri vardır (Al-Hassan, 2013).

Dixon ve Monk'a göre; ülkenin kalkınma stratejisine yönelik kamu harcamalarının yanı sıra başta eğitim ve sağlık hizmetleri olmak üzere çeşitli sosyal harcamalar için kalkınma fonlarından kaynak alınmaktadır. Aynı zamanda, bu fonların ülkenin küresel sermaye piyasasındaki risk profilini azaltmak ve kalkınma açısından ülkenin finansal kaynaklarını daha verimli kullanmak gibi amaçları vardır (Aguilera, 2015).

#### **1.5.5.Emeklilik Rezerv Fonları**

Emeklilik rezerv fonları, nüfusun yaşlanması nedeniyle ortaya çıkabilecek gelecekteki emeklilik yükümlerinin finanse etmek için kullanılmaktadır. Bu fonlar aynı tasarruf fonları gibi ülkenin uzun vadeli tüketim tasarruf dengesi için yaratılmıştır.

Emeklilik rezerv fonları uzun vadeli ve riskli yatırımlar yapmakta ve emeklilik yükümlülüklerini ancak gelecekte yerine getirebilmektedir (Truman, 2007).

Diğer açıdan bu fonları açıklayacak olursak eğer, bu fonlar beklenmedik bir dönemde ve belirsiz düzeyde doğabilecek emeklilik ödemelerinden doğan yükümlülükler için devlet bütçesinde rezerv kaynağı oluşturmak üzere kurulmuştur. Bu fonlara örnek olarak, Avustralya ve Yeni Zelanda'nın fonlarını göstermek mümkündür. Bu fonlar, yaşlanan bir nüfusla ilişkili emeklilik maliyetlerini karşılamaya hazırlık olarak varlıklarının çoğunu stokta tutan emeklilik fonları olarak bilinmektedirler (Kanıslı ve Bozdoğan, 2023).

## **1.6. Ulusal Varlık Fonları Hakkında Olumlu ve Olumsuz Görüşler**

UVF'ler uluslararası arenada ve var olduğu devletlerde yatırımlar yoluyla devletlerin kalkınmasına ve ekonomik istikrarına katkıda bulunduğu için bunlar hakkında birçok olumlu görüş vardır. Bu olumlu görüşlerin birkaçı aşağıda yer almıştır.

- ❖ Yıllar içinde faaliyetleri geniş çapta kamuoyuna duyurulan varlık fonları, mali bir krize neden olmamıştır. Bunun yerine, son mali kriz sırasında sisteme likidite sağlamış ve piyasanın dengede kalması için yardımcı olmuştur (Vural, 2011: 16).
- ❖ UVF'ler, kısa vadeli şokları, kur ve finansal etkileri azaltmak için kullanılmaktadır. Piyasa fiyatlarının oynaması nedeniyle olumsuz etkileri ortadan kaldırma, tasarruf amaçlı yatırımlara yön verme, büyük projeleri ve uzun vadeli yatırımları gerçekleştirme gibi özelliklere sahiptir ve ekonomik sistemde önemli bir yer tutmaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 8).
- ❖ Başarılı bir yöntemle yönetilen UVF'ler daha çok riski olan yatırımlara yönlendirilirse kaynak ülkeye daha yüksek getiri sunarak rezerv varlıkların fırsat maliyetini düşürürler (Sürekli, 2015: 4).
- ❖ UVF'ler, şirketlere ve finansal kuruluşlara ihtiyaç duydukları temel sermayeyi sağlar. Bu fonlar uzun vadeli fonlar olarak bilinir ve dolayısıyla yatırım yapmış oldukları şirketlerin istikrarına katkıda bulunurlar. Fonun yatırımları, sermayesi yetersiz olan ve kısa vadeli finansal sorunlar nedeniyle ek sermaye alamayan şirket ve bankaların hayatta kalmasına yardımcı olurlar. Bu fonlar, yatırım stratejisine olan güven nedeniyle fonun yatırım yaptığı şirketlerin hisselerinin değeri uzun vadede yükseltmektedir (Makhlof, 2010: 39).

- ❖ UVF amaçları için genel olarak doğal kaynaklara güvenen ülkeler, rekabet avantajı elde edebilmek ve bu avantajları çeşitlendirmek için ekonomik alan yaratabilecektir, bu da uzun vadede sürdürülebilir büyüme ve daha rekabetçi bir ekonomi ile sonuçlanmaktadır (Şimşek ve Eren, 2018: 34).
- ❖ UVF'ler, kısa vadeli yatırımları karşılamayan kaldıraç etkisi kullanan, kâr amacı olmayan uzun vadeli bir yatırımdır ve kriz zamanlarında uluslararası finans piyasasını dengeleyici bir etkiye sahiptir (Gomes, 2008: 1-6)
- ❖ UVF'ler, uzun vadeli yatırım tabanını hisse senetlerine, şirket tahvillerine, gelişmekte olan piyasa varlıklarına, özel sermaye ve gayrimenkul gibi riskli varlıklarla genişletmektedir (Beck ve Fidora, 2008: 24).
- ❖ Varlık fonları, uluslararası bir coğrafi alanda ekonomik kalkınmaya ve büyümeye rehberlik yaparak makro istikrarı ve nesiller arası sürdürülebilirliği önemli ölçüde desteklemektedirler. Özellikle dalgalı bir piyasa yapısında fonların bu dalgalara karşı koruma amaçlı hareket edeceği öngörülür (Karasioğlu ve Göktürk, 2017: 10).
- ❖ Uzun bir ufku olan UVF'ler, piyasa oynaklığının azaltılmasına yardımcı olmaktadır. Bu fonların hızlı bir şekilde büyümesine, uzun vadeli olarak riskli yatırımlar için yatırım tabanını genişletmekte ve yaşanmış olan küresel bir finansal istikrarı olumlu bir şekilde katkı sağlamaktadır (Beck ve Fidora, 2009: 362-365).
- ❖ Dış ekonominin yaşamış olduğu saldırıların yıkıcı etkilerini azaltmak niyetiyle belirli olan stratejik amaçlar için ulusal kaynakları daha da etkin bir şekilde kullanmak adına klasik ekonomik/politik araçlara ek olarak UVF gibi alternatif araçların devreye alınması çok önemlidir (Yamak ve Saygın, 2017: 69).
- ❖ UVF'nin kuruluşları için uzun vadeli mali destek sağlamak sürdürülebilir ekonomik büyüme oranlarına ulaşmasında, düzenli iş artışı yaratılmasında, ekonomik istikrarın sürdürülmesinde önemli bir rol oynamakta ve olumlu bir etki yaratarak piyasaların istikrara kavuşmasına yardımcı oldukları için önemli dış ticaretin ve dış politikaların araçları olarak dikkat çekmektedir (Sarısu, 2016: 235).

UVF'lere ilişkin birçok olumsuz görüşte vardır. Bu olumsuz görüşler aşağıdakilerdir.

- ❖ UVF'lerin sağlamış oldukları faaliyetlerinin yeterli bir şekilde şeffaf olmaması, piyasada yaşanmış olan belirsizliğe ve yatırım yapılan ülkelerde ulusal güvenliğe zarar verebilmektedir. Bu fonlar devlete ait oldukları için piyasada rekabeti engelleyebilmektedir (Yereli ve Yaman, 2017: 84).
- ❖ Şeffaflık ve hesap verebilirliğin yokluğunda UVF'nin özelliklerini ve etkinliğini değerlendirmek oldukça zordur. Bu karmaşıklık, küresel finans piyasalarında büyük yatırımları olan ülkelerde şeffaflık ve hesap verebilirlik konusunda artan şüphelere yol açmıştır. Bunun dünya ekonomisi üzerinde, özellikle ticaret ve finansal korumacılık üzerinde potansiyel olumsuz etkileri olmuştur (Bahgat, 2008).
- ❖ Varlık fonlarının yabancı yatırımcıların iç varlıklarına önemli ölçüde yatırım yapması, iç varlıklara olan talebin yanı sıra, iç varlıkların aşırı değerlendirilmesine de neden olabilmekte ve sisteme akışkanlık katarak kullanılmış olan para politikasını karmaşıktırabilmektedir (Allen ve Caruana,2008: 11).
- ❖ UVF'nin şeffaf olmaması fonun yatırım faaliyetlerini gölgede bırakmakta, fonun yönetim ve risk yönetimi konularının gözden kaçmasına neden olmaktadır. Fon faaliyetlerinin sınırlı olarak ifşa edilmesi, fon yönetimi ve yönetişiminin değerlendirilmesini ve dolayısıyla fon yöneticileri tarafından kötü yönetim veya yolsuzluğun tespit edilmesini zorlaştırmaktadır. UVF'nin kötü yönetilmesinden kaynaklanan önemli olan hatalar, özellikle de belirli olan sektörlerde yoğunlaştığında ulusal veya küresel pazarları etkileyebilmektedir (Weiss, 2009: 9).

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2.Dünya’da Ulusal Varlık Fonu Uygulamaları

#### 2.1.Dünya’da Ulusal Varlık Fonları

Dünya genelinde ulusal varlık fonlarının kuruluşunun 1950’li yıllara kadar dayandığı görülmektedir. Devlet girişimciliğinin önemli olarak bilinen örneği ulusal varlık fonlarında yaşanmış olan yükseliş, küresel finansal bir sistemde devlet egemenliğinin yeniden kurulmasına yol açan yeni sistem olarak bilinmektedir. Artık ağırlıklı olarak ulusal yatırım fonlarına yatırım yapan ülkeler, belli bir ülkesel alana ek olarak, bu fonlar aracılığıyla diğer ülke topraklarında bulunan kurum, kuruluş ve sahaları kendi kontrolleri altında tutabilmektedir. Bu fonlar aracılığıyla devlet tasarrufları daha da genişlemiştir (Haberly, 2011).

Gelecek nesillerde ekonomik durum büyüdükçe ve ulusal refah arttıkça, dünya ulusal varlık fonlarını üç ana başlık altında toplayabiliriz: dünya varlık fonlarının faaliyet amaçları, finansal istikrar ve makroekonomik politika yoluya ekonomik kalkınmayı desteklemek. Ülkeler, özel olarak kendi hedef ve stratejilerine dayanmaktadırlar. Varlık fonları, özellikle petrol gibi tek kaynağa dayalı olan ülkeler, mevcut servetlerini gelecek nesillere aktarabilir ve çeşitlendirebilirler. Bu fonlar finansal istikrarı sağlamaya, ekonomiyi iç ve dış etkilerden korumaya ve kısa vadeli sermaye hareketlerini ortadan kaldırmaya yardımcı olur. Ekonomik kalkınmayı desteklemek için varlık fonlarını kullanan ülkeler, ulaşım, enerji, iletişim ve stratejik departmanlara altyapı yatırımı hariç, insan sermayesini güçlendirmek için sağlık ve eğitim gibi sosyal yatırımı gerçekleştirmektedir (Çetinkaya, 2017).

Ulusal varlık fonları giderek daha da popüler hale gelmektedir. Varlık fonlarının toplam yatırım portföyünün ölçeğinin 7-8 trilyon dolara ulaşabileceği tahmin edilmiştir. Bu fonların kaynakları genellikle gelir (Çin,Kore vb), emeklilik fonları (ABD, Kanada, Danimarka vb) veya doğal kaynak gelirlerinden (Katar, Norveç, Rusya vb) oluşmaktadır. Ulusal varlık fonları ayrıca bazı ülkelerdeki yatırım fonlarının işlevini görmektedir. 2011 yılında İtalya’da bir varlık fonu kurulmuş ve bu fon 2016 yılında daha da gelişmiştir. Bu fon, stratejik olarak kabul edilen şirketlere sermaye katkısı vermektedir. Benzer şekilde, 2014 yılı aralık ayında İrlanda’da aynı amaçları hedefleyerek “Irish Strategic Investment

Fund”u kurmuştur. Latin Amerika ülkesi Brezilya’da 2008 yılında bu fondan kurulmuştur. Bu fonlar kendi aralarında anlaşma yaparak ortak yatırımlar da yapabilmektedirler. 2011 yılında Rusya’da kurulan “Russian Direct Investment Fund”, Rusya’da stratejik alanlarda doğrudan finansal yatırım teşvik etmek için yabancı yatırımcılarla ortak girişimler kurulabilmekte, sermaye desteği sağlayabilmektedir (Dedeoğlu, 2016).

Bağımsız bir kimliğe sahip olan ulusal varlık fonları, kısa vadeli performanstan çok uzun vadeli performansla ilgilendikleri için çeşitli sektör ve ülkelerde yüksek getirili yatırımlar yapmak isteyen şirketlerdir. Petrol satışlarında oluşan bütçe fazlasını kullanan ülkeler, literatürde “Hollanda hastalığı” olarak bilinen ekonomik krizden kaçınmak için paralarının çoğunu yurtdışına yatırmaktadırlar (Kerkez, 2019).



Şekil 2. 1 Dünya’da ulusal varlık fonları (http-5).

## 2.2. Dünya’da Ulusal Varlık Fonu Örnekleri

Ulusal varlık fonlarının hedeflerinin veya farklı amaçlara yönelik yatırım boyutlarının küresel ekonomik sistemdeki önemi her geçen gün artmakta ve bu durum devletin finans piyasasına aktif olarak katılmasını sağlamaktadır. Bu kadar büyük bir finansal büyüklüğe ulaşan yatırım kümesinin hala tam olarak anlaşılmamış olması, şeffaflık ve hesap verebilirlik konusunda eksiklerin olması, piyasada zaman zaman

çalkantıların yaşanmasına sebep olabilmektedir. UVF'lerin genel yapısına bakıldığında homojen olarak sınıflandırılmasa da en azından UVF yaygın olan ana kavram hatları, özellikle 2000'li yıllardan sonra büyük ölçüde akademik araştırmalarda ortaya çıkmıştır (Kuçlu, 2020).

Yapmış olduğumuz çalışmanın bu bölümünde, dünya genelinde en büyük 10 ulusal varlık fonunu seçerek işleyiş konuları anlatılmaktadır. Bahsi geçen fonlar UVF'nin yapmış olduğu sıralamada en yüksek varlık büyüklüğüne esasen belirlenmiştir. Aşağıda verilen Tablo 7'de bu fonlar hakkında kısaca bilgi verilmiştir.

**Tablo 2. 1 Dünya genelinde en büyük 10 Ulusal Varlık Fonu (http-5).**

	Ülke	Ulusal Varlık Fonu	Varlık Büyüklüğü (Milyon USD)	Kuruluş Yılı	Kaynak
1	Norveç	Government Pension Fund	1.371,81	1990	Petrol
2	Çin	China Investment Corporation	1.350,86	2007	Emtia dışı
3	Çin	SAFE Investment Company	1.019,60	1997	Emtia dışı
4	BAE	Abu Dhabi Investment Authority	853	1976	Petrol
5	Kuveyt	Kuwait Investment Authority	750	1953	Petrol
6	Singapur	GIC Private Limited	690	1981	Emtia dışı
7	Suudi Arabistan	Public Investment Fund	650	1952	Petrol
8	Çin-Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	514,2	1993	Emtia dışı
9	Singapur	Temasek Holdings	496,5	1974	Emtia dışı
10	Katar	Qatar Investment Authority	475	2005	Petro/Doğal gaz

Tablo 2.1'de görüldüğü gibi, Norveç Emeklilik Fonu en büyük varlık büyüklüğüne sahip olan ulusal varlık fonudur. Ondan sonra Çin'de 2007 yılında oluşturulmuş olan fon da hemen hemen Norveç fonuyla yakın varlık büyüklüğüne sahiptir. Petrol kaynaklı diğer fonlar da bu iki fonu takip etmektedir. UVF'lerin fonlarının çıkış noktalarının petrol gibi doğal kaynak gelirleri ve döviz rezerv fazlalarını kullanmak isteyen ülkeler olması, bugün ulaşılmış olan fon hacminde bu fonların daha çok paya sahip olmasına ortam yaratmıştır. Tablo 7'de bu durumu açık bir şekilde görmek mümkündür.

### **2.2.1. Norveç Devlet Emeklilik Fonu (Norway Government Pension Fund Global-GPFG).**

Dünyanın en zengin ekonomilerinden birine sahip olan Norveç, insani gelişme endekslerinde uzun yıllardır üst üste birinci sırada yer almaktadır. Bu ekonomik başarının çoğu, Norveç'in doğal kaynaklara sahip olması ve bu doğal kaynakların kullanımını dikkatli bir şekilde yönetme becerisinden kaynaklanmaktadır. Bu kaynaklar içerisinde genel olarak petrol ve doğal gaz sektörü en büyük paya sahiptir. Fakat, 2008 yılında yaşanmış olan küresel krizin ardından petrol fiyatlarında hızlı düşüş yaşandığı için Norveç ekonomisi olumsuz etkilenmiş ve kişi başına düşen gelir (KBMG) 3 yılda yaklaşık 30.000 \$ azalmıştır (Kerkez, 2019).

Norveç Devlet Emeklilik Fonu, Kuzey Denizi'nde petrol keşfedildikten sonra ekonomiyi petrol gelirlerindeki iniş çıkışlardan korumak için kurulmuştur. Bu fon, mevcut ve gelecek nesillerin petrol zenginliğinden yararlanabilmesi için bir finansal rezerv ve uzun vadeli tasarruf planı olarak tasarlanmıştır.

Norveç fonu, varlıklarını ana kaynaklarından (petrol gibi) çeşitlendirilerek bir varlık grubuna kaydırarak gelirini dalgalanmadan korumayı ve istikrara kavuşturmayı amaçlayan en gelişmiş ulusal varlık fonlarından biridir. Bunu yapmak için, genellikle hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmayı tercih etmektedir (Santiso, 2009). Adındaki "emeklilik" kelimesine rağmen, emeklilik yükümlülüğü olmayan Norveç Fonu, Norveç ekonomisinin dengesizliklerinin karşısını almak ve petrol fiyatlarındaki dalgalanmalardan koruyarak yurt dışına yatırım yapmaktadır. Toparlamak gerekirse, Norveç Fonu yapmış olduğu yurt dışı yatırımlarla küresel piyasaların istikrarına katkıda bulunurken, Hollanda Hastalığının zararlı etkilerinden korunarak ekonomiye katkıda bulunabilmektedir (Chevalier, 2009).

Norveç petrolü, 1969'da dünyanın en büyük açık deniz petrol sahalarından biri olan Norveç kıyılarındaki keşfedildi. Aniden satılacak çok fazla petrol olduğu için ülke ekonomisi hemen bu durumdan etkilenmeye başladı. Ekonomik dengesizliklerden kaçınmak için petrol ve gaz gelirlerinin ihtiyatlı bir şekilde kullanılması yönünde "çok erken" karar verildi. 1990'da Norveç Parlamentosu bu durumu desteklemek için yasa çıkarmış ve Norveç ilk fonunu 1996'da Küresel Emeklilik Fonu adı altında oluşturmuştur.

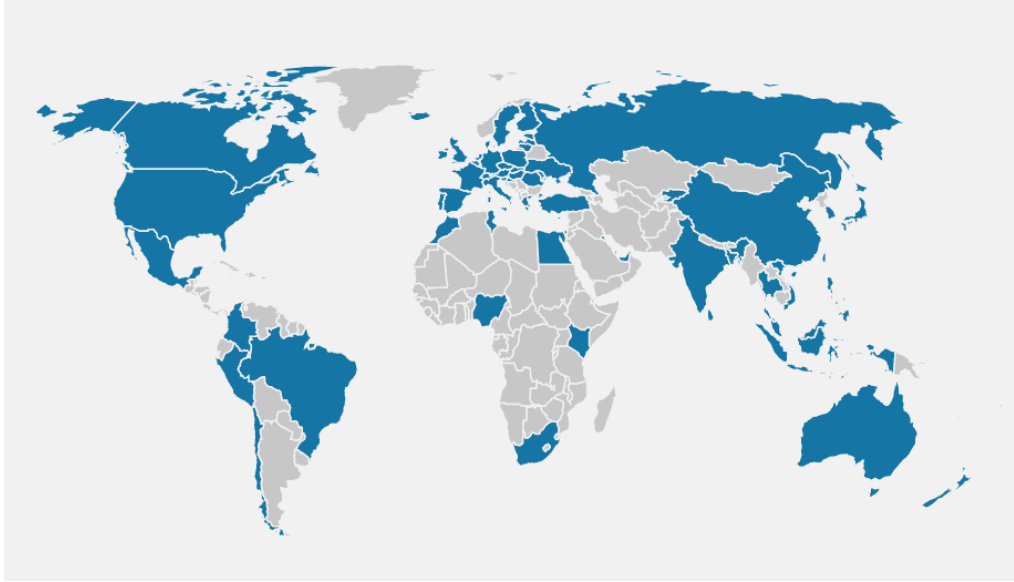
2006 yılında bu fon Government Pension Fund Global (GPF) adını almıştır (Akbulak, 2008). Bu süreç Tablo 2.2’de detaylı bir şekilde anlatılmıştır (Danık, 2019, 55).

**Tablo 2. 2** *Norveç Emeklilik Fonunu Tarihsel Gelişimi (http-6).*

Yıllar	Olaylar
1960	Bir Norveç petrol fonunun oluşturulması fikri, Başbakan Einar Gerhardsen tarafından ortaya atılmıştır. Kaynakları olan uluslararası petrol şirketlerine petrol arama izni verilmiştir.
1966	Petrol arama süreçleri başlamış ve bu dört yıllık süreçte 37 kuyu açılmıştır.
1969	Norveç’te ilk keşfedilen petrol sahası Ekofisk, Kuzey Denizinde olmuştur. Üretime 1971 yılında başlanmıştır.
1974	Maliye Bakanlığı, ülkenin petrol zenginliğinin nasıl kullanılması gerektiğine ilişkin “Petrol operasyonlarının Norveç toplumundaki rolü” başlıklı bir parlamento sunumu yapmıştır.
1983	Norveç Bankası’nın eski başkanı Hermod Skanland’ın başkanlığındaki Tempo Komitesi, hükümetin mevcut, geçici petrol gelirlerini elinde tutabileceği ve yalnızca gerçek gelirleri kullanabileceği bir fon oluşturulmasını öneren bir rapor hazırladı.
1990	Norveç Parlamentosu, Devlet Petrol Fonu’nun kurulması için bir yasa kabul etti. Fonun genel amacı hükümetin uzun vadeli petrol geliri yönetimini desteklemek olmuştur.
1996	Fonun ilk sermaye transferi Maliye Bakanlığı tarafından yapılmıştır.
1997	Yatırımların devlet tahvillerine yapılması kararı alınmıştır. Bakanlık, fonun %40’ını hisse senetlerine yatırmaya karar vermiştir.
1998	Norges Bank Yatırım Yönetimi, Maliye Bakanlığı adına fonu yönetmek üzere 1 Ocak’ta kuruldu.
2000	Fonun gösterge hisse senedi endeksine beş gelişmekte olan piyasa eklenmiştir.
2002	Kurumsal krediler ve menkul kıymetleştirilmiş tahviller, fonun gösterge endeksine dahil edilmiştir.
2004	Fon için etik kuralları belirlenmiştir.
2006	Devlet Petrol Fonu adını Devlet Emeklilik Fonu Global olarak değiştirmiştir.
2007	Maliye Bakanlığı, sermaye yatırımlarında fonun payını %40’tan %60’a yükseltmiştir.
2008	Maliye Bakanlığı, fonun toplam aktifleri içindeki payı %5’i geçmeyen gayrimenkulleri de fonun yatırım evrenine dahil etmiştir.
2009	Fonun belirlemiş olduğu etik kuralları değerlendirilmiştir. 2010 yılında yürürlüğe girmesi gereken yeni düzenlemeler yapılmıştır.
2010	Sabit gelirli varlıklarda buna karşılık gelen bir azalma yoluyla fonun yüzde 5’ine kadar gayrimenkule yatırım yapma yetkisi getirilmiştir.
2011	Fon ilk kez gayrimenkul yatırımı yapmıştır.
2012	Maliye Bakanlığı, kademeli olarak fondaki Avrupalı gayrimenkullerin payını %40’a indirmeye ve gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımları %10’a çıkarmaya planlanmış olduğunu açıklamıştır
2013	Yıllık getiri bu yıla kadar en iyi ikinci getiri olmuş ve piyasa değeri 1.200 milyar kronu aşmıştır.
2015	Bu yıldan itibaren, Etik Kurulu önerileri ile Maliye Bakanlığı yerine Norges Bank ilgilenmiştir.
2017	Fonun toplam varlığı bu yıl ilk defa 1 trilyon dolara ulaşmıştır.
2019	Bu yılda fonun değeri hemen hemen 10.000 milyar krona ulaşmış olup bu değer yarısı yatırımların getirisinden oluşmuştur.
2021	Nisan ayında fonun yenilebilir enerji altyapısına yönelik ilk yatırım açıklandı. Hollanda’da bulunan Borssele 1 ve 2 rüzgâr santralinin %50’si için imza atılmıştır.

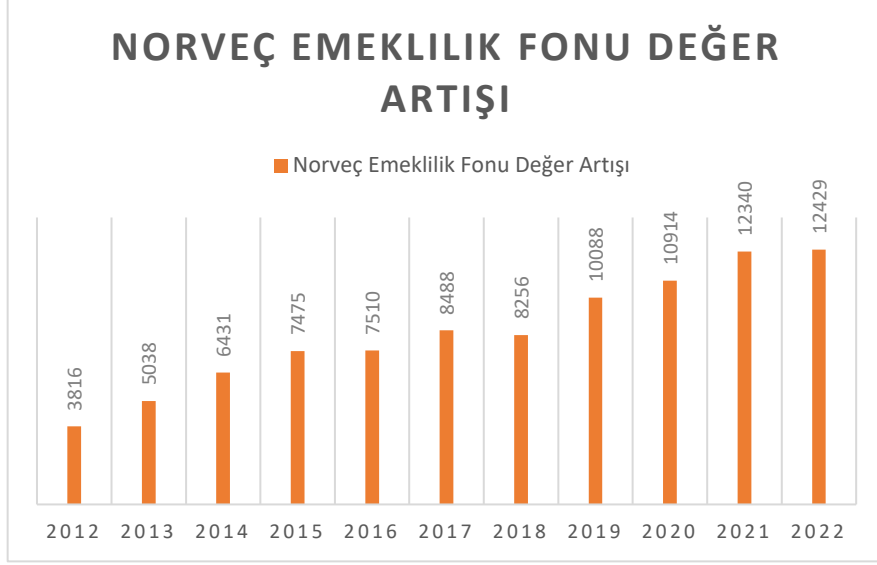
Ulusal varlık fonlarının yönetimi ve işleyişi parlamentonun en üst düzeyinde başlar. Fonu kuruluşu, yönetimi ve denetimi Maliye Bakanlığının sorumluluğundadır. Yönetim organı, Norges Bank Yönetim Kurulu tarafından belirlenen bir genel müdür ve bu genel müdürün belirlediği bir alt kademelerden oluşmaktadır. Norveç Parlamentosu ve Maliye Bakanlığı fon yönetimine ilişkin bazı kurallar oluşturmuş ve fon yönetiminin kontrolü Norges Bank'a bırakılmıştır. Maliye Bakanlığı sonradan bağımsız bir Etik Kurul oluşturmuştur. Etik Kurul, tavsiyesini Norges Bank'ın yönetim kuruluna iletir; komite, ihraç, denetim veya aktif sahiplik konusunda sonuncu kararını verir (Danık, 2019).

Norveç emeklilik fonu 2022 yılında Türkiye dahil olmak üzere 70 ülkeye yatırım yapmaktadır. Fonun yatırım yaptığı ülkeleri Şekil 2.2'de görmek mümkündür.



**Şekil 2. 2** *Norveç Emeklilik Fonun Yatırım Yaptığı ülkeler (http-7).*

Norveç'in Emeklilik Fonu Ocak 2020'de 1 milyar ABD dolarının aşan değeri ile SWFI sıralamasında en büyük yatırım fonlarından biridir (Karagöl ve Koç,2016). Aşağıdaki Grafik' de son 10 yıl içindeki değer artışını görmek mümkündür.



**Grafik 2. 1** *Norveç Emeklilik Fonu Değer Artışı (2012-2022) (http-8 sitesinden alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur).*

Fonun 2021 yılında piyasa değeri 12,340 milyar kron iken 2022 yılında bu değer 12,429 milyar kron olmuştur.

Norveç Emeklilik Fonu dünya çapında 74 ülkede 9123 şirkete yatırım yapmaktadır. Fonun yatırımlarının önemli bir kısmı hisse senetlerine yapılmaktadır. Bu fonun bir kısmı hükümetlere ve şirketlere bir tür kredi işlevi gören tahvillere, geri kalan kısmı ise gayrimenkul ve yenilenebilir enerji altyapılarına yatırım yapmaktadır. Yapılmış olan bu yatırımları, risk tahsisini yönetirken ve hazine stokunu maksimize ederken küresel ekonomik büyümeyi ve değer yaratmayı destekler. Fonun hisselerine bakıldığında Apple, Nestle, Microsoft, Samsung, Alphabet gibi global şirketlerin hisselerine sahip olduğu görülmektedir. Fonun ortalama olarak dünyadaki tüm sermaye şirketlerinin yüzde 1,4'üne sahip olduğunu söyleyebiliriz (Ceyhan, 2022).

Fonun denetimi Maliye Bakanlığı tarafından kontrol edilmektedir. Norveç Devlet Emeklilik Fonu, ülkenin yatırım fonu şeffaflığı konusunda dünyanın en şeffaf fonlarından biridir. SWFI tarafından yayınlanan Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi derecelendirilmesi neticesinde 10 puan üzerinden 10 puan olarak şeffaflık açısından önemli ilerleme göstermektedir.

### **2.2.2. Çin Yatırım Şirketi Fonu**

Çin ekonomisinin yapmış olduğu dış kaynaklara açılma ve liberalleşmesinin yarattığı uluslararası ticaret bağlantıları, ülkenin döviz rezervlerinde önemli bir artışa

neden olmuştur. Çin, ekonomisini serbestleştirdikten ve 2001 yılında Dünya Ticaret Örgütü'ne katıldıktan sonra, elde ettiği rezerv birikimlerini değerlendirmek için 2007 yılında Çin Yatırım Şirketi (China Investment Corporation CIC) adlı bir ulusal varlık fonu kurmuştur (Şimşek, 2015). CIC, küreselleşme politikası kapsamında Çin hükümeti tarafından Çin Ulusal Şirketler Kanunu'na uygun olarak kurulmuş, merkezi Beijing'de bulunan ve kayıtlı sermayesi 1,35 trilyon ABD doları olan bir fon olarak bilinmektedir (http-9).

CIC, şu anda emtia dışı kaynaklar kullanarak kurulan en büyük fonlardan biridir. Fonun Rusya ve Meksika fonlarıyla ortaklıkları bulunmaktadır. Fonun altyapı, gayrimenkul, devlet tahvilleri, özellikle ABD devlet tahvilleri gibi çeşitli alanlarda yatırım yaptığı görülmektedir (Sun, Li, Wang ve Clark, 2014).

Çin Yatırım Şirketi, Çin'nin elde etmiş olduğu döviz varlıklarını çeşitlendirmek için ve kabul edilebilir bir risk durumu dahilinde hissedar olmanın mümkün olan en yüksek getiriyi elde etmek amacıyla kurulmuştur. Küreselleşen dünyada, Çin yatırım alanlarının bölgesel gelişmesinde diğer yatırım fonlarıyla birlikte Çin Yatırım Şirketini çok önemli olarak görmektedir (Danık, 2019). Aşağıdaki Tablo 9'da Çin Yatırım Şirketinin olaylarını görmek mümkündür.

**Tablo 2. 3** Çin Yatırım Şirketi'nin Tarihsel Gelişimi (http-10).

Yıllar	Olaylar
2007	Yatırım şirketi Beijing'de kuruldu.
2008	Risk Yönetim Komitesi ve Yatırım Komitesi kuruldu. Resmi bir internet sitesi açıldı ve Santiago İlkeleri kabul edildi.
2009	Fon ilk yıllık raporunu yayımlandı. Uluslararası bir danışma komitesi kuruldu.
2010	China Investment International kuruldu.
2011	Bir CIC Toronto ofisi kuruldu. Fon Uluslararası Ulusal Varlık Forumu'nun 3. yıllık toplantısını düzenlemesi ve Beijing Deklarasyonunu yayınladı.
2012	CIC International 2015-2016 Stratejik Planı onaylandı.
2013	CIC Yönetim Kurulu Başkanı ve CEO'su olarak Ding Xuedong göreve başladı.
2014	Şirket, Risk ve Performans Analizini sunmaya başladı.
2015	Şirket Central Huijin Asset Management kurdu.
2016	Fon, varlık tahsisi için bir referans portföy çerçevesi benimsemiştir.
2017	Kurul tarafından belirlenen 10 yıllık yatırım hedefi başarılı bir hedef olarak karşılandı.
2018	Devlet konseyi, Çin Yatırım Şirketi'nin 2018-2022 Stratejik Planını onayladı.

[Tablo 2.3. (Devam) Çin Yatırım Şirketi'nin Tarihsel Gelişimi]

<b>2019</b>	Peng Chun Yönetim Kurulu Başkanı CEO olarak, Ju Weimin ise CIC Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı olarak görevlendirildi.
<b>2020</b>	Şirket bir Tahsis ve Yatırım Politikası Komitesi kurmuştur.
<b>2021</b>	Varlık sistemi ve Varlık İzin Sistemi kurulmuştur.

Kuruluşundan bu yana şirket, en iyi yönetim uygulamalarını ortaya koymaya çalışmış ve yönetim kurulu, konsey ve yönetim arasında açık yetki ve sorumlulukların olduğu modern bir yönetim mekanizması oluşturmuştur.

Şirket faaliyetleri Çin Yatırım Şirketi yönetim kurulu tarafından denetlenmektedir. Kurul şirketin faaliyetlerini değerlendirme ve önemli kararlar verme hakkına sahiptir. Yönetim kurulu, hükümetin belirlediği, amaçlara ve ilkelere dayalı olarak şirketin kalkınma destekleyen stratejilerini, işletme talimatlarını ve yatırım yapmak için olan planlarını denetler ve onaylar. Ayrıca şirket stratejilerinin uygulamaları hakkında karar verme yetkisine sahiptir (http-9).

CIC'nin iki önemli yatırım hedefi vardır. İlk hedef uzun vadeli sermaye getirisini en üst düzeylere çıkarmak amacıyla çeşitlendirilerek bir yabancı finansal araç portföyüne yatırım yapmak olduğunu söylemek mümkündür. İkinci hedefse, tamamına sahip olduğu bağlı kuruluşu Central Huijin'in değerini koruyarak ve artırmak amacıyla yasalara uygunluk sağlayan bir hissedar olarak devlet mali varlıklarını aktifleştirmektir (http-24). Diğer birçok ülkenin aksine Çin UVF'ye sahip diğer ülkelerden farkının sebebi, enerji ve başka doğal kaynaklar söz konusu olduğundan fakir bir ülke olarak bilinmektedir. Bu nedenle, enerji ve kaynak güvenliğini sağlamak ve ülke ekonomisini geliştirmek için ulusal ihtiyacı karşılamak üzere CIC kurulmuştur (Liew ve He, 2012).

Fon'un yatırım faaliyetleri dört ilkedden ibarettir ve bunlar aşağıdaki gibidir (CIC, 2017).

1. Fon, finansal yatırımcıdır ve portföyündeki şirketleri yönetmeyi amaçlamaktadır.
2. Fon, ticari olarak yatırım yapar. Yapmış olduğu yatırımlar uzun vadeli, sürdürülebilir ve risk aralıdır.

3. Fon, sosyal sorumluluğunu özenli olarak yerine getiren, yatırım yapmış olduğu ülke veya bölgelerin yasa ve düzenlemelerine uygunluk gösteren sorumlu bir yatırımcıdır.
4. Fon'un yatırım kararlarına, araştırma ve ticaret getiri oranlarına göre yapılmaktadır.

Fon, bir finansal yatırımcı olarak uzun vadeli yatırım ve risk çeşitlendirmesi ilkelerine göre hareket eder. Yurt içi ve yurt dışında öz sermaye yatırımları yaparak çeşitlendirme sağlamayı hedeflemektedir. Fon, dünya çapındaki 200 milyar dolarlık yetkili sermayesinin %50'sinden fazlasını yatırım yapmıştır. Tahsis edilmiş olan küresel yatırımlar, CIC International ve CIC Capital olarak bilinen alt bölümler tarafından yönetilmektedir. CIC International, tüm yurtdışı yatırım portföyünü yönetmek için Eylül 2011 yılında kurulmuştur (Sun, 2014).

Çin'de genel olarak beş adet ulusal varlık fonu bulunmaktadır. Bu ulusal varlık fonlarının kuruluş tarihi, kuruluş amaçları aşağıda gösterilmiş olan Tablo 2.4'te detaylı şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 2. 4** Çin Ulusal Varlık Fonları (Şimşek, 2017).

	<b>China Investment Corporation</b>	<b>Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio</b>	<b>SAFE Investment Company</b>	<b>China National Social Security Fund</b>	<b>China-Africa Development Fund</b>
<b>Kuruluş Yılı</b>	2007	1993	1997	2000	2007
<b>Kuruluş Yeri</b>	Beijing, Toronto, Hong Kong	Hong-Kong	Hong-Kong	Beijing	Beijing
<b>Resmi Amaçlar</b>	Yatırım getirisini maksimize eden döviz rezervlerinin çeşitlendirilmesi	Döviz kuru sistemi içinde para istikrarını sürdürmek Hong Kong'un mali altyapısını korumak ve geliştirmek de dahil olmak üzere uluslararası bir finans merkezi olarak konumlarını korumak.	ABD dolarının değerindeki dalgalanmalara maruz kalmayı azaltmak için döviz rezervlerinin çeşitlendirilmesi	Gelecekteki sosyal güvenlik maliyetlerini finanse etmek için devletin rezerv fonudur. Fonun amacı, emeklilik fonlarının gerçek değerini korumaktır.	Hibeler ve kredi yoluyla Afrika ekonomilerini geliştirmek

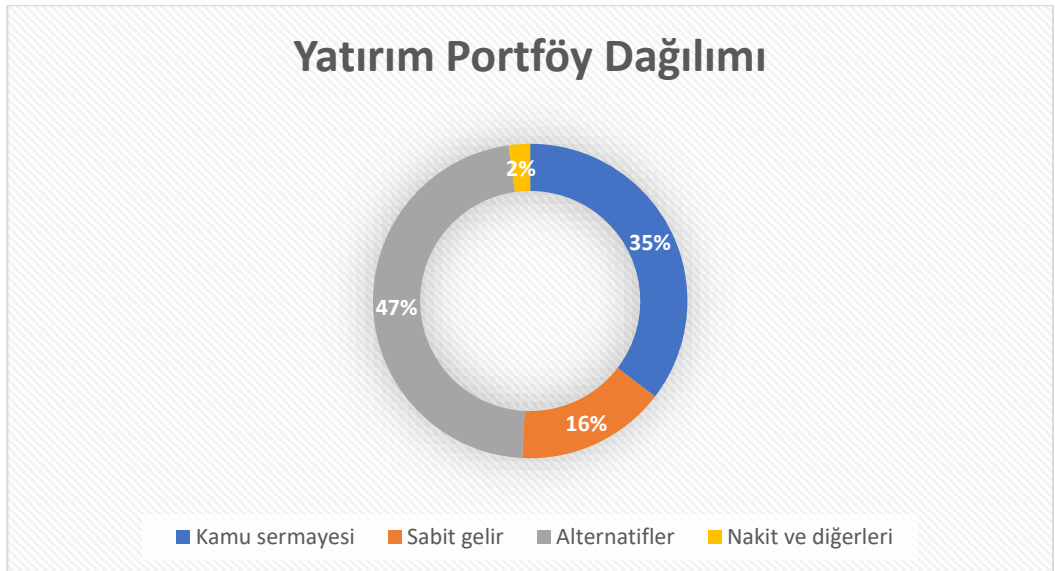
[Tablo 2.4. (Devam) Çin Ulusal Varlık Fonları]

<b>Devlet Adına Sahibi</b>	State Council	Exchange Fund Ordinance and the Banking Ordinance	People's Bank of China	National Council for Social Security Fund	China Development Bank
----------------------------	---------------	---	------------------------	---	------------------------

CIC'nin 2021 yıllık raporunu inceleyecek olursak eğer, bu fonun yurtdışı yatırımları ABD doları bazında %14,27 net getiri sağlamıştır. Araştırmalara göre, 10 yıllık net getiri %8,73'e, 10 yıllık performans hedefleri 296 puana ulaşmıştır. 2021 yılı itibariyle, Central Huijin'in yönetimi altındaki toplam devlete ait finansal varlıklar, yıl başına göre %7 artışı 5,58 trilyon CNY'ye ulaştı. CIC'nin toplam varlıkları 1,25 trilyon ABD doları net varlık ile 1,35 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır ([http-11](#)).

Çin Yatırım Şirketi kurulduğu zamandan bugüne kadar misyonunu amaçları çerçevesinde ilerletmek için çalışmaktadır. Çin Yatırım Şirketi, kendi denetimlerinin ve şeffaflık ilkelerine büyük önem vermektedir. Yönetimin ve üst yönetimin etik davranışlarını kontrol etmek için bir denetleme kurulu oluşturulmuştur ([http-12](#)).

CIC'nin yatırım portföy dağılımı 2021 yılı için olan görünümü ve yatırım stratejileri Grafik 2.2'de gösterilmiştir.



**Grafik 2. 2** CIC yatırım portföy dağılımı ([http-13](#) sitesinden alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur).

Şirket, genel olarak kabul görmüş ilke ve uygulamaları olan Santiago İlkelerini benimsemiş ve uygulamıştır. Bu itibarla, Uluslararası UVF Çalışma Grubu'nun (IFSWF) bir üyesidir. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi derecelendirmesinde 8 puan alarak şeffaflık düzeyi için yeterli bir puana sahiptir. Ayrıca şirket 2008'li yıllarda faaliyet raporları hazırlayarak bu raporları kamuoyu ile paylaşmaktadır. Fonun resmi internet sitesinde şirketin kuruluşu, yönetimi ve denetimi açık bir şekilde paylaşılmıştır.

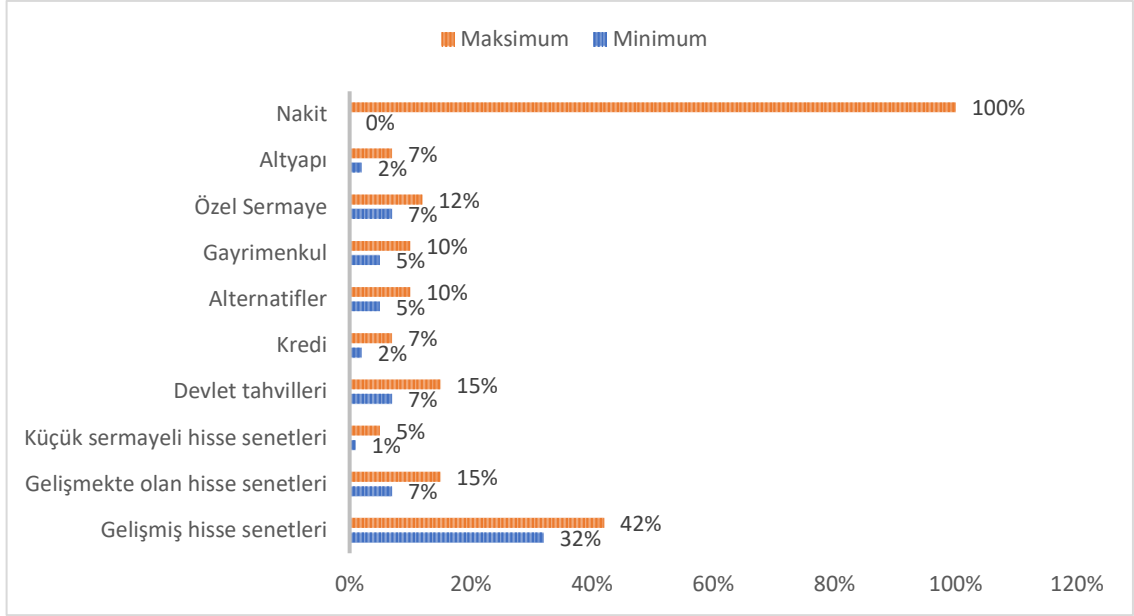
### **2.2.3. BAE-Abu Dabi Yatırım Otoritesi (Abu Dhabi Investment Authority-ADIA)**

Son zamanlarda, petrol gelirlerine dayalı UVF'ler uluslararası finans ve sanayi alanlarında önemli oyuncular olarak bilinmeye başlamıştır. Oluşturulmuş olan fonlar, kapitalizmin yönetim tarzının bir parçasıdır ve yeniden yapılandırma sürecine önemli katkılar sağlamaktadır. Özel sektörün bu duruma katılmasının alternatif bir yol olarak görülen UVF'ler, devlet kapitalizmini yeniden ortaya çıkarmıştır (Uslu, 2018).

Yenilenemeyen bir doğal kaynak olan petrol, Körfez İş birliği Konseyi (GCC) ülkeler için zenginlik ve refahın en önemli unsurudur. Bahsi geçen ülkelerdeki nüfus aniden artışı nedeniyle, tarımsal üretim için tarım arazilerinin yetersizliği, petrol rezervlerinin tükenme ihtimali, gelecek yıllarda refahın sürdürülmemesi, açlık sorunları vb. gibi sorunlar ortaya çıkabilir (Dockes, 2009). Bu nedenle UVF'ler, Körfez ülkeleri için zenginliğin korunması ve biriktirilmesi için önemli bir araçtır (Al-Saidi, 2012).

Abu Dabi Yatırım Otoritesi, Birleşik Arap Emirlikleri'nin yedi emirliğinden biri olan ve başkenti olan Abu Dabi'de 1976 yılında kurulmuş ve Abu Dabi hükümeti adına fon yatırımı yapan, koruma ve gelecekteki refahı korumak için gerekli mali sağlayan bir servet fonudur. Abu Dabi Yatırım Otoritesi'nin tarihi, 1967'de Maliye Bakanlığı aracılığıyla Finansal Yatırım Komitesi'nin kurulmasıyla başlamış, ardından 1976 yılında Yatırım Otoritesi'ni Abu Dabi hükümetinden ayırma kararı ile devam etmiştir. 1986 yılında alternatif stratejiler kullanılmaya başlanmış, 1989'da sermayeye ve 2007 yılında altyapıya gerektiği yatırımı yapmışlar. Ayrıca, Santiago Prensiplerini oluşturan ve ABD Hazine Bakanlığına katkıda bulunan Uluslararası Varlık Fonları Çalışma Grubu'nun kurucu üyelerinden biridir (Kuçlu, 2020).

ADIA, gelecek nesillerin refahı için petrol zenginliğini korumayı ve uzun vadeli finansal performansın korunmasını sağlamayı amaçlayan düzenli bir tasarruf fonudur. Yeni istihdam alanlarının geliştirilmesi ve petrole dayalı ekonominin çeşitlendirilmesi yoluyla yeni sanayilerin kurulması ve desteklenmesi fonun temel amaçlarından biridir (Çap,2019).



**Grafik 2.3** Yatırım Stratejileri (*http-14 sitesinden alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur*).

ADIA'nın 2021 yılında görünümü yatırım stratejileri raporunda açıklanmış ve Grafik 2.3'te gösterilmiştir.

Yukarda görülen oranlar tahsisatlarını dalgalanabileceği uzun vadeli stratejik yatırım alanlarını göstermektedir. 2021 yılında, tahsis aralıkları özel sermaye için artırılmış (%5-%10'dan %7-%12'ye) ve gelişmekte olan piyasa hisse senetleri (%10-%20'den %7-%15'e), devlet tahvilleri (%10-%20'den %7-%15'e) ve kredi için (%5-%10'dan %2-%7'ye) azaltılmıştır (*http-14*).

ADIA'nın yatırım yaptığı ülkelere bahsetmek gerekirse, Fon'un Türkiye dahil olmak üzere birçok ülkeye yatırım yapmaktadır. Bu fonun yatırım yaptığı ülkeler Şekil 2.3'te gösterilmiştir.



**Şekil 2. 3** Abu Dabi Fonu'nun Yatırım Yaptığı Ülkeler (<http-14>).

ADIA'nın yatırım yaptığı yerler yukarıda gördüğümüz haritada gri renkle gösterilmiştir. Şekile göre, ADIA, Grönland, Afrika ve Ortadoğu'da yatırım yapmamaktadır.

ADIA, yasal yükümlülüklerin yerine getirmek için bağımsız bir kimliğe sahiptir. Yatırım kararlarının bağımsız olarak ve Abu Dabi Emirliği Hükümetinin veya Abu Dabi Emirliği adına yatırım yapan diğer devlet yan kuruluşlarına atıfta bulunmadan verir (<http-15>).

Fonun denetim mekanizmasına baktığımızda bir “denetim komitesi” kurduğunu görüyoruz. Komite, kurula rapor verir ve bir “dış denetici” atar. Daha sonra oluşturulan denetim faaliyet raporu Yönetim Kurulu'na raporlanır. ADIA, faaliyet raporunu ve kurumla ilgili gerekli tüm bilgileri fonun resmi internet sitesinde kamuoyu ile paylaşmaktadır. Bu durum bu fonun şeffaflık açısından güven verdiğinin göstergesi sayılabilir. SWFI tarafından paylaşılan son verilere baktığımızda, Abu Dabi Investment Authority Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi puanlamasından 6 puan almıştır. Fon, ADIA tarafından şeffaflık için gerekli görülen minimum 8 puan koşulunu karşılamak için varlıkları ve yatırımları hakkında fazla bilgi paylaşmamıştır (Ceyhan, 2021).

#### **2.2.4. Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority-KIA)**

İlk olarak 1953'te Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority) hidrokarbon ürünlerinden elde edilen gelirlere dayalı olarak kurulmuştur. Modern anlamda kurulan ilk UVF olan fon, devlet varlıklarının yönetiminden sorumlu bağımsız bir idare olarak faaliyet göstermektedir. 1953'te Kuveyt Yatırım Otoritesi (KIA) İngiltere

tarafından kuruldu ve Kuveyt Yatırım Kurulu'nun yerini alarak faaliyete geçti. Bu fon Maliye Bakanlığı adı altında Kuveyt varlıklarını yönetmeyi kendine görev olarak belirlemiştir. Bu doğrultuda iki fon yönetilmektedir. Bu fonlar; Genel Rezerv Fonu ve Gelecek Nesiller Fonu'dur. Özünde, KIA yalnızca yönettiği varlıkların yönetiminden sorumludur ve yönetilen varlıkların mülkiyeti Kuveyt Devleti'ne aittir. Fon, genellikle yurt dışında yatırım yapmakla birlikte, gerektiğinde yerel ekonomiyi destekleyici yatırımlar da yapmaktadır. Fon geliri çeşitlendirmek ve gelecek nesillere fayda sağlamak gibi hedeflerinin yanı sıra, küreselleşen finans dünyasında gerektiğinde kendilerini koruma altına almak yönünde çalışmalar yapmaktadır. Örnek olarak, Fon 2008 küresel krizi döneminde Kuveyt Borsa'sına ve Körfez Banka'sına önemli finansal desteği sağlamıştır (Braunstein, 2017).

KIA varlık fonunun üç amacı vardır (http-16).

1. Bu fon, birleştirilmiş kriterleri aşan ve üç yıllık ortalamada yasal getiri ve risk hedefleri ile tutarlı bir yatırılan sermaye getirisi elde etmeyi amaçlamaktadır.
2. Bu fon, sürekli iş geliştirmeye kendini adanmış birinci sınıf bir yatırım yönetim kuruluşu olmaya çalışmaktadır.
3. Kuveyt özel sektöründe mükemmelliğe kendini adanmış, hiçbir alanda onunla rekabet etmemeyi veya onun yerini almamayı garanti etmektedir.

Yurt içi ve yurt dışı pazarlara yatırım yapan KIA, farklı bölgelerde geniş bir kategoriye sahiptir. Yatırım hedefleri arasında uzun vadeli yatırımlardan yeterli bir şekilde getiri elde etmek, GNF fonlarının değerlerini korumak ve küresel finans piyasasında daha profesyonel bir kurum olarak itibarını en üst düzeye çıkarmak bulunmaktadır (Talebi, 2014). Fonun ana yatırım faaliyetleri altyapı, finansal hizmetler, gayrimenkul, tarım, enerji ve teknolojidir. Bu fon, üçüncü dünya ülkelerinin ekonomik altyapısını desteklemeye yardımcı olan projelerin geliştirilmesine aktif olarak katılmaktadır. Bu projeler genel olarak Dünya Bankası ve Birleşmiş Milletler tarafından önerilen kalkınma planlarına göre hayata geçirilmektedir (Turco, 2014). KIA'nın kendi adına belirli varlık sınıflarına yatırım yapan birçok uzman firması vardır.

Bahsi geçen yönetiminin sorumlu olduğu iki ana fonu aşağıdaki gibi anlatmak mümkündür (Kılıçarslan,2018).

#### ❖ Genel Rezerv Fonu (GRF).

Genel Rezerv Fonu, Kuveyt Yatırım Otoritesi tarafından yönetilen bir istikrar fonudur. GRF, Kuveyt Devleti'nin petrol gelirleri ve yatırımları tarafından elde edilen gelirlerin ana haznesidir.

Bu fonun gelirleri, Kuveyt Hükümeti tarafından belirlenen ve zaman zaman Kuveyt Ulusal Meclisi tarafından onaylanarak yıllık bütçelere esasen Kuveyt Hükümeti tarafından kullanılabilir. Her yıl devlet gelirlerinin %10'unu ve GRF gelirlerinin %10'unu Gelecek Nesiller Fonu'na (GNF) devredilmektedir. GRF ayrıca, kamu şirketlerindeki Kuveyt varlıkları, çok taraflı ve uluslararası kuruluşlardaki Kuveyt varlıkları da dahil olmak üzere tüm devlet varlıklarına sahiptir.

GRF Kuveyt Fonu veya Kuveyt Petrol Şirketi gibi Kuveyt devlet şirketlerindeki diğer devlet varlıklarının yanı sıra Kuveyt'in Dünya Ticaret Örgütü, Uluslararası Para Fonu dahil olmak üzere çok taraflı ve uluslararası kuruluşlara katılımına sahiptir.

#### ❖ Gelecek Nesiller Fonu (GNF).

GNF, 1976'da GRF'den bir geçiş fonu olarak yaratılmıştır. Ayrıca, her yıl toplam devlet gelirlerinin %10'u bu fona aktarılır ve tüm yatırım geliri yeniden yatırılır.

GNF, varlık sınıfları arasında onaylanmış bir stratejik yatırım tahsisine dayalı olarak Kuveyt dışındaki yatırımlardan oluşmaktadır. Kuveyt Yatırım Otoritesi'nin varlık tahsis süreci, küresel gayri safi yurtiçi hasıla ve piyasa değerinin yanı sıra yatırım düzenlemesi (vergi rejimi dahil) ve gelecekteki büyüme potansiyeli gibi diğer birkaç faktöre dayanmaktadır.

GNF, Kuveyt Yatırım Otoritesi tarafından yönetilen nesiller arası bir tasarruf platformudur. GNF'nin yatırım stratejisi, değişen ekonomik ve finansal faktörlere ve beklentilere göre düzenli olarak gözden geçirilmeli ve güncellenmelidir. GNF, hisse senetleri ve tahviller gibi daha geleneksel varlıklardan özel sermaye, gayrimenkul ve altyapı gibi alternatiflere kadar çok sayıda varlık sınıfında uzun vadeli yatırımcıdır. GNF yönetim kurulu olarak KIA'nın Kuveyt ve Londra ofisleri tarafından yönetilmektedir (Kuwait Investment Authority,2022).

KIA'yı şeffaflık derecesinden değerlendirecek olursak eğer, KIA Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi puanlamasından 6 puan almıştır. Bu puan KIA'nın Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'nin tüm ilkelerine uymadığını göstermektedir.

### **2.2.5. Singapur Yatırım Şirketi (Government of Singapore Investment Corporation-GIC)**

1981 yılında kurulmuş olan Singapur Yatırım Şirketi Fonu, dünyanın ilk emtia dışı ulusal varlık fonlarından biridir. Bu fon Singapur'da uzun vadeli getiriler için rezerv yönetimine dayanmaktadır. Singapur Yatırım Şirketi ve Temasek Holdings'in üç rezerv yöneticisinden biri olan Fon, hükümetin finansal varlıklarını yönetmek ve fonların uluslararası satın alma gücünü korumak ve büyütmek için yatırım yapmaktadır. Rezervler, durgunluklar sırasında tampon görevi görmesi, yatırımcı güveni ve sağlam bilançolar sağlaması açısından önemlidir. Ek olarak söylemek gerekirse, geliri devlet gelirini tamamlayan rezervler sayesinde Singapur parasının istikrarını artırmıştır (http-17).

GIC, Singapur'un döviz rezervlerinin büyük bölümünü yönetmek ve yabancı sermaye, tahvil ve gayrimenkul gibi çeşitli varlık sınıflarına yatırım yapmak için kurulmuştur (Aizenman ve Glick, 2007). GIC tarafından yönetilen varlıklar, kalıcı olarak ödemeler dengesi fazlalarından ve birikmiş ulusal tasarruflardan oluşmaktadır. Rezervler, hükümetin istediği zaman kullanabileceği ve yatırım yapabileceği geliri sağlamaktadır (Lugo, 2012,16).

Singapur Yatırım Şirketi; uzun vadeli uyum, geniş yatırım yetkisi, değer odaklı yatırımcılar, küresel operasyonlar ve iş birliğine büyük önem vermektedir. Uzun vadeli iş temeli, istikrarlı sermaye, uzun vadeli uyumluluk ve uzun vadeli ilişkilere odaklanmaktadır. Geniş yatırım yetkisi, sermaye yapıları arasındaki yatırım ve iş birliğini kapsar; değer odaklı bir yatırımcı olmayı mümkün kılan, güçlü bir gözetim mekanizmasıyla hesap verebilmektedir. Benzer fikirler ve kalıcı ortaklıklar iş birliklerine yol açarken, kilit piyasalardaki varlığı küresel operasyonların önemli bir parçasıdır. Bu sebepten dolayı Fon hem rezervleri yönetebilmekte hem de yönettiği rezervlerin uluslararası satın alma gücünü korumak için temel güçlerini kullanabilmektedir (http-18).

Fon, yatırımlarını Singapur dışında yapmakta hem devlet hem de özel piyasaları tercih etmektedir. Devlet piyasaları her zamanki gibi gelişmiş veya gelişmekte olan piyasalardan hisse senetlerine ve faiz gelirlerine yatırım yapar. Özel piyasada uzun vadeli, getiri potansiyeli yüksek ve portföy çeşitlendirmenin mümkün olduğu alanlara yatırım yapmaktadır (http-19).

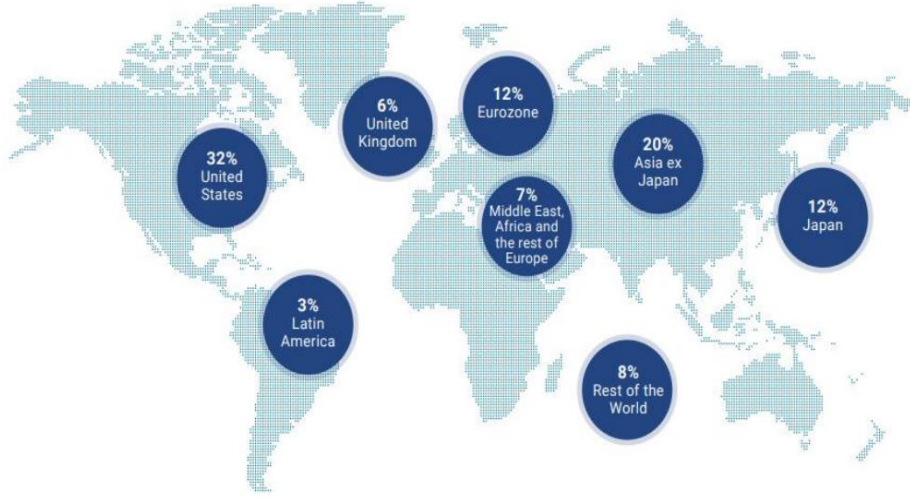
GIC tamamen Singapur hükümetine aittir. GIC'in hükümet temsilcisi Maliye Bakanlığıdır. Devlet, GIC'nin yatırım kararlarını yönlendirmez ve bu kararlara müdahale edemez. Hükümet bir yönetim kurulu kurar ve kurulmuş olan bu kurulu genel portföy performansından sorumlu tutabilir. GIC ayrıca, Singapur Anayasası'na göre seçilen ve ulusal rezerv üzerinde koruyucu bir rol oynayan 43 bağımsız Singapur vatandaşına karşı sorumludur. GIC, portföy performansı, riski ve dağılımı hakkında detaylı bilgileri içeren aylık ve üçer aylık raporlar hazırlayarak mali müşavirliğe sunar. Bu raporlar işletmeleri, banka hesaplarını, bakiyelerini ve yapılan yatırımları listeler. GIC yönetimi, bir önceki mali yıla ait yatırım portföyünün risk ve performansını gözden geçirmek için yılda bir kez Bakanlık ile resmi olarak toplanır (IWF, 2008).

Singapur yatırım fonlarının varlık portföyü Tablo 2.5'te 2019-2020 yılları için detaylı olarak gösterilmiştir.

**Tablo 2.5** Varlık Portföyü çeşitlerinin yüzdeleri oranları (http-19).

<b>Varlık Portföyü</b>	<b>2019 %</b>	<b>2020 %</b>
Gelişmiş Piyasa Sermayesi	19	15
Gelişmekte olan Piyasa Sermayesi	18	15
Nominal Tahviller ve Nakit	39	44
Enflasyona Bağlı Tahvilleri	5	6
Emlak	7	7
Özel Sermaye	12	13
<b>Toplam</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Bu yatırım portföylerinin coğrafi dağılımından Şekil 2.4'te coğrafi dağılım olarak açık bir şekilde gösterilmektedir.



Şekil 2. 4 GIC portföyünün coğrafi dağılımı (GIC,2020, [http-20](http://20)).

Portföyün varlıklarının coğrafi dağılımı değişiklik göstermektedir. Görüldüğü gibi, GIC en çok yatırımı %34 ile ABD’de, en az yatırımı %3 ile Latin Amerika’da yapmıştır.

GIC Yatırım Fonu Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi puanlamasından 7 puan almıştır.

### 2.2.6. Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portföyü (Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio)

1993 yılında kurulmuş olan bu fon, ağırlıklı olarak emtia dışı gelirlere odaklanarak 514,2 milyar ABD doları ölçeği ile Uzakdoğu’nun en büyük ikinci fonu konumundadır. Fon, finansal piyasada istikrarlı bir şekilde faaliyet göstermektedir ve Hong Kong Merkez Bankası’nın döviz rezervlerinden sorumludur. Hong Kong dolarının döviz kuru değerini doğrudan veya dolaylı olarak etkileyerek finansal piyasaları istikrara kavuşturmayı amaçlamaktadır. Fon, Hong Kong’un parasal ve finansal sistemlerinin istikrarını ve bütünlüğünü korumak için de kullanılabilir ve bu da Hong Kong’u uluslararası bir finans merkezi haline getirmektedir. Sahip oldukları varlıkların üçte biri hariç geriye kalan hisse yöneticiler tarafından yönetilmektedir (Karagöl ve Koç, 2016).

Hong Kong, 1997 yılına kadar Büyük Britanya’nın sömürgesi bir ülke iken daha sonra Çin Halk Cumhuriyeti’nin özel idari bölgesi olmuştur. Hizmet sektörünün gayri safi yurtiçi hasılda büyük paya sahip olduğu bir ülke olan Hong Kong, rekabetçi ülkeler arasında ABD’den sonra ikinci yere sahiptir. Üstelik Hong Kong, ABD merkezli Heritage

Foundation tarafından yapılan Ekonomik Özgürlük Endeksi Raporu'nda 21.kez birinci sırayı almıştır (HSBC,2015).

Finansal piyasayı istikrara kavuşturma amacıyla hareket eden Hong Kong kriz dönemlerinde Hong Kong borsasında güven kaybının önlenmesinde ve güven inşasında rol oynamaktadır. Çin ekonomisinde oluşan oynaklıklar, Hong Kong ekonomisinin karşı karşıya kalabileceği en önemli risk faktörlerinden biridir. Çin'deki olası oynaklığın Hong Kong'un fiziki ve finansal sektörlerine de sıçrayarak bu piyasalarda çok fazla oynaklığa sebep olabileceği düşünülmektedir (Alagöz ve Ceylan, 2019).

Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portföyü Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi puanlamasından 8 puan almaktadır. Çin varlık fonları arasında bu fonun daha şeffaf bir fon olduğunu söylemek mümkündür.

### **2.2.7. Singapur Temasek Holdings (STH)**

Singapur, Doğu Asya'da ulusal varlık fonlarını kuran ilk ülkelerden biridir. 1997 yılında yaşanmış olan Asya mali krizinden sonra ticaret fazlası veren diğer Asya ülkeleri bu krizden çıkardıkları dersten sonra UVF'leri oluşturmaya karar vermişlerdir. Temasek Holdings ve Government Investment Corporation (GIC), şu anda Singapur'un sahip olduğu en büyük iki ulusal varlık fonu şirkettir (SİM,2017). İlk olarak, Singapur hükümetinin gelirlerinin bir kısmını yönetmek için 1974'te kurulan Temasek Holdings, bundan sonra Singapur hükümetinin resmi döviz rezervlerinin yönetmek için ülkenin ikinci UVF fonu GIC 1981'de faaliyete geçmiştir (Beck ve Fidora,2008). Farklı amaçlarla kurulan UVF'lerden biri olan Temasek Holdings, Asya ülkeleri ağırlıklı olmak üzere kendi varlıklarıyla bir "kalkınma fonu" olarak faaliyet gösterirken, GIC, Singapur hükümetinin elinde bulunan resmi döviz rezervlerini yönetmektedir (Delacour,2000).

Fon, emtia dışı UVF'ler arasında yer almaktadır. Başlangıç sermayesi 134 milyon ABD doları olup devlet fonlarını organize etmek ve yönetmek için kurulmuştur. Fonun amacı, devletin yerel şirketlerde yaptığı sermaye yatırımlarını kendi kurduğu holding yatırım şirketi çerçevesinde sahiplenmek ve yönetmektir (Heaney, 2011).

Temasek Holdings'i diğer varlık fonlarından ayıran özelliklerden biri, kaynaklarının devlete ait işletmelerden gelmesidir. Diğer bir deyişle Temasek Holding, kamu iktisadi teşebbüslerini yönetmek üzere kurulmuş olup, bu teşebbüsleri özel hukuk

kurallarına esasen yönetilen bir fondur. Bu yönetim sürecinde ise bağımsızlığa büyük önem verilmekte ve siyasi etkilerden arınmış bir yönetim modeli oluşturulmaktadır. Ayrıca, yönetim kuruluna fon rezervlerini korumak amacıyla anayasal bir görev verilmiştir. Fonun bu kadar başarılı olmasının bir nedeni de bağımsızlık elde etmiş olması ve bunun sayesinde genel olarak ekonomik amaçlarla hareket etmesidir. Uluslararası piyasalarda bu bağımsızlık sayesinde önemli bir güven oluşturulmuştur. Sonuç olarak söylemek gerekirse, STH varlık fonları arasında en başarılı olanlardan biri olarak yer almaktadır (Çap,2019, s 65).

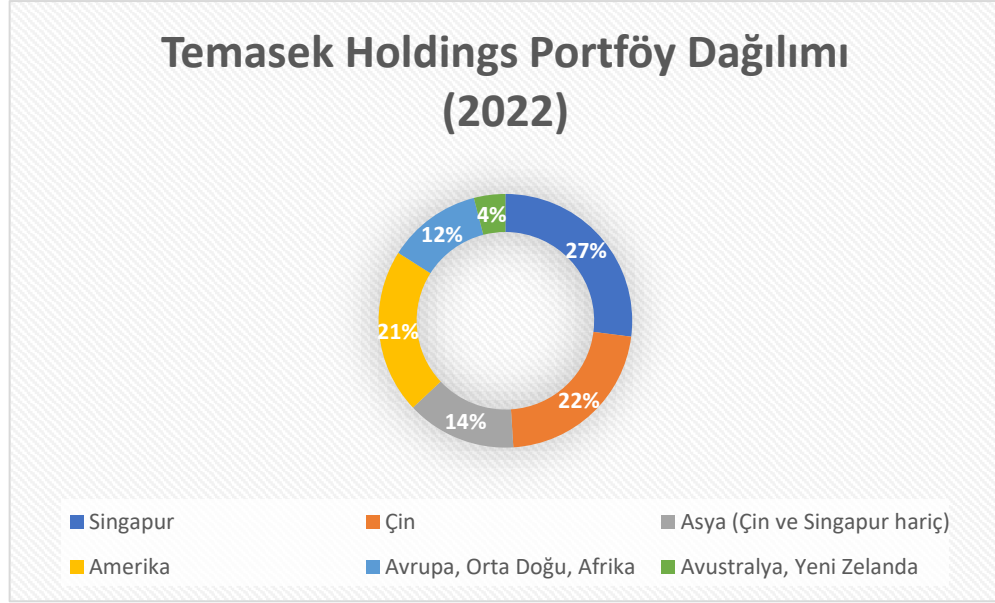
Genel olarak Temasek Holdings'in genel yönetimini denetleyen ve şirket politikalarına yön veren yönetim kurulu, bu yetkileri üç ana komiteye ayırmıştır. Şirketin genel yönetiminden sorumlu olan yürütme komitesi, denetim ve liderlik komitesi ve ücretlendirme komitesi olmak üzere bu üç komitenin görev tanımları aşağıda açık ve net şekilde anlatılmıştır (http-21).

**Yürütme Komitesi:** Her yıl 3 kez toplanan Komite, belirli bir limite kadar yatırım ve yatırımdan çekilme kararları almaya yetkilidir. Bu limiti aşan yatırım kararları, yönetimin beyanı dikkate alınarak yönetim kurulu tarafından verilir.

**Denetim Komitesi:** Tamamen bağımsız üyelerden oluşan denetim komitesi, iç denetim bünyesinde finansal raporlama, süreç takibi, yapılan işlemlerin yasa ve mevzuata uyumundan sorumluyken, dış denetim ile ilgili olarak, dış denetimin kapsamının ve denetçilerin bağımsızlığının izlenmesinden sorumludur. Bu denetim türü, görevlerini etkin ve verimli bir şekilde yerine getirmek için tüm bölgeler, varlık ve personeline tam ve sınırsız erişime sahiptir. Yılda dört kez toplanan denetim komitesi, yönetim kurulu veya üst kurul tarafından özel olarak talep edilen plansız denetimleri de periyodik olarak gerçekleştirebilmektedir.

**Liderlik ve Ücretlendirme Komitesi:** Yılda 4 kez toplanan komite, yeni adaylar için yönetim kurulu ve CEO önerileri ile performans ölçümü ve ücretlendirme planları hakkında yönergeler ve genel rehberlik sağlamaktadır. Ayrıca, Singapur Hükümetinden bağımsız olan ve siyasi bir bağlantısı olmayan Devlet Başkanı, Temasek'in başkanını ve yönetim kurulu üyelerini atama ve görevden alma kararlarını anayasal olarak veto yetkisine sahiptir.

Temasek'in misyonu, başarılı yeni kurulan şirketlerin aktif yardımcısı ve hissedarı olmak, sürdürülebilir hissedar değerleri yaratmak ve bunları maksimize etmektir (http-24). Temasek'in Singapur ve Kuzey Asya ülkelerinde yapmış olduğu önemli yatırımları bulunmaktadır. 2022 yılı için Temasek yatırımlarının coğrafi dağılımını Grafik 2.4'te görmek mümkündür.



**Grafik 2. 4** Temasek Holdings Portföy Dağılımı (2022) (http-22 sitesinden alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur).

Temasek'in portföyünün coğrafi dağılımına bakıldığında, %27'i Singapur, %22'i Çin, %14'ü Asya (Çin ve Singapur hariç olmakla), %21'i Amerika, %12'i Avrupa, Orta Doğu ve Afrika, %4'ü Avustralya ve Yeni Zelanda olarak bilinmektedir.

Finansal raporlama ve yasal uyum iç denetim sayesinde yapılır. Dış denetimin görevi, denetim kapsamını ve tüm denetçilerin bağımsızlıklarını doğrulamaktadır. Komisyonun bağımsız olması için iç denetçiler komisyona hem işlevsel hem de idari olarak Temasek Holdings CEO'sunun ofisine bağlıdırlar (http-21).

Temasek, SWFI'nin güncel verilerine göre Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'nde 10 şeffaflık puanına sahip ve oldukça net bir fondur. Fon, faaliyetleri ve güncel olaylar hakkında resmi internet sitesinde açık ve anlaşılır bir şekilde bilgi vermektedir.

## 2.2.8. Katar Yatırım Otoritesi (Qatar Investment Authority-QIA).

Katar Yatırım Otoritesi (Qatar Investment Authority-QIA) 2005 yılında devlet rezerv fonlarının yönetimi için Ekonomi ve Yönetim Yüksek Kurulu tarafından kurulmuştur. Katar Yatırım Otoritesi ağırlıklı olarak çeşitli sektörlerde yurtdışında yatırım yapmaktadır. Fonun yatırım politikasına uygun olarak performansını en üst seviyede tutmak için ekonomik ve finansal çıkarları gözeterek yatırımlarını yapmaktadır. Yatırım kararları kural olarak fon bünyesinde tecrübeli yatırımcılar tarafından verilmekte olup, gerekli durumlarda fon dışından da yatırım danışmalığı hizmeti alınabilmektedir. Katar Yatırım Fonu diğer fonlardan farklı olarak yüksek risk ve getiri hedeflerine göre yatırım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Toplam yatırımların önemli bir bölümünü Avrupa ve özellikle İngiltere'deki yatırımlar oluşturmaktadır. Fona doğrudan yatırım yapan şirketler arasında Volkswagen, Barclays, Canary Wharf, Harrods, Credit Suisse, Heathrow, Glencore, Tiffany & Co., Total gibi uluslararası şirketler yer almaktadır (Setser ve Ziemba, 2009).

QIA'nın misyonu, devlet rezerv fonlarını ve devlete tahsis edilmiş olan diğer mülkleri geliştirmek, yatırım yapmak ve yönetmektir. Fonun herhangi bir zorunlu yatırım kısıtlaması bulunmamakta, yerli ve yabancı menkul kıymetlere, gayrimenkullere ve alternatif varlıklara yatırım yapabilmektedir. Bununla birlikte, enerji fiyatlarındaki istikrarsızlıktan kaynaklanan riskleri en aza indirecek bir şekilde strateji uyguladığından, öncelikle enerji sektörü dışında uluslararası pazarlara (ABD, Avrupa ve Asya-Pasifik) ve Katar'a yatırım yapmaktadır ([http-1](#)).

QIA'nın yatırım stratejileri 2016 görünüm raporu Tablo 2.6'da gösterilmiştir.

**Tablo 2. 6 QIA Varlık Sınıfları (QIA,2016)**

<b>BORSAYA KONU OLAN HİSSE SENETLERİ/ ÖZEL HİSSE SENETLERİ</b>	<b>KREDİ/SABİT GETİRİLİ YATIRIM</b>
Halka Açık Hisse Senetleri Hisse Senedi Türevleri Sermaye Fonları Özel Sermaye Kote Edilmemiş Özkaynaklar Özel Sermaye Fonu	Hazineler Kredi Ürünleri Sabit Gelir Fonları
<b>GAYRIMENKUL</b>	<b>MULTİ-STRATEJİ</b>
Ticari gayrimenkul Konut Gayrimenkul Fonları	Genellikle riskten korunma fonları aracılığıyla yapılan yatırım stratejisidir.

QIA, SWFI'nin güncel verilerine göre Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'nde 5 Şeffaflık puanına sahip bir fondur.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3.Ulusal Varlık Fonlarının Denetim ve Şeffaflığı

#### 3.1.Ulusal Varlık Fonlarının Denetimi

UVF'lerin bazı ortak uygulamaları paylaşılmış olan çeşitli araştırmalarda belirtilmiştir. Denetim süreçleri, iç denetim düzenlemelerine ve bağımsız denetim kuruluşları tarafından yapılan dış denetimlere göre sınıflandırılabilir. Fonların kötüye kullanılmasını engellemek için ortak standartlar geliştirilmektedir. Bu standartlar aynı zamanda bir kontrol mekanizmasını oluşturmaktadır. Bu fonların kurumsal yapısının ve faaliyetlerinin kamuya açıklanması ve risk yönetimi uygulamalarının oluşturulması yaygın bir uygulama olarak belirtilmektedir. Dış denetim süreci, ulusal varlık fonlarının mali tablolarını, kurumsal yapısını güçlendirmektedir. Bazı UVF'ler mali tablolarının denetimini standartlara uygun olarak uyguladıklarını açıklarlar. Denetim esas olarak finansal bilgilere odaklansa da bazı UVF sistemlerinde süreç aynı zamanda yönetim etkinliğinin bir değerlendirilmesi anlamını taşır. Dış denetimcilerin geçici olarak atanması durumunu açıklamak gerekirse, düzenli (genellikle yıllık) denetimler, uluslararası denetim standartlarına uygun olarak yayınlanan ve yürütülen denetim raporları olarak bilinmektedir (Hammer, Kunzel ve Petrova, 2008, 18).

Ulusal varlık fonlarının denetimi, yukarıda da anlatıldığı gibi iç denetim ve dış denetim olmak üzere iki açıdan değerlendirilebilmektedir. İç denetçiler, kuruluş ilkeler doğrultusunda bu ilkelerle uyumluluklarını raporladıktan sonra yönetim kuruluna sunmaktadır. Fon yöneticisi (genellikle Maliye Bakanı) tarafından atanan bir dış denetçi, varlık fonunun hesaplarını denetler ve fon sahibi tarafından belirlenen kurallara göre raporlar oluşturur. Ayrıca, dış denetçiler iç denetimlerin kalitesini kontrol etme gücüne sahiptir (Kaplan, 2022).

Öncelikli amacı kâr elde etmek olan varlık fonlarının bu hedeflerine ulaşması için hükümetten bağımsız hareket etmesi gerekmektedir ve bu bağımsızlık sınırsız olmayıp ülkeden ülkeye değişmektedir. Varlık fonlarının bağımsız faaliyette bulunabilmeleri için amaçları doğrultusunda çalışıp çalışmadıklarının denetlenmesi gerekmektedir (Durdu, 2018).

### 3.2.Ulusal Varlık Fonlarının Şeffaflığı

Ulusal varlık fonlarının artan önemi birçok uluslararası siyasi sorunu gündeme getirmiştir. Devletin denetimi altından yapılan yabancı yatırımlar hem politik hem de ekonomik açıdan hassas olabilmektedir. Bu hassaslığın nedeni, UVF'lerin şeffaf olmaması ve bu fonların yatırımlarının motivasyonları hakkında endişelere yol açmış olmasıdır (Beck ve Fidora, 2008). Birçok uluslararası finansal yapı ile karşılaştırıldığında, UVF'lerin sahip oldukları fon miktarının, yatırım alanlarının, satın almalarının ve temel yatırım stratejilerinin şeffaflık düzeyi gibi zayıf kurumsal yapıları vardır. Bu sorunlar yüzünden fonların takip ve kontrolünde bazı aksaklıklar bulunmaktadır. Piyasayı bozma niyetinde olmasalar bile yeterli şeffaflığın olmaması piyasada var olan diğer oyuncuların bu fonlarla rekabet etmesini zorlaştırabilmektedir (Aykın, 2011).

2000'li yıllardan bu yana, ulusal varlık fonlarının küresel ekonomide artan etkisi ve ulusal güvenlik için oluşturdukları tehdit hakkında tartışmalar ortaya çıkmaya başladı. Özellikle, BAE'nin sermayesi İngilizlere ait Peninsular ve Amerikalı Oriental Steam Navigation isimli liman işletmelerini satın alması ve Çin'in ABD petrol üreticisi Unocalı satın alma çabaları bu tartışmaların büyümesinde etkili olmuştur (Marchick ve Slaughter, 2008). Bu nedenle, UVF'nin stratejik açıdan önemli endüstrileri kontrol etmek, teknoloji veya diğer özel bilgilere elde etmek veya ev sahibi ülke hükümetlerini doğrudan veya dolaylı olarak etkilemek için kullanılabilir ve bu durum da ulusal güvenlik endişelerini artırabilir (Cohen, 2009).

2007-2008'de UVF'lerin finansmanına odaklanan kamu politikası, uluslararası para sisteminin işleyişi hakkında bazı önemli sorunları gündeme getirmiştir. Bu konular, devlet varlık fonlarının finanse edilme ve toplanma şeklini, yatırım hedefleri, şeffaflığı, ayrımcı düzenleyici davranışları ve bağımsız yatırıma karşı korumayı içermektedir (Das, Mazarei ve Van Der Hoorn, 2010).

Ulusal varlık fonlarına yatırım, ülkeler arasında bir tür sermaye akışıdır ve özü her zaman küresel ticaretin dengesizliği ile yakından ilişkilidir. Kaynakların saptırılması olarak da anlaşılabilen UVF'lerin faaliyetleri, fonlarda şeffaflık eksikliği, tanım zorlukları ve amacın belirsiz olması konuları ile birleşerek, UVF'leri anlaşılır kılmak, sınıflandırmak ve sıralamak için kullanılmaktadır (Gieve, 2008).

Şeffaflık ilkesi, devletin görev ve işlevlerinin, devlet maliyesi ve devlet mali yönetimine ilişkin bilgi ve muhasebenin sistemli, açık ve anlaşılabilir bir şekilde kamuoyuna sunulması anlamına gelir (Ceritli,2012). Finansal şeffaflığın sağlanması için raporlama süreçleri, finansal istatistiklerin derlenmesi, yıllık raporların yayınlanması ve bu yayınlama standartlara uygun ve erişilebilir olmalıdır. Hesap verilebilirlik ilkesi ise, atanmış veya yetkili kişilerin bu kaynak ve yetkileri ne kadar iyi kullandığını gösterme yükümlülüğünü ifade eder (Gülşen, 2006).

Ulusal varlık fonlarının şeffaflık kriterleri aşağıdaki gibidir:

- Roller ve sorumlulukların net tanımı: Devlet, merkez bankası ve fon yöneticileri arasındaki ilişkiler roller ve sorumluluklar ile diğer kurumlarla olan ilişkiler açıkça tanımlanmalıdır.
- Kamuyu bilgilendirme mekanizmasının etkin işleyişi: Kamunun yasal yönetim faaliyetlerine, finans varlıklarına ve yatırım faaliyetlerine kolay erişiminin sağlanması önemlidir. Kurul, gelir ve giderleri, denetim bulgularını ve yazılı raporlarını kamuoyu ile paylaşmak zorundadır.
- Net karar verme ve raporlama: Kamu sektörü gelirlerinin sosyal ve ekonomik hedeflerini etkili bir şekilde karşılamasını sağlar. Tasarruf ve istikrar fonları, ulusal maliye politikasının ayrılmaz bir parçası olmalı ve varlıklarına ilişkin bilgiler tamamen halka açık olarak paylaşılmalıdır.
- Bütünlük garantisi: Fon işlemleri uluslararası bağımsız denetim standartlarına göre yapılmalı ve hesap verebilirlik ilkesine göre bu işlemlerin kamuoyuna ile paylaşılmasına imkân veren bir kontrol mekanizmasına sahip olunmalıdır.

Şeffaflık ilkesinin etkin bir şekilde işlemesi, finansal kaynakların sürdürülebilirliği, finansal krizlerin önlenmesi, yatırımcıların güvenliği ve hesap verebilirlik vb. açılardan olumlu gelişmeleri beraberinde getirmektedir ([http-3](http://3)).

Bu çerçevede, 2009 yılında kurulan Uluslararası Kamu Yatırım Fonları Forumu (UEVFF) tarafından, Santiago İlkeleri tanımlanmış ve yönetim, şeffaflık ve sorumluluk kriterlerine göre fonların uyması gereken 24 ilke tanımlanmıştır. Bu ilkeler iki ana kaygıdan oluşturulmuştur.

- Fon gelirlerinin her geçen gün giderek artması finansal ve stratejik olarak kaygıları artırmıştır,
- Kötü yönetimden kaynaklanan mali kriz riski 2009'da 5,9 trilyon dolara ulaşmış ve bu riskin yaklaşık 4 trilyon doları yurtdışı kaynaklı olarak değerlendirilmiştir.

Bu ilkeler, ulusal varlık fonlarının şeffaf bir şekilde faaliyet göstermelerini ve finansal getirilerini sağlıklı bir şekilde sürdürmelerini sağlamak için tasarlanmıştır. Böylece bir yandan netlik ve izlenebilirlik sağlanırken diğer yandan potansiyel yatırımcıların yapmış oldukları yatırım için yanılmadıkları düşüncesi engellenmiş olacaktır.

İstenilen hedeflere ulaşılabilmesi için fona yönelik finansal ve yönetim kuralları olan bir iç mekanizmanın geliştirilmesi ve fonun kabul görmüş standartlara göre yönetilmesi gerekmektedir. Şeffaflık ve hesap verebilirlik, bu adımları destekleyen temel ilkelerdir. Örneğin, Norveç, yüksek derecede şeffaflık ve hesap verebilirlik ile istikrarlı ve demokratik bir siyasi sisteme sahiptir. Fonun ticari ve finansal faaliyetlerinin sonuçları dönemsel raporlarla kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Fon, ulusal ve uluslararası standartlara uygun olarak gerçekleştirilmiş denetimlerle izlenmektedir. Norveç Varlık Fonu'nu dünyadaki en şeffaf ve aynı zamanda en başarılı servet fonlarından biri yapan da bu itibardır (Ulussever, 2018).

Özetle, bir ulusal varlık fonunun belirli bir kapsama dahil edebilmek için Ulusal Varlık Fonu Çalışma Grubu (IMG), "Genel Kabul Görmüş İlkeler ve Uygulamalar" başlığı altında, kullanılabilecek genel ilke ve uygulamaları içeren Santiago ilkelerini belirlemiştir (Uslu, 2018). Bu şeffaflık endeksleri arasında Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi ve Edwin M. Truman Endeksi yer almaktadır. UVF'lerin şeffaflığını ölçmek için Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi, yatırım verimliliği için Edwin M. Truman tarafından oluşturulan Ulusal Varlık Fonu Puanlama modeli kullanılmaktadır (Sürekli, 2015).

### **3.2.1.Santiago Endeksi**

Varlık fonları, küresel sermaye sistemindeki paylarının artması ve finansal piyasaları etkileme olanağına sahip olmaları nedeniyle önemli bir ekonomik güç haline

gelmiştir. Bu duruma ek olarak, ulusal varlık fonlarının varlıklar, şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından mevcut eksikliklerinin yanı sıra devlet ve varlık fonlarına ilişkin artan endişeler, bu fonlarla ilgili uluslararası düzenlenmelerin yapılmasına yol açmıştır (Bayra ve Yıldırım, 2013,78).

Ulusal varlık fonlarının küresel gelişimi, sayı ve işlem hacimlerinin büyümesi, yönetim ve denetim alanında belirli standartları karşılama ihtiyacı sonucunu doğurmuştur. Yatırım fonlarını yönlendiren Uluslararası Çalışma Grubu (IWG) tarafından açıklanan ilkelere göre amaç, fonların kontrol, yönetim, operasyon ve bu faaliyet alanlarındaki riskleri en aza indirmektir (Kaplan, 2022).

Uluslararası Ulusal Varlık Fonu Forumu (IFSFWF) tarafından oluşturulan bir çalışma grubu 2008'de Şili'nin Santiago kentinde toplanmıştır. Çalışma grubu, ülke fonlarının uluslararası düzeyde tanımlanmış olan bağımsızlığını, şeffaflığını ve hesap verebilirliği için 24 ilke uygulamayı kabul etmişler. IMF tarafından yayınlanan bu ilke ve uygulamalar uluslararası düzeyde kabul görmüştür (Kılıçarslan, 2018).

Santiago endeksinin genel ilkeleri; bu ilkeleri uygulayan ülkenin yasalarına saygı göstermesi, özel sektörle adil bir şekilde rekabet etmesi, finansal istikrarsızlıklar karşısında kamu otoriterleri ile etkin şekilde iletişim, kaliteli bir risk sisteminin kurulması, kurumsal yönetim ve iç kontrol sistemine sahip olması, şeffaflık, dış politikalarından etkilenmeme gibi unsurları içermektedir (Kuçlu, 2020).

Diğer bir yandan Santiago İlkeleri, ulusal varlık fonlarının faaliyetleriyle ilgili siyasi değil ekonomik sorunları kontrol etmeyi ve istikrarlı bir küresel finansal sistemi sürdürmeyi kabul eden iş prosedürleridir. Buna göre, Santiago İlkeleri iyi yönetimi, ihtiyatlı yatırımı, şeffaflık uygulamalarını teşvik eder ve UVF aktivitesinin anlaşılmasını kolaylaştırır. Santiago ilkelerinin hedefleri aşağıdakileri kapsamaktadır (http-24).

- İstikrarlı olan küresel finansal sistemin ve sermaye ile yatırımın serbest dolaşımının sürdürülmesine yardımcı olmak,
- Ulusal varlık fonlarının yatırım yaptığı ülkelerdeki geçerli tüm düzenlemelere uymak,
- Ekonomik, finansal risklere ve performans özelliklerine dayalı olarak devlet varlık fonlarına yatırım yapmak,

- Ulusal varlık fonlarının yeterli operasyonel denetim, risk yönetimi ve hesap verebilirliği sağlayan açık ve güvenilir bir yöntem yapısına sahip olması.

Santiago ilkeleri, ulusal varlık fonlarının yönetiminde kullanılan şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerini ifade eder. Ulusal varlık fonu ayrıca, karşılıklı fonların anlaşmazlıklarını açıklığa kavuşturmak ve bunlara itiraz etmeyi amaçladığı daha şeffaf bir yapıyı ortaya çıkarmak için gerekli olan 24 ilkeyi oluşturmuştur. Santiago İlkelerini benimseyen varlık fonları, bir dereceye kadar “iyi hal sertifikası” almış fonlar olarak kabul edilmiştir. Genel olarak Santiago ilkeleri üç kategoriye ayrılmış ve 24 genel kabul edilen ilkedен oluşmaktadır. Ana kategoriler; makroekonomik politikalar ile koordinasyon, kurumsal çerçeve ve yönetim yapısı, yatırım ve risk yönetimi çerçevesidir (http-24).

**Tablo 3. 1** Santiago İlkeleri (http-24)

<b>Makroekonomik Politikalar ve Koordinasyon</b>	
<b>İlke 1</b>	UVF’ler için yasal çerçevenin sağlam olması, bu çerçevenin UVF’nin etkin işleyişini ve belirtilen hedefe ulaşılmasını desteklenmesi.
<i>Alt İlke 1.1.</i>	UVF’ye ilişkin olan yasal çerçeve, ulusal varlık fonunun ve işlemlerinin yasal istikrarını sağlamalıdır.
<i>Alt İlke 1.2.</i>	Temel özellikler ulusal varlık fonunun yasal dayanağı ve yapısı ile bu fonlar diğer fonlar arasındaki yasal ilişkileri açıklamalıdır.
<b>İlke 2</b>	UVF’nin politika amacı açıkça tanımlanmış ve kamuya açıklanmış olmalıdır.
<b>İlke 3</b>	Ulusal varlık fonlarının yapmış olduğu faaliyetleri önemli doğrudan yurtiçi makroekonomik bir etkiye sahip olmuş olduğu durumlarda, genel makroekonomik politikalarla tutarlılığı sağlamak için bu faaliyetler maliye ve para politikalarıyla yakından koordine edilmelidir.
<b>İlke 4</b>	UVF’lerin finansmanı ve harcama süreçlerine ilişkin politikalar, prosedürler, kurallar veya düzenlemeler açıkça ifade edilmelidir.
<i>Alt ilke 4.1.</i>	UVF’nin finansman kaynağı kamuya açıklanmalıdır.
<i>Alt ilke 4.2.</i>	Ulusal varlık fonlarının çıkışına ve bunun hükümet adına kullanımına ilişkin genel yaklaşım halka açık bir şekilde paylaşılmalıdır.
<b>İlke 5</b>	UVF istatistikleri, uygun olduğunda makroekonomik veri sitelerine dahil edilmelidir.
<b>Kurumsal Çerçeve ve Yönetim Yapısı</b>	
<b>İlke 6</b>	Ulusal varlık fonlarının yönetim çerçevesinin sağlam olması ve bu fonların yönetiminde hesap verebilirliği ve operasyonel bağımsızlığı kolaylaştırmak için etkili bir rol dağılımı oluşturulmalıdır.
<b>İlke 7</b>	İşletme sahibi, UVF’nin bazı hedeflerini belirlemelidir; yönetim kurulu üyeleri tarafından açıkça tanımlanmış prosedürleri ve gözetimi uygulamalıdır.
<b>İlke 8</b>	UVF yönetim kurulu, görevlerini yerine getirme ve fonun çıkarları doğrultusunda hareket etme konusunda yetkin olmalıdır.
<b>İlke 9</b>	UVF’nin operasyonel yönetimi, UVF’nin stratejilerini bağımsız olarak ve açıkça tanımlanmış sorumluluklarına göre uygulamalıdır.
<b>İlke 10</b>	UVF faaliyetlerine ilişkin sorumluluk çerçevesi, ilgili mevzuatta, kurallarda, diğer kurucu belgelerde veya yönetim sözleşmesinde açıkça tanımlanmalıdır.
<b>İlke 11</b>	Ulusal varlık fonlarının faaliyetlerine ve sonuçlarına ilişkin yıllık rapor ve ilgili yıllık hesaplar zamanında hazırlanmalı ve uluslararası veya ulusal olan muhasebe standartlarına esasen kabul edilmelidir.

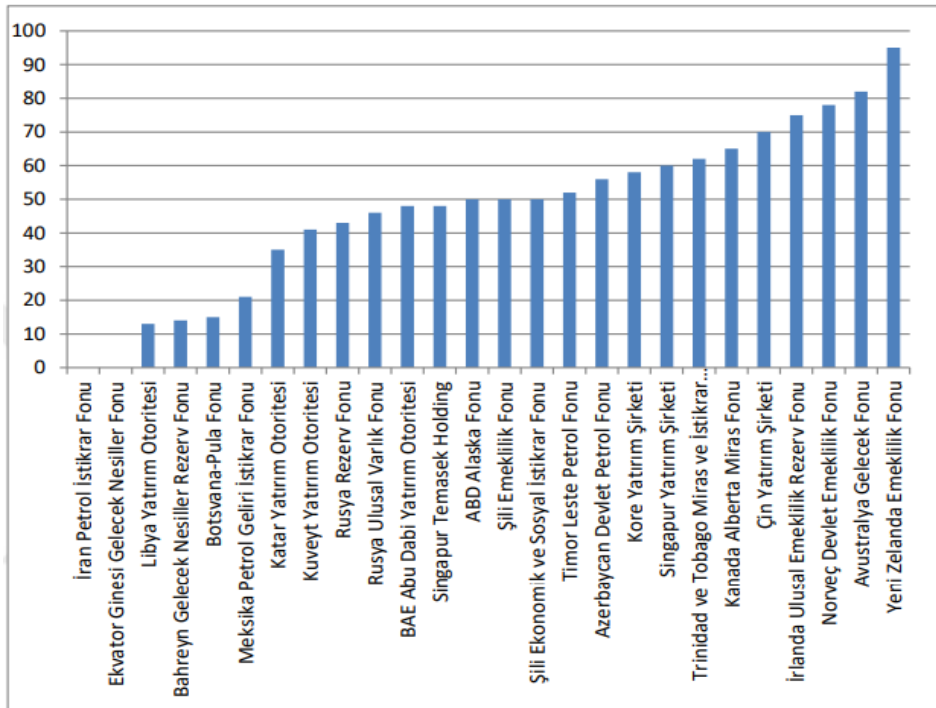
[Tablo 3.1. (Devam) *Santiago İlkeleri (http-24)*]

<b>İlke 12</b>	UVF faaliyetleri ve hesapları, uluslararası veya ulusal denetim standartlarına göre yıllık olarak denetlenmelidir.
<b>İlke 13</b>	Meslek ve etik standartlar açıkça tanımlanmalı ve UVF yönetim kurulu üyelerine, yönetimine ve personeline iletilmelidir.
<b>İlke 14</b>	Ulusal varlık fonunun operasyonel yönetiminde üçüncü taraflarla iletişim, ekonomik ve finansal nedenlere dayanmalı ve yapılan prosedürlere göre yapılmalıdır.
<b>İlke 15</b>	Ev sahibi ülkelerdeki UVF operasyonları ve faaliyetleri, faaliyet gösterdikleri ülkelerde geçerli tüm düzenlemelere ve ifşa gerekliliklerine uygun olmalıdır.
<b>İlke 16</b>	Ulusal varlık fonlarının işlevsel olarak sahibinden bağımsız olduğu yönetim çerçevesi ve hedefler açıklanmalıdır.
<b>İlke 17</b>	Uluslararası finansal piyasaların istikrarına katkıda bulunmak, ev sahibi ülkelere olan güveni artırmak ve fonun ekonomik ve finansal yönelimini göstermek için bir ülkenin yatırım fonuna ilişkin finansal bilgiler kamuoyuna duyurulmalıdır.
<b>Yatırım ve Risk Yönetimi Çerçevesi</b>	
<b>İlke 18</b>	Ulusal varlık fonunun yatırım politikaları halka açık olmalı. Fakat bu yatırım amacı sahibi veya yönetim kurulu tarafından belirlenen politikalar, yatırım stratejisi ile tutarlı olmalıdır.
<i>Alt ilke 18.1.</i>	Yatırım politikası, UVF'nin finansal risklerine ve potansiyel finansal kaldıracına rehberlik etmelidir.
<i>Alt ilke 18.2.</i>	Yatırım politikası, iç veya dış yatırım yöneticilerinin ne ölçüde kullanıldığını, görev ve yetkilerinin kapsamını ve bunlarının seçim sürecini ve faaliyetlerinin izlenmesini dikkate almalıdır.
<i>Alt ilke 18.3.</i>	Ulusal varlık fonunun yatırım politikasının tanımı halka açık olmalıdır.
<b>İlke 19</b>	Ulusal varlık fonlarının yatırım kararları, ekonomik ve finansal nedenlerle, yatırım politikası ile tutarlı bir şekilde riske göre ayarlanmış finansal performansı en üst düzeye çıkarmaya yönelik olmalıdır.
<i>Alt ilke 19.1.</i>	Yatırım kararları ekonomik ve finansal dışındaki hususlara dayandırılıyorsa, bu durum yatırım politikasında açıkça belirtilmeli ve açıklanmalıdır.
<i>Alt ilke 19.2.</i>	Ulusal varlık fonlarının varlık yönetimi, genel olarak sağlam varlık yöntemi ilkeleri olarak kabul edilen ilkelere uygun olmalıdır.
<b>İlke 20</b>	Ulusal varlık fonu, özel şirketlerle, geniş bir yönetimle rekabet etmeli, fakat gizli bilgileri kullanmamalıdır.
<b>İlke 21</b>	UVF'ler hissedar mülkiyetini öz sermaye yatırımlarının değerinin önemli bir parçası olarak görür. UVF eğer mülkiyet haklarını kullanmayı seçmek isterse, bunu yatırım politikasına uygun bir şekilde yapmalı ve yatırımlarının ekonomik değerini korumalıdır. Bir ulusal varlık fonu, halka açık şirket menkul kıymetlerinin seçiminde mülkiyet haklarının kullanımına rehberlik eden temel faktörler de dahil olmak üzere genel yaklaşımını açıklamalıdır.
<b>İlke 22</b>	Bir ulusal varlık fonu, faaliyetleriyle ilgili riskleri tanımlayan, değerlendiren ve yöneten bir çerçeveye sahip olmalıdır.

[Tablo 3.1. (Devam) Santiago İlkeleri (http-24)]

Alt ilke 22.1.	Risk yönetimi çerçevesi, ilgili risklerin kabul edilebilir parametrelere ve seviyelere esasen yeterli bir şekilde izlenmesini ve yönetilmesini sağlayan güvenilir bir bilgi ve zamanında raporlama sistemlerini, kontrol ve teşvik mekanizmalarını, operasyonel kılavuzları, iş sürekliliği planlamasını ve bağımsız bir denetim fonksiyonunu içermelidir.
Alt ilke 22.2.	Devlet risk yönetimi çerçevesine yönelik genel yaklaşım açıklanmalıdır.
<b>İlke 23</b>	Varlık fonunun varlıklarının ve yatırımlarının performansı, mutlak veya göreceli kriterlere göre ölçülmeli ve açıkça tanımlanmış ilke veya standartlara göre fona bildirilmelidir.
<b>İlke 24</b>	GAPP uygulanması gerektiği bir şekilde gözden geçirmeli ve bu süreç ulusal varlık fonları tarafından yapılmalıdır.

Varlık fonlarının Santiago İlkeleri ile uyumluluğu değişkenlik göstermektedir. Behrendt tarafından 2010 yılında yürütülen bir araştırmada, IWG ve IMF'den alınan verilere dayanarak Ocak-Mart 2010 dönemi için Santiago Uyum Endeksi sonuçları derlenmiştir. İlkeleri imzalayan 26 ülkenin ne kadar uyumlu olup olmadığını aşağıdaki Grafik 3.1'de görmek mümkündür.



**Grafik 3. 1** Santiago Uyum Endeksi (http-23)

Yapılan araştırma, yönetilen varlıkları endeksteği göreceli ağırlıklarına göre dört gruba ayırarak sınıflandırmıştır. İlk olarak en iyi performans gösteren fonlar; Yeni

Zelanda, Avustralya, Norveç ve İrlanda fonlarıdır. Bu fonlar, ilkeleri imzalayan fonların %20'sini temsil etmektedir. İkinci gruba ait olanlar ise fonların yarısını temsil eden %60 uyum sağlayan fonlardır. Üçüncü gruba ait olanlar, Rusya, Katar ve Kuveyt fonları olarak gözükmektedir. Bu gruba ait olan fonlar sadece temel bilgileri yayınlamaktadır. Sonuncusu ise dördüncü gruba ait olanlardır ve bu fonlar hakkında sınırlı bilgi vardır (http-1).

### **3.2.2. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi**

İyi niyetin göstergesi haline gelen ve korumacı politikalar nedeniyle ulusal yatırım kaygısını azaltan konulardan biri de fonların şeffaflık düzeyinin ölçülmesidir. Şeffaflık, sürdürülebilirliğin önemli bir parçasıdır, fonun yapısı ve işleyişi hakkında bilgi içerir. Varlık fonlarında daha fazla şeffaflığa duyulan ihtiyaç, ev sahibi olan ülkenin fon algısını desteklemek için önemlidir. Daha fazla şeffaflıkla, bu fonlar piyasa yatırımı için dostane bir ortam yaratabilir ve daha verimli bir çalışma ortamının önünü açabilir.

Tüm dünyada faaliyet göstermesi ve sayılarının artması nedeniyle son yıllarda büyük finansal önem kazanan ulusal varlık fonları için karşılaştırma ve sıralama belirlenen bir kriterlere göre yapılmaktadır. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi (LMTI) olarak adlandırılan bu sıralama, ulusal varlık fonlarının araştırma, analiz ve endekslerini yayınlayan ve yatırım fonları ve faaliyet alanları hakkında bilgi sağlamak için düzenli olarak raporlar yayınlayan bir kuruluş tarafından yayımlanmaktadır. Yönetim stratejilerinin şeffaflığını belirlemek ve bunları küresel pazara iletmek de bu endeksin amaçlarındandır (Okuyan, 2019).

Linaburg-Maduell, Carl Linaburg ve Michael Maduell tarafından yazılan Şeffaflık Endeksi Maduell tarafından oluşturulmuştur. Linaburg-Maduell endeksi, ulusal varlık fonları açısından şeffaflığı tahmin etmek için bir yöntemdir. Şeffaflık endeksi 2008 yılında geliştirilmiş ve o zamandan beri UVF tarafından dünya çapında resmi mali tablolarında ve raporlarda küresel bir standart kriter olarak kullanılmaktadır. Bu endeks ülkenin yatırım fonunun şeffaflığını halka açık olan on temel ilkeyi esas alarak ve şeffaflık endeksi her bir ilke için evet ise 1, hayır ise 0 olarak hesaplanmaktadır. Aşağıdaki tabloda yer alan ilkelerin tümü, endeks değerlendirmesinin şeffaflığını artırmaktadır. Bir fonun bir ilkedeki alabileceği maksimum puanı 1'dir. Ulusal varlık

fonları yeterli şeffaflığı talep etmek için toplamda en az 8 puan almalıdır. Risk derecelendirmeleri, fonlara ek bilgiler yayınladıkça değişebilir (<http-24>).

**Tablo 3. 2** *Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi İlkeleri (<http-25>)*

Puan	İlkeler
+1	Fon, kuruluş nedeni, servetin kaynağı ve hükümetin mülkiyet yapısı içeren bir tarihçe sağlar.
+1	Fon, bağımsız denetimden geçmiş güncel yıllık raporları sunar.
+1	Fon, şirket varlıklarının sahiplik yüzdesini ve varlıkların coğrafi konumlarını sağlar.
+1	Fon, toplam portföy piyasa değeri, getiriler ve yönetim tazminatı sağlar.
+1	Fon, etik standartlar, yatırım politikası ve talimatların uygulayıcısı hakkında talimatlar sağlar.
+1	Fon net stratejiler ve hedefler sunar.
+1	Gerekirse, fona bağlı kuruluşları ve iletişim bilgilerini açıkça tanımlayacaktır.
+1	Fon, gerekirse harici yöneticileri belirleyecektir.
+1	Fon kendi web sitesine sahiptir.
+1	Fon, merkez adresi ve telefon, faks gibi iletişim bilgilerini sağlar.

Yukarıda belirtilmiş olan tabloda Lineburg-Maduell Şeffaflık Endeksinin İlkelerini görmekteyiz. Ülkeler üzerinden yapılan araştırma sonucunda 2022 yılı için endeks değerlerini Tablo 3.3'te görülmektedir. Bu endeks değerleri minimum 1, maksimum 10 puan şeklinde değerlendirilmiştir.

**Tablo 3. 3** *Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Değerlendirmeleri (<http-25>)*

Ulusal Varlık Fonu	Puan
Alaska Permanent Fund	10
Alberta Investment Management	10
Chile Pension Reserve Fund	10
Fondo de Ahorro de Panama	10
Future Fund	10
Mubadala Investment Company	10
Mumtalakat Holding	10
National Pensions Reserve Fund	10
New Zealand Superannuation Fund	10
North Dakota Legacy Fund	10
Norway Government Pension Fund Global	10
Samruk-Kazyna	10
Social and Economic Stabilization Fund	10
State Oil Fund of Azerbaijan	10
Temasek Holdings	10

[Tablo 3.3. (Devam) *Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Değerlendirmeleri*]

Alabama Trust Fund	9
New Mexico State Investment Council	9
Nigeria Sovereign Investment Authority	9
Timor-Leste Petroleum Fund	9
Hong Kong Monetary Authority Investment	8
Ireland Strategic Investment Fund	8
Korea Investment Corporation	8
Mauritius Investment Corporation	8
China Investment Corporation	7
GIC Private Limited	7
Heritage and Stabilization Fund	7
Russian Direct Investment Fund	7
Abu Dhabi Investment Authority	6
Khazanah Nasional	6
Kuwait Investment Authority	6
Public Investment Fund	6
Pula Fund	6
Turkey Wealth Fund	6
Abu Dhabi Developmental Holding	5
Investment Corporation of Dubai	5
National Council for Social Security Fund	5
Qatar Investment Authority	5
Libyan Investment Authority	4
National Development Fund of Iran	4
Oman Investment Authority	4
Oman Investment Fund	4
Oman State General Reserve Fund	4
Sovereign Fund of Egypt	4
State Capital Investment Corporation	4
Emirates Investment Authority	3
Fundo Soberano de Angola	3
Kazakhstan National Fund	2
SAFE Investment Company	2
Brunei Investment Agency	1
FEM	1
National Fund for Hydrocarbon Reserves	1
Revenue Regulation Fund	1

Tablo 3.3'te görüldüğü gibi ulusal varlık fonlarının şeffaflığı açısından genel olarak bir homojenliğin varlığından bahsetmek çok mümkün değildir. Yukarıda da gördüğümüz gibi, bazı ülkeler %100 UVF puanına sahipken, bazı ülkeler 5 puanın altında kalmakla ve bu durum nispeten düşük şeffaflığı göstermektedir. Bu sonuç UVF'lerin farklı şeffaflık düzeyinden kaynaklanabilir. Her bir ülkenin kendine has idare farklılıkları olduğu için hepsinden aynı homojenlik beklenmemelidir.

### **3.2.3. Edwin M.Truman Endeksi**

2000'li yıllarda varlık fonlarının finansal piyasalarda daha da aktif rol oynamaya başlamasıyla birlikte bu oyunculara özel standartlar getirilmeye, yeni yasal düzenleme ve değişiklikler yapılmaya çalışılmıştır. Bu durumda, ulusal varlık fonlarını ölçülebilir hale getirmek ve daha düzgün bir yapıya dönüştürmek için bazı çalışmalar ve düzenlemeler yapılmıştır. Yapılan bu çalışmalar sayesinde UVF'lerin ekonomik sisteme uyum sağlaması daha da kolaylaşmıştır (Truman, 2007).

Truman endeksi, Amerikalı ekonomiste göre Edwin M.Truman tarafından 2007'de geliştirilmiştir. Truman, bundan sonra yeni düzenlemeler yaparak endeksi 4 ana başlığa bölmüştür. Bu başlıklar yapısı, yönetim, şeffaflık ve hesap verebilirliği, davranışı olarak bilinmektedir. Yapılmış olan bu düzenlemelerde genel olarak belirlenmiş 33 soru vardır ve bu sorular 1 ile 100 puan skalası arasında değerlendirilmektedir. Yapılan bu değerlendirmeler fonların şeffaflık endeksini ölçmektedir. Edwin M.Truman'ın "Ulusal Varlık Fonu Skorboard'u detaylı yapısı nedeniyle UVF'lerin önemli bir göstergesi olmuştur (Süreklı, 2015).

Yukarda da söylediğimiz gibi, Truman endeksi 4 ana bölümden ve 33 soru göstergesinden ibarettir. Bu 4 ana bölüm aşağıdaki gibidir:

1. Fonun yapısı; amacı, ekonomik davranışları ve ülkenin uluslararası rezervlerinden ayrı olup olmaması,
2. Fonun yöntemi; yönetim kurulu ve yöneticileri dahil olmak üzere fonun yönetim ve sosyal sorumluluk kurallarına uyup uymadığı,
3. Fonun şeffaflığı ve hesap verebilirliği; yatırım stratejisi, yatırım performansı, raporlaması ve denetimi,

4. Fonu davranışı; buna, kaldıraç ve türevlerin kullanımı da dahil olmak üzere fon portföyü ve risk yönetimi politikaları da dahildir.

Yukarda tanımladığımız 4 ana başlıktan sonra Tablo 6’da belirtilmiş olan 33 soru göstergesine bakmamız gerekmektedir.

**Tablo 3. 4 Truman Scorebord Şeffaflık Soruları (Bazoobandi ve Nuent, 2016).**

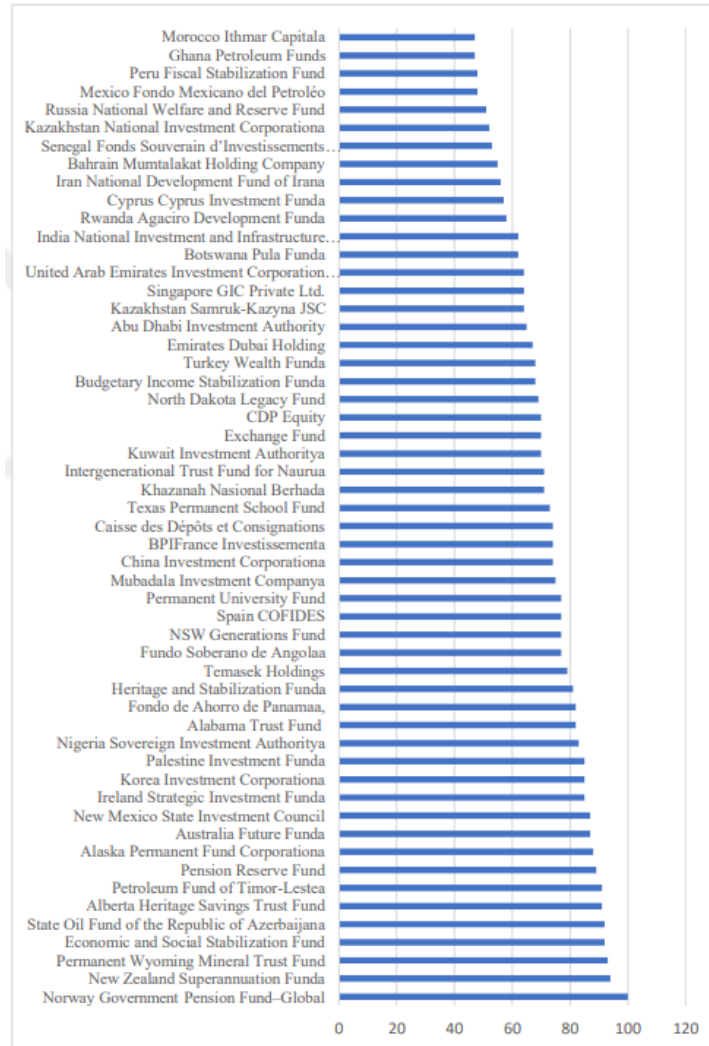
Sıra	Fonun yapısı
1	Hedefler açıkça belirtilmiş mi?
2	Fonlar için belirlenmiş net bir yasal durum var mı?
3	Yapıların değiştirilmesi net olarak belirtilmiş mi?
4	Genel olarak yatırım stratejisi belirtilmiş mi?
5	Fonların kaynağı açıkça belirtilmiş mi?
6	Sermayenin sonradan kullanımının ve fonun getirisinin niteliği açıkça belirtilmiş mi?
7	Yapılan operasyonlar maliye ve para politikalarını uygun mudur?
8	Ülkenin uluslararası varlıklarından ayrı mı?
	<b>Fonun yönetimi</b>
9	Yönetim kurulunun yatırım stratejisini belirlemedeki rolü açıkça tanımlanmış mı?
10	Organların rolü net bir şekilde belirtilmiş mi?
11	Yatırım stratejisini uygularken yönetici açıkça tanımlanmış mı?
12	Yöneticiler özel yatırımlara karar verebilirler mi?
13	Personel ve yönetim için dahili etik standartlar var mı?
14	Etkili ve halka açık kurumsal sorumluluk yönergeleri var mı?
15	Fonların takip ettiği etik yatırım kuralları var mı?
	<b>Fonun şeffaflığı ve hesap verebilirliği</b>
16	Düzenli yatırım raporları, yatırım hakkında sınıflar hakkında bilgi içeriyor mu?
17	Yapılan yatırımlarda kıyaslama stratejisi var mı?
18	Bir kredi derecelendirme stratejisi kullanıyor mu?
19	Yatırım kurullarına karar verildi mi?
20	Fonun büyüklüğü hakkında bilgi içeren raporlar düzenli olarak yayınlanıyor mu?
21	Gelir verilerini içeren düzenli raporlar yayınlanıyor mu?
22	Yatırımların coğrafi konumu hakkında bilgi içeren raporlar düzenli olarak yayınlanıyor mu?
23	Özel yatırımlarla ilgili raporlar düzenli olarak yayınlanıyor mu?
24	Yatırımların para birimi birleşimi hakkında düzenli olarak raporlar yayınlanıyor mu?
25	Fonların faaliyetleri ve sonuçları hakkında yıllık raporlar yayınlanıyor mu?
26	Fonların üç aylık raporları yayınlanıyor mu?
27	Fonlar düzenli olarak denetleniyor mu?
28	Fonlar işlemlerini ve denetimini derhal yayınlayıp denetliyor mu?
29	Yapılan denetimler bağımsız mı?

[Tablo 3.4. (Devam) Truman Scorebord Şeffaflık Soruları]

	Fonun davranışı
30	Operasyonel risk yönetimi politikası var mı?
31	Fonların kaldıraç politikası var mı?
32	Türevlerin kullanımına ilişkin bir düzenlemesi var mı?
33	Fonların portföyündeki düzenlemenin doğası ve hızı hakkında rehberliği var mı?

Tabloda 2, 10, 13 ve 30 numaraları sorular 1.1, 8, 13 ve 22.2 sayılı Santiago İlkelerinden alınmıştır (Truman, 2007).

Truman Skorboard'da göre 2019 yılına ait UVF'lerin şeffaflığı ve hesap verebilirliği aşağıdaki grafikte gösterilmektedir.



**Grafik 3.2** Truman Skorboard'na göre şeffaflık oranları (Truman, 2007).

Grafik 2’de Norveç Emeklilik Fonu-Global ve Yeni Zelanda’ya Fonu Truman Skorboard’una göre en yüksek puanları almışlardır. Gana Petrol Fonu ve Peru Mali İstikrar fonu da bu puan grafiğine şeffaflık düzeyi en düşük olan fonlardır.

Ulusal Varlık Fonu Puan Tablosu olarak bilinen Truman Endeksi, bu fonları belirli bir standartta belirlemek ve daha öngörülebilir hale getirmek için yapılan çalışmalardan biridir (Uslu, 2018).

Truman’ın ülke varlık fonu puanlarına ilişkin analizi, 2007 ile 2012 yılları arasında UVF Forumu üyesi olan ülkelerinin puanlarının %17 arttığını, varlık fonu dışı Forum üyelerinin büyüme oranının ise %5’te kaldığını gösteriyor. Öte yandan, Katar ve Birleşik Arap Emirlikleri fonları gibi bu ilkelerin çoğuna uymayan fonların uluslararası güvenilirliğini yitirdiğini görmek mümkündür (Truman, 2010).

Sonuç olarak, Truman Endeksi adı altında adlandırılan ulusal varlık fonu skorboard’u, UVF’lerin seviyelerini belirlemek ve öngörülebilirliğini artırmak için yapılan çalışmalardan biridir ve bilimsel literatürde öne çıkmaktadır.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### 4. Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonu Uygulamalarının Karşılaştırmalı Analizi

#### 4.1. Türkiye Varlık Fonu

##### 4.1.1. Türkiye Varlık Fonunun Kurulması ve Tarihçesi

UVF'ler umumi bir şekilde ödemeler dengesi fazlalarına, resmi döviz işlemlerine, özelleştirme gelirlerine, mali fazlalara ve ticari mal ihracat gelirlerine dayalı olarak kurulmuştur. Bu bağlamda Türkiye Varlık Fonu (TVF), özgün yapısıyla dünya çapında öne çıkmaktadır. Türkiye Varlık Fonunun kuruluş amaçları stratejik olarak yapılmış mega projeler için finansman sağlamak, yerel şirketleri havacılık, uzay, yazılım ve savunma gibi stratejik teknoloji sektörlerinde küresel oyuncular olmaya teşvik etmek ve nihayetinde petrol ve doğal gaz gibi stratejik sektörlerde Türkiye dışında doğrudan yatırım fırsatları yaratmaktır. Böylesine büyük bir etki yaratmak amacıyla kurulan TVF'nin, ticarete başladıktan sonra yurt içi ve yurt dışında fon hakkında olumlu ve olumsuz açıklamalar yapıldığını söylemek mümkündür (Kaplan, 2022).

Gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye, Ağustos 2016'da dünyada 1950'lerden beri var olan bir devlet varlık fonu kurmuştur. Cumhuriyet'e geçişten sonra özel sektördeki tasarruf yetersizliği nedeniyle uygulamaya konulan devletin kalkınmayı garanti altına alma yaklaşımı, devletin ekonomide önemli bir rol kazanmasını sağlamıştır. Kamu iktisadi teşebbüsleri gibi kurumlarla ekonomide önemli söz sahibi olan ve özel sektörle piyasayı kontrol eden kamu sektörü, 1980'li yıllar sonrasında özelleştirme uygulamalarının hız kazanmasıyla faaliyetlerine dikkat çekici bir hızla devam etmektedir (Çap,2019).

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kısa vadeli yatırımlar, uzun vadeli yatırımlardan daha yaygındır. Dolayısıyla kısa vadeli yatırımlar ağırlıklı olarak sıcak para olduğundan, bu yatırımların ani giriş çıkışları ülke ekonomisinde şiddetli fiyat oynamalarına yol açarak ülke ekonomisini kırılgan bir yapıya kavuşturmuştur. Uzun vadeli yatırımların ülkeye çekilmesindeki güçlüklerin en büyük sebepleri siyasi istikrarsızlık, coğrafi durum, şeffaflık ve serbest rekabet koşullarının veya bunların

riskleri gibi faktörlerdir. Ayrıca bir diğer önemli kavram da tasarruf oranıdır. Yetersiz tasarruf, yeni yatırımları finanse etmeyi zorlaştırır, bu sebepten de dolaylı yatırım aksatmaktadır (Sakarya ve Erdem, 2018).

Türkiye ekonomisinde varlık fonuna ihtiyaç duyulmasının ve kurulmasının en önemli nedeni, kamu ve özel sektör gibi hane halkı tasarruflarının da düşük olmasıdır. Ulusal tasarruf düşük olduğu için, ülkenin ekonomik büyümesini ve kalkınmasını sağlamaya yönelik yatırımları finanse etmek için borçlanmaya gidilmesi, ekonomik istikrar açısından bütçeye yük getirmekte ve makroekonomik hedeflere ulaşılmasını geciktirmektedir. Geleneksel varlık fonlarından bahsetmek gerekirse bunların yüksek rezerv birikimine ve dış fazlalardan elde edilen doğal kaynak gelirlerine dayalı olduğunu söylemek mümkündür. Diğer yandan, Türkiye ekonomisinin ne yüksek bir rezerv birikimine ne de petrol ve doğal gaz gibi doğal kaynaklardan önemli bir gelire sahip olmadığı bilinmektedir. Ayrıca, Türkiye uzun bir süredir yüksek cari açıklarla mücadele eden ve döviz rezervleri açısından çok da zengin olmayan bir ülkedir (Çap, 2019).

Diğer yandan, bir ülkenin tanımlanmış bir özelliğinin olmaması, varlık fonu oluşturmayacağı anlamına gelmemektedir. Kalkınmayı desteklemek, ekonomik istikrarı sağlamak, büyük yatırımları finanse etmek gibi çeşitli amaçlarla fon kurulabilmektedir. Kısacası Türkiye'nin Varlık Fonunun kuruluş gerekçesi olarak makroekonomik hedeflerin ortaya çıktığı görülmektedir. Genel olarak, TVF'nin uzun vadeli yatırım kapasitesini artırarak ekonomik büyümeyi teşvik etmek, iç ve dış karışıklıklardan kaynaklanan döngüsel fiyatlardaki belirsizliklere karşı koymak ve büyük projeleri finanse etmek için yaratıldığı belirtilmektedir. TBMM'nin Türkiye Varlık Fonu (TVF) kuruluş projesinin genel gerekçesinde, fonun oluşturulmasına duyulan ihtiyaç ve nedenlerle dikkat çekmektedir.

Türkiye'de Varlık Fonunun kurulmasına ilişkin kanun tasarısı, 27 Haziran 2016 tarihinde Bakanlar Kurulu tarafından karara bağlanarak Türkiye Büyük Millet Meclisi'ne (TBMM) sunulmuştur (http-26). Varlık Fonunun kuruluş gerekçesi olarak 15 Temmuz darbe girişimi sonrası bozulan ekonomi gösterilirken, yasa tasarısının daha önce TBMM'ye sunulması ekonomideki bazı sorunların fark edildiğini ve araştırıldığını göstermektedir. Fakat yaşanmış olan 15 Temmuz darbe girişiminin bu süreci hızlandırdığı tahmin edilmektedir. Bu süreçten sonra kabul alması gereken kanun taslağı hakkında görüş geçirilmiş ve 19 Ağustos 2016'da yapılan oylamada kabul edilerek,

26.08.2016'da 6741 sayılı "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" adıyla Resmî gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir (TBMM).

Bir başkan ve beş yönetim kurulu üyesinden oluşan yönetim kurulu, şirket kurallarının askıya alınmasının ardından faaliyetlerine başlamıştır. Yönetmeliklere göre yönetim kurulunun üyelerinin beş yıllık bankacılık veya finans tecrübesine sahip olması gerekmektedir. Şirket ve bağlı ortaklıklarını, TVF ve TVF'ye bağlı kurulan alt fonları kapsayan üç yıllık stratejik yatırım planı yönetim kurulu tarafından hazırlanarak Bakanlar Kurulu'nun onayına sunulmaktadır (T.C. Resmî Gazete, 2016).

TVF'nin ülkenin ekonomik istikrarının artırılması ve kamuya ait olan varlıklarının daha da etkin bir şekilde yönetilmesi için bazı ilkeleri vardır. Bu ilkeler beş başlığa ayrılmaktadır (http-27).

1. Şeffaflık: Fonun faaliyetlerinin ve hedef şirketlerle olan iletişim süreçlerinin raporlanması tamamen şeffaf bir şekilde ve öngörülen yönetim ilkeleri çerçevesinde yapılmaktadır.
2. Profesyonel yönetim: Türkiye Varlık Fonu gerek faaliyetlerinde gerekse portföy yönetiminde dünya çapında kabul görmüş profesyonel yönetim ilkelerini esas almaktadır.
3. Sürdürülebilirlik: Türkiye Varlık Fonu, varlığa ilişkin uygulamalarını, yeni yatırım tercihlerini ve diğer faaliyetlerini kuruluş kanununa uygun olarak, dış etkilerden bağımsız, uzun vadeli sürdürülebilir bir şekilde yönetmektedir.
4. Risk yönetimi ve hesap verebilirlik: Türkiye Varlık Fonu faaliyetleri ile bağlantılı olarak doğabilecek riskleri düzenli bir şekilde tespit etmekte ve ilerlemektedir. Kuruluş kanununun uygulamasına ilişkin yükümlülükleri yerine getirir.
5. Performans odaklılık: Bu fon, portföylerini yöneterek tüm yatırım faaliyetlerine öncelik vermekte ve risk-getiri beklentilerini karşılamaktadır.

TVF, doğal kaynakların getirileri, bütçeler veya dış ticaret fazlaları gibi kaynaklardan oluşturulmaz ve diğer devlet fonlarından kaynak bakımından farklılık gösterir. Bu nedenle ihtiyat fonu, tasarruf fonu veya emeklilik fonu sayılmayan Türk

Fonu, kalkınma ve istikrar fonu olarak kuruluş esasları ile öne çıkmaktadır (Güçlü, 2018). Anonim şirket olarak kurulan Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketi'nin misyonu da bunu durumu göstermektedir. TVF'nin misyonu; *“Türkiye'nin stratejik varlıklarını geliştirmek ve değerini artırmak, bu sayede ülkenin öncelikli yatırımlarına kaynak sağlamaktır”* (Kaplan, 2022). Fon, bir devlet fonu olmayan tek G-20 ülkesi olan Türkiye'nin 2023 yılı hedefleri doğrultusunda uzun vadeli hedeflere ulaşmak için stratejik olarak önemli olması nedeniyle kurulmuştur. Türkiye Varlık Fonu, kuruluş döneminde emtia dışı bir kaynak olarak tanımlanmıştır (Konukman ve Şimşek, 2017).

#### **4.1.2. Türkiye Varlık Fonunun Amacı ve Faaliyeti**

Küresel ekonomideki ani değişimlere tepki olarak, birçok ülke son yıllarda sürdürülebilir büyüme ve finansal gelişme düzeyini artırmak ve mevcut doğal kaynaklardan elde edilen tasarrufları değerlendirmek için ulusal varlık fonları kurmuşlardır. Norveç, Çin, gibi ülkeler Körfez ülkeleri, Singapur ve Rusya yeni bir finansal model olan varlık fonlarının uygulamasında başlıca ülkeler haline gelmiş ve fon oluşturmuşlardır.

Hükümetin Türkiye Varlık Fonu kurulması için ileri sürdüğü ve yasal gerekçe olarak yer verilen ilk argüman, Türkiye'nin varlık fonu olmayan tek G-20 ülkesi olduğudur. Bir varlık fonu kurulmasının, bu ülkenin ekonomik ölçeği ve refah düzeyi ile önerildiği ve bu yönde bir izlenim yaratmaya çalıştığı görülmektedir. Ancak G-20 ülkelerinin varlık fonlarına bakıldığında çok farklı bir durum olduğunu söylemek mümkündür. Bu fonların tamamının UVF olmadığı, daha kapsamlı bir şekilde devletin yatırım fonu olarak değerlendirilebileceği görülmektedir. Ayrıca G-20 ülkelerinin kişi başına düşen gelirin yüksek olduğunu unutmamak gerekmektedir (Kayıran, 2016).

Türkiye Varlık Fonu ekonomik istikrarını ve kalkınmasını artırmayı, kamu varlıklarını daha etkin ve verimli yönetmeyi ve mevcut kamu varlıklarının değerini artırarak gelecek nesillere daha güçlü bir Türkiye hazırlamayı amaçlayan bir yapıya sahiptir. Artan tasarruf ve yatırım, ülkedeki büyümeyi teşvik etmek için zorunlu bir durum haline gelmektedir. Mevcut piyasada yüksek faiz oranlarını baskısı büyümenin önündeki önemli engellerden biridir. Büyük ölçekli projelerin Türkiye Varlık Fonu tarafından finanse edilmesinin, hem bu projelerin hayata geçirilmesi yoluyla istihdam

yaratması hem de faiz oranları üzerindeki baskıyı azaltması açısından ülkenin büyümesine ve kalkınmasına olumlu etki etmesi beklenmektedir (TVF, 2018).

Bir varlık fonunun oluşturulması, ülkenin yurtiçi tasarruf fazlasına sahip olmasını gerektirmektedir. Türkiye’de yurtiçi tasarrufunda eksiklik olmasına rağmen bu uygulama yapılmaktadır. Varlık fonu olarak adlandırılan bu olgu, ülkenin resmi rezervlerinde yer almayan fonları ifade etmektedir (Karagöl ve Koç, 2016). Türkiye ekonomisinin yakın gelecekte kamudan tasarruf fazlası alma şansı bulunmadığından, bu kurumun oluşturulma sebebinin yıl içinde elde edilen endeksli gelirler olduğu söylenebilmektedir (Kayıran, 2016).

Türkiye Varlık Fonunun kurulmasının amaçları aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır (T.C. Resmî Gazete, 2016).

- Sermaye piyasasındaki araçların çeşitliliğini ve derinliğine teşvik etmek,
- Devletin varlıklarının ekonomiye kazandırılması,
- Dış kaynak temininde bulunmak,
- Stratejik ve büyük yatırımlara katılıma yönelik alt fonların oluşturulması ve yönetimi.

Türkiye Varlık Fonu kanun gerekçesinde üç ana başlık altında toplanmıştır. Bu üç ana başlık; büyüme ve kalkınma amaçları, istikrar amaçları ve dış politika amaçları olarak bilinmektedir (Uslu, 2018).

### **Büyüme ve kalkınma amaçları**

- Gelecekteki 10 yıl içerisinde büyüme oranının %1,5 daha artması,
- Yapılmış olan yatırımlarda ek istihdam yaratma,
- Savunma, havacılık ve yazılım teknolojisi gibi yoğun stratejik sektörlerdeki yerli, sermayeli şirket ve projelerin desteklenmesi,
- Ulusal borcu artırmadan büyük altyapı projelerinin finanse edilmesi,
- Arz güvenliğini sağlamak için, doğal gaz ve petrol gibi Türkiye için önemli stratejik sektörlere yasal ve bürokratik kısıtlamalar olmadan doğrudan yatırım yapmak.

## **İstikrar amaçları**

TVF'nin istikrarı sağlamak, piyasada gerekli güven ortamını oluşturmak ve uluslararası arenada güvenilirliği artırmak için piyasayı finansal baskı koşullarında temizlemeyi taahhüt ettiği vurgulanmaktadır (Kaplan, 2022).

## **Dış politika amaçları**

Oluşturulan varlık fonunun yapısal ulusal sorunların aşılmasının ötesinde önemli bir dış politika aracı olacağına da değinilmiştir. Kanun gerekçesinde TVF'nin bir dış politika aracı olarak kullanılabileceği belirtilmektedir ve *“Bu fon, ekonominin yapısal sorunlarının çözümüne yardımcı olduğu gibi, Türkiye'nin uluslararası arenada daha fazla yer alması için önemli bir dış politika aracıdır”* ifadesi kullanılmaktadır (Yamak ve Saygın, 2019).

Yukarıda bahsi geçen kanun metnine ek olarak TVF internet sitesinde dış politika amaçları aşağıdaki şekilde sıralanmıştır (http-28).

- Özkaynak finansmanına uygun varlıkların gelişimini desteklemek,
- Önemli kamu varlıklarının değerini artırarak ekonomik büyümeyi teşvik etmek,
- Türkiye'ye daha fazla yatırım ilgisi çekmek ve yeni yatırımlar için sermaye sağlamak,
- Stratejik öneme sahip sektörlerin ve önemli yatırımların gelişimine katılmak için Türkiye Varlık Fonu ve alt fonlarını kurmak ve yönetmek,
- Sermaye piyasası araçlarının çeşitliliğini ve derinliğini teşvik etmek.

Yukarıdaki amaçlara ek olarak, TVF ana çalışma mekanizması kanun teklifinden sonra danışman tarafından kamusal varlıkların finansal araçlara dönüştürülmesi, yani “menkulleştirme” olarak ifade etmiştir. Dolayısıyla, TVF'nin amaçlarından birinin “varlığa dayalı menkul kıymetler” şeklinde fon yaratmak olduğu görülmektedir (Uslu, 2018).

Türkiye Varlık Fonu'nun faaliyet alanı hakkında olan Kanununun 2. Maddesinde tanımlanmıştır. Maddeye göre TVF'nin 6741 sayılı Kanunla özel hukuk hükümlerine tabi anonim şirket olarak faaliyet göstermek üzere kurulduğu Merkez Bankası veya Maliye Bakanlığı yerine Cumhurbaşkanının liderliği altında faaliyet göstereceği belirtilmiştir.

Kamu varlıklarını en iyi şekilde kullanmak için ekonomik büyümeye değer katmak ve potansiyel sinerjileri ortaya çıkarmak amacıyla kurulan varlık fonlarının işlemlerinin değerlendirilmesi; yerli ve yabancı şirketlerin hisse senedi işlemleri, kamu borçlanma araçlarına ilişkin işlemler, yabancı kamu ve ihraççı payları, özelleştirme kapsamındaki şirketlerin payları ve planlanan işlemler, özel sektör, gayrimenkuller, fon işlemleri iştirak hisseleri, katılma hesapları ve vadeli mevduat işlemlerine, bu işlemlerin mevduat sertifikalarına, gümüş, platin, altın ve diğer kıymetli madenler ve bunlara kaynak olarak ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçları, gayrimenkul ve kiralama sertifikaları, özel olarak tasarlanmış yabancı yatırım araçları, yerli ve uluslararası yatırımlar ulusal varlık fonları ve yatırım şirketleri sayesinde yapılan yatırımlara iştirak edilmesi, Türkiye Varlık Fonunun faaliyet alanlarından sayılabilmektedir (Kılıçarslan, 2018).

Türkiye Varlık Fonu Anonim Şirketi'nin ana faaliyet konusu sermaye olarak bilinmektedir. Türkiye Varlık Fonu ve iştirakleri, piyasa enstrümanlarının çeşitliliğini ve derinliğini teşvik etmeyi, ülke halkına ait varlıkları ekonomiye kazandırmayı, evrensel kurumsal yönetim ilkelerini ile varlıkların değerini artırmayı amaçlamaktadır. Ayrıca Türkiye Varlık Fonu, varlıklarının katma değerli performansını iyileştirerek büyük ölçekli projelere finansman sağlayacak, bu projelerin hayata geçirilmesi yoluyla istihdam sağlayacak ve finansman maliyetleri üzerindeki baskıyı azaltacaktır. Bu durumun tasarruf ve yatırımların artması nedeniyle ülkenin büyümesine ve kalkınmasına olumlu etki edeceğini söylemek mümkündür (TVF, 2018).

#### **4.1.3. Türkiye Varlık Fonunun Yönetimi ve Denetimi**

Türkiye Varlık Fonu profesyonel yönetim ilkelerine esasen özel hukuk düzenlemelerine tabi olarak yönetilen bir anonim şirkettir. Şirket İstanbul'da bulunmaktadır. Hükümet kararı ile yurt içinde ve yurt dışında şubeler, temsilcilikler ve irtibat büroları acenteler açabilmektedir. TVF yönetim kurulu, başkan, genel müdür yardımcısı ve altı yönetim kurulu üyesinden oluşmaktadır. Bu altı yönetim kurulu üyesinden biri aynı zamanda şirketin CEO'dur. Türkiye Varlık Fonu A.Ş.'nin Yönetim Kurulu Başkanı Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı'dır. Cumhurbaşkanı vekili ise Hazine ve Maliye Bakanıdır. TVF kapsamında kurulacak her alt fon için bağımsız bir yatırım komitesi kurulmaktadır. Bu komiteler bir yönetim kurulu üyesi, bir portföy

yöneticisi ve bir genel müdürden oluşmaktadır. Ayrıca gerektiğinde fonun yatırım stratejisi dikkate alınarak stratejiye uygun yeni personeller de atanabilmektedir(http-29).

Şirketin yönetim yapısı incelendiğinde, ilk bölümde bahsi geçen örnek varlık fonu yönetim yapısı ile örtüşmediği görülmektedir. Parlatentonun kuruluş kanununu onaylamaktan başka yetkisi olmadığı net bir şekilde bilinmektedir. Cumhurbaşkanı tarafından fonunun yönetim kurulu olan üyelerin atanması buna esasen diğer ülkelerin uygulamalarıyla örtüşse de yönetim kurulu için nasıl talimat verileceğine dair herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak şirket yönetim kurulu tarafından geliştirilen 3 yıllık yatırım stratejik planı, Cumhurbaşkanı'nın onayı ile yürürlüğe sunulmaktadır (Kayıran 2016).

TVF'nin görev ve sorumluluklarını iyi bir şekilde yerine getirebilmesi için oluşturabileceği komitelerin özelliklerine ve yönetim yapısına esasen şirket sözleşmesinde aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:

*“Yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarının sağlıklı bir şekilde yerine getirilmesi amacıyla yönetim kurulu bünyesinde 06.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında kurumsal yönetim düzenlemelerine uygun surette Denetim Komitesi, Kurumsal Yönetim Komitesi ve Riskin Erken Saptanması Komitesi oluşturulur. Bu üç komitenin başkanları yönetim kurulu üyeleri arasından seçilir. Bu komitelerde genel müdür görev alamaz.”* (Türkiye Varlık Fonu Yönetim Anonim Şirketi Esas Sözleşmesi, MADDE 16/2, http-29).

TVF'nin görev ve sorumluluklarını yerine getirirken yararlandığı komitelerin özellikleri, yapıları ve yetkileri Tablo 4.1'de detaylı bir şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 4.1** *Türkiye Varlık Fonu Bünyesinde Kurulan Komiteler ve Görev Tanımları (Danık, 2019).*

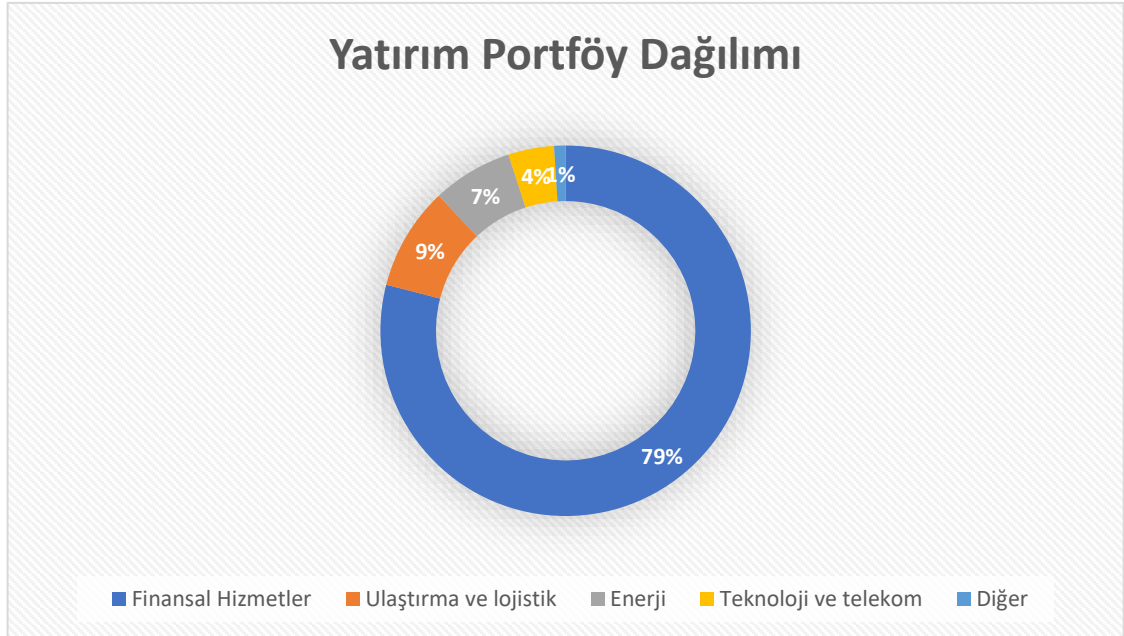
<b>Türkiye Varlık Fonu Komiteleri</b>	
<b>Denetim Komitesi</b>	Denetimden sorumlu Komite, şirket ve şirkete bağlı ortaklıklarının mali tablolarının kalitesinin ve doğruluğunun gözetiminden, muhasebe sisteminin işleyişinin ve etkinliğinin gözetilmesinden, bağımsız dış denetim kuruluşunun atanmasına ön onay verilmesinde ve bu kuruluşlar tarafından verilen hizmetlerin sağlanmasında Yönetim Kurulu'na yardımcı olur. Ayrıca, şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş yıllık mali tablolarını ve Başbakan tarafından atanan denetçiler tarafından hazırlanan faaliyetlere ilişkin denetim raporlarını her yıl haziran ayı sonuna kadar Bakanlar Kurulu'na sunulur.

[Tablo 4.1. (Devam) Türkiye Varlık Fonu Bünyesinde Kurulan Komiteler ve Görev Tanımları]

<b>Kurumsal Yönetim Yönetimi</b>	Şirkette kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığını, eğer uygulanmıyorsa nedenini ve bu ilkelere tam olarak uyulmamasından kaynaklanan nedenleri tespit eder ve yönetim kuruluna uygulama yönleri hakkında önerilerde bulunur.
<b>Riskin Erken Saptanması Komitesi</b>	Şirketin varlığını, gelişmesini ve devamını tehdit eden risklerin erken teşhisi, tespit edilen riskler için gerekli önlemlerin uygulanması ve risk yönetiminde çalışmalar yapmaktadır.

Türkiye Varlık Fonu, kamu varlıklarının değerini artırarak ekonomik büyüme hedeflerini gerçekleştirirken stratejik öneme sahip sektörlerin gelişimine katkıda bulunmaktadır. Portföy şirketlerinin uzun vadeli sürdürülebilirliğini sağlarken, ekonomiye değer katan faaliyetlerde bulunurken, ulusal ve uluslararası finans kuruluşları da dahil olmak üzere iş birliği ve sürdürülebilirlik ilkeleri her zaman önemli olmuştur (Ceyhan, 2021).

Türkiye Varlık Fonu yatırım portföy dağılımının 2022 yılı için olan görünümü aşağıdaki Grafik 4.1’de verilmiştir.



**Grafik 4. 1** TVF yatırım portföyü dağılımı ([http-30](http://30) sitesinden alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur).

TVF'nin yatırım portföyü dağılımını daha da kapsamlı bir açıklama yapmak gerekirse, Türkiye'nin en büyük üç kamu bankası (Ziraat Bankası, HalkBank, VakıfBank) ve Borsa İstanbul, varlık büyüklüğüne göre TVF'nin portföyünde yer almaktadır. Buda yukarıda gösterilen Grafik 4.1'de finansal hizmetler kısmını kapsamaktadır. Bundan başka ulaştırma ve lojistik bakımından bir örnek göstermek gerekirse, Türkiye Hava Yollarını, PTT ve İzmir Alsancak limanını söylemek mümkündür.

TVF'nin denetimleri her yıl Cumhurbaşkanı tarafından atanan denetçiler tarafından yapılır. Bu kapsamda varlık fonları ve ilgili tüm kurumlar denetlenir. Varlık fonlarının ve ilgili şirketlerin çıkarmış olduğu mali tablolar ve faaliyetleri en az 3 yıllık bankacılık, ekonomi, finans veya hazine alanlarından deneyimli olan üç merkez denetçi tarafından her yıl denetlenir. Bağımsız denetim standartlarına göre Cumhurbaşkanı tarafından denetlenen varlık fonu denetim raporu her yıl Plan ve Bütçe Komisyonu'na sunulur. TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu, varlık fonuna bağlı olan ve bu fona bağlı olarak faaliyet gösterecek tüm şirket ve alt fonları mali tabloları, raporları ve faaliyetleri üzerinde yıllık denetim yapmaktadır (TBMM, 2016).

Denetimle ilgili şeffaf bir şekilde kamuoyunun bilgilendirme, Santiago İlkelerine esasen Türkiye Varlık Fonu'nun bir prosedürü olarak bilinmektedir. Türkiye Varlık Fonu SWFI'nin güncel verilerine göre Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'nden 6 puan almıştır. Sonuçtan anlaşıldığı gibi Türkiye Varlık Fonu Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'nin ilkelerine tam tamına uymadığı anlaşılmaktadır. Bu da TVF'nin halka çok açık ve tamamen şeffaf bir fon olmadığını göstermektedir.

## **4.2. Azerbaycan Petrol Fonu**

### **4.2.1. Azerbaycan Petrol Fonunun Kurulması ve Tarihçesi**

1993 yılında milli lider Haydar Aliyev'in halkın ısrarı ile yeniden iktidara gelmesi, ülkenin siyasi ve ekonomik hayatında büyük değişikliklerin başlangıcı olmuştur. Azerbaycan'ı büyük bir felaketten kurtaran Haydar Aliyev, ülkenin ekonomik büyümesini hızlandırmak için adımlar atmaya başlamıştır. Azerbaycan ekonomisinin petrol faktörünün ortasında canlandığı gören Haydar Aliyev vizyoner politikasıyla dünyaca ünlü petrol şirketlerini bu sektöre davet etti. Bu stratejinin özünde bir fikir vardı,

bu fikir; tüm petrol gelirlerini yanı sıra siyasi ve ekonomik çıkarları, Azerbaycan halkının gelecekteki yararı ve refahı için kullanmaktı. Bu düşünceye dayalı politikanın bir sonucu olarak 20 Eylül 1994'te Bakü'de Hazar'ın Azerbaycan sektöründeki "Azeri", "Çırac" ve "Güneşli" sahalarında petrolün ortak geliştirilmesine ilişkin bir anlaşma imzalandı. Anlaşma, tarihi, siyasi ve uluslararası önemi nedeniyle "Yüzyılın Anlaşması" olarak anıldı. Bununla birlikte Haydar Aliyev'in ülkenin geleceği için hazırladığı "Yeni Petrol Stratejisi" başarıyla uygulanmaya başladı ve bu politika Azerbaycan'a petrol ülkesi sıfatını geri getirdi (http-31).

Milli lider Haydar Aliyev'in büyük bir öngörü ile uyguladığı petrol stratejisinin bir sonraki aşaması, ülke petrol sahalarının yabancı şirketlerle ortaklaşa geliştirilmesinden elde edilen petrol gelirlerinin toplanıp etkin bir şekilde yönetilmesi, bu kaynakların öncü sahaların geliştirilmesine yönlendirilmesi, bu kaynakların öncü sahaların geliştirilmesine yönlendirilmesi ve verimli bir şekilde yönetilmesiydi. Bu amaçla Haydar Aliyev'in 29 Aralık 1999 tarihinde ve 240 sayılı Kararnamesi ile Azerbaycan Devlet Petrol Fonu (State Oil Fund of Azerbaijan – SOFAZ) kurulmuştur (http-32). Bu fon Cumhurbaşkanı'nın 29 Aralık 2000 tarihli ve 434 sayılı Kararnamesi ile onaylanmıştır.

Devlet Petrol Fonu, ülkenin gelecek nesiller için petrol ve gaz kaynaklarına ilişkin anlaşmaların uygulanmasıyla gelirlerinin toplanmasını, etkin yönetimini ve korunmasını sağlamaktadır. Bu anlamda SOFAZ, Azerbaycan'ın kurulan başarılı petrol stratejisinin ayrılmaz bir parçası olmuştur. Fonun 23 yıldaki tarihsel gelişimi Tablo 4.2'de anlatılmıştır.

**Tablo 4. 2 Azerbaycan Devlet Neft Fonu Tarihsel Gelişimi (http-33- sitesinden alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur).**

Yıllar	Olaylar
1999	SOFAZ, Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı Haydar Aliyev'in Kararnamesi ile kurulmuştur.
2000	SOFAZ Kararnamesi onaylandı.
2001	270,9 milyon ABD doları SOFAZ hesabına aktarıldı.
2002	SOFAZ'ın yıllık mali faaliyetinin denetimi ilk kez gerçekleştirildi.
2003	SOFAZ'dan devlet bütçesine ilk transfer yapıldı.
2004	Madencilik Şeffaflık Girişimi'nin Azerbaycan'da uygulanmasına ilişkin memorandum imzalandı.
2005	SOFAZ'ın varlık hacmi ilk kez 1 milyon ABD dolarını aştı.
2006	Fon, Azerbaycan Yatırım Şirketi'nin yetkili sermayesinin oluşumuna yönlendirildi.
2007	SOFAZ fon bazında "Bakü-Tiflis-Kars yeni demiryolu" projesinin finansmanına başladı.
2008	"2007-2015 Azerbaycan gençlerinin yabancı ülkelerde eğitimine yönelik Devlet Programı'nın finansmanına başladı.
2009	SOFAZ'ın bir dizi çalışanlarına "İlerleme" madalyası verildi.
2010	"Oğuz-Kabala-Bakü" su boru hattı devreye alındı.

[Tablo 4.2. (Devam) *Azerbaycan Devlet Neft Fonu Tarihsel Gelişimi*]

<b>2011</b>	Santiago İlkelerinin uygulanmasına ilişkin ilk rapor SOFAZ tarafından sunuldu.
<b>2012</b>	SOFAZ ilk kez altın, hisse senedi ve gayrimenkul yatırımlarına başladı ve yatırım portföyüne Türk lirası, Avustralya doları ve Rus rublesi gibi yeni para birimleri ekledi.
<b>2013</b>	SOFAZ aldığı altını Azerbaycan'a getirmeye başladı.
<b>2014</b>	SOFAZ yatırım politikasını değiştirdi: hisse payı %5'ten, %10'a, sabit getirili menkul kıymetlerin payı ise %85'ten %80'e düşürüldü.
<b>2015</b>	Tokyo'da gayrimenkule yatırım yaptı ve Çin yuanı yatırım portföyüne eklendi.
<b>2016</b>	Alternatif finansal araçlara yapılan yatırımların payı arttı.
<b>2017</b>	"Bakü-Tiflis-Kars yeni demiryolu" resmen açıldı.
<b>2018</b>	SOFAZ'ın resmi internet sitesi güncellendi.
<b>2019</b>	TANAP- Trans Anadolu doğal gaz boru hattı Türkiye'de devreye alma töreni düzenlendi ve SOFAZ'ın 20. kuruluş yılı tamamlandı.
<b>2020</b>	Rovshan Javadov, AR Başkanının kararnamesine esasen İcra Direktör Yardımcısı olarak atandı.
<b>2021</b>	SOFAZ, devlet fonlarının faaliyetlerini şeffaflık ve hesap verebilirlik doğrultusunda değerlendiren prestijli ABD Peterson Uluslararası Ekonomi Enstitüsü tarafından derlenen ve Şubat 2019'da yayınlanan 2019 Devlet Fonu Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik değerlendirme tablosunda 64 devlet fonu arasında 92 puan aldı ve 5. sıraya yerleşti.
<b>2022</b>	SOFAZ, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na toplam 1 milyar avroluk 6 ay vadeli mevduat yatırdı.

Haydar Aliyev'in geleneksel petrol stratejisi, ülkenin petrol ve gaz gelirlerini öncü petrol sahalarını geliştirmek ve büyük sosyo-ekonomik öneme sahip projeleri uygulamak için kullanılmaktaydı. Uzun vadeli bir kalkınma planı olarak uygulanan petrol stratejisi, ülkenin iç kaynaklarının seferber edilmesi ve bol petrol kaynaklarının Azerbaycan halkının yararına verimli bir şekilde kullanılması esaslarına dayanmaktadır. Petrol stratejisinin bir sonraki aşaması, ülkenin petrol sahalarının yabancı şirketlerle ortak geliştirilmesinden elde edilen petrol gelirlerinin toplanması, etkin bir şekilde yönetilmesi, bu fonların öncü sahaların geliştirilmesi ve önemli projelerin uygulanması için kullanılmasıdır. Geleneksel petrol stratejisi, yabancı yatırımı ve deneyimi çekmeyi, çeşitlendirilmiş bir ihracat sistemi kurmayı, gelirin verimli ve şeffaf yönetimini ve kullanımını öngörmektedir ([http-31](http://31)).

Genel olarak Devlet Petrol Fonu'nun kurulması için aşağıdaki koşullara uymak gerekmektedir.

- Makroekonomik istikrar ve dengeyi sağlamak,
- Mali disiplini sağlamak,
- Gelecek nesiller için rezerv kaynakları (varlıkları) oluşturmak.

SOFAZ, devlet bütçesinden ayrı, bağımsız bir bütçeye ve bu bütçeyi yönetme yetkisine sahip bir tüzel kişilik olarak oluşturulmuştur. Fon bütçesi ile milli bütçe

arasındaki gelir-gider ilişkisi, kamu bütçe yönetimi alanında genellikle sadece bir gelir-gider çerçevesi olarak tanımlanmaktadır. Aynı zamanda, SOFAZ'ın kaynakları herhangi bir devlet kurumuna veya kamu dışı kuruluşa borç verilmemekte, herhangi bir tüzel veya gerçek kişi borcu için teminat olarak kullanılmamaktadır (Bayramov, 2017).

#### **4.2.2. Azerbaycan Petrol Fonunun Amacı ve Faaliyeti**

Azerbaycan'ının varlık fonunun kurulması için bazı belirli olan amaçlar vardı. Bu amaçlara genel bir kavramla yaklaşmak gerekirse, SOFAZ'ın misyonu, tükenmez hidrokarbon rezervlerini şimdiki ve gelecek nesiller için sürdürülebilir gelir sağlayan finansal varlıklara dönüştürmektir (http-34).

Fonun temel kurulma amaçlarından biri, ülkenin petrol zenginliğinde nesiller arası eşitliği sağlamaktır. SOFAZ, petrol ve doğal gaz sayesinde lede etmiş olduğu gelirleri geçerli bir şekilde yönetmek, sosyo-ekonomik açıdan önemli projelerin geliştirilmesine ve sahaların geliştirilmesine yatırım yapmak amacıyla kurulmuştur. Fonun faaliyetlerinin amacı aşağıdaki hedeflere sahiptir (http-35):

- Ülkedeki makroekonomik istikrarı sürdürmek, mali disiplini teşvik etmek ve petrol dışı sektörün gelişimini teşvik ederek petrol gelirlerine bağımlılığı azaltmak,
- Sosyo-ekonomik kalkınmayı desteklemek için büyük ulusal projeleri finanse etmek,
- Ülkenin petrol servetinde nesiller arası eşitliğin sağlanması, petrol gelirlerinin toplanması ve gelecek nesiller için korunması.

Azerbaycan Cumhuriyeti devlet petrol fonunun faaliyetinin normatif yasal dayanağını belirlemek, fonlarının etkin yönetim ve kullanımını sağlamak için bazı kararlar alınmıştır. Bu kararlar aşağıdaki gibidir (http-36).

- Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol Fonu'nun döviz fonlarının depolanması, konumlandırılması ve yönetime ilişkin kuralları onaylamak,
- Devlet Petrol Fonu kaynaklarının toplanma ve kullanılma koşullarının belirlenmesi amacıyla, petrol fonu gelir ve gider programının hazırlanması ve uygulanmasına ilişkin esasların 1 ay içerisinde hazırlanması.

SOFAZ'ın faaliyetleri, Başbakan başkanlığındaki bir Denetleme Kurulu tarafından denetlenmektedir. Yönetim kurulu, SOFAZ'ın yıllık bütçe taslağını, yıllık faaliyet raporunu, mali tablolarını ve denetim raporlarını inceler ve değerlendirir. Denetleme kurulu üyesi Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı tarafından onaylanır. SOFAZ'ın günlük faaliyetleri, Cumhurbaşkanı tarafından atanan bir icra direktörü tarafından yönetilmektedir (http-35).

#### **4.2.3. Azerbaycan Petrol Fonunun Yönetimi ve Denetimi**

'Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol Fonu döviz kaynaklarının toplanması, yerleştirilmesi ve yönetimi hakkında' başlığı adı altında yer almış olan kurallar, fonun tüm borsa yönetimini, çalışma çerçevesini ve denetim kurallarını belirlemektedir. Bu kurallara esasen, Petrol Fonu'nun döviz kaynaklarının yönetimi her yıl Cumhurbaşkanı tarafından onaylanan yatırım politikasına göre yürütülmektedir. Politika, portföy büyüklüğü ve yapısı, varlık likiditesi, kredi riskli limitleri ve portföy yönetimi verimliliği için gereklilikleri içermektedir.

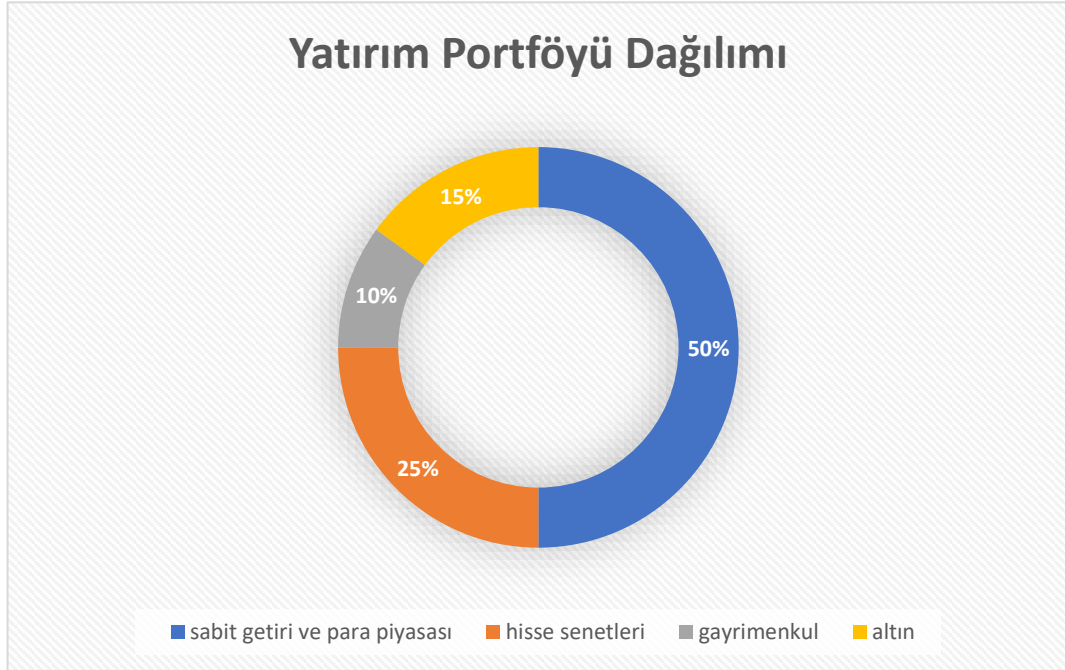
Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol Fonu'nun sadece Cumhurbaşkanı'na karşı bir sorumluluğu vardır. Fonun faaliyetleri bir denetleme kurulu tarafından kontrol edilir. Bu kurulunun ilk görevleri, petrol fonu başkanı tarafından hazırlanan yıllık bütçe kalemlerini, bütçe performans raporlarını, yıllık raporları ve mali etkinlik denetim sonuçlarını incelemektir. Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı'nın 27 Kasım 2008 tarih ve 73 sayılı kararına göre devlet ve sosyal kurumların temsilcilerinden oluşan Denetim Kurulu altı kişilik bir heyet tarafından onaylanmıştır (Bayramov, 2017).

Petrol Fonunun yönetim başkanı bazı yetkilere sahiptir. Bu yetkiler aşağıdakilerdir (http-37);

- Fonu temsil etmek,
- Fonun mevcut durumunu düzeltmek,
- Fon çalışanlarının göreve alınması ve göreve atanmasını gerçekleştirmek,
- Petrol Fonu'nun yıllık bütçesinin, fonların yıllık kullanım programının Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı'nın onayına sunulması ve hazırlanması,

- Azerbaycan Cumhurbaşkanı tarafından onaylanan kurallara göre fonun para yönetimini ve yatırım kurallarını düzenlemek.

SOFAZ'ın yatırım portföyü, SOFAZ'ın döviz varlıklarının yönetimine ilişkin esaslar (yatırım esasları) her yıl Cumhurbaşkanlığı kararnamesin ile onaylanan yatırım politikası çerçevesinde yönetilmektedir. SOFAZ'ın yatırım stratejisi, uzun vadeli riske göre ayarlanmış getirileri maksimize etmeyi amaçlamaktadır. Yatırım politikası, SOFAZ'ın yatırım portföyünün hedefleri, tahmini büyüklüğünü, para birimi yapısını, stratejik varlık tahsisini, ölçümlerini ve risk limitlerini tanımlar. SOFAZ'ın mevcut yatırım portföyü, sabit getirili ve para piyasası araçları, hisse senetleri, gayrimenkul ve altın yatırımlarını içermektedir. Aşağıdaki grafikte 2022 yılının yatırım portföyü sonuçlarını görmek mümkündür ([http-35](#))



**Grafik 4. 2** SOFAZ yatırım portföy dağılımı ([http-38](#)- sitesinden alınarak yazar tarafından oluşturulmuştur).

SOFAZ'ın faaliyetlerinde kuruluşundan bugüne dek şeffaflık ve hesap verebilirlik temel ilkelerinden biri olmuştur. SOFAZ'ın mali tablolarının saygın bir uluslararası denetim şirketi tarafından düzenli olarak denetlenmesi, SOFAZ faaliyetlerini şeffaflığını sağlamak için temel bir basamak olarak kullanılmaktadır ([http-35](#)).

2007'de SOFAZ, Birleşmiş Milletler Teşkilatı'nda Kamu Hizmetinde Şeffaflığı, Hesap Verebilirliği ve Sorumluluğu Geliştirme Ödülü almıştır. Bu Fon Santiago ilkelerine uyum sağlamıştır ([http-39](#)). SOFAZ, SWFI'nin güncel verilerine göre

Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'nden 10 puan almıştır. Buna göre Fonun halka açıklık ve şeffaflık bakımından ileri bir düzeyde olduğunu söylemek mümkündür.

### 4.3. Karşılaştırma

Türkiye Varlık Fonu, dünyadaki diğer benzer varlık fonlarından birçok yönden farklılık göstermektedir. Bunların başında doğal kaynak ve maden gelirleri veya ödemeler dengesi fazlası veren ülkeler tarafından kurulan benzer fonlar gelmektedir. Fakat Türkiye'nin cari fazlası, bütçe fazlası, petrol ve doğal gaz gibi emtiaları ihracından elde edilen gelirlerden gelir fazlası sağlayan bir kamu emeklilik sisteminin olmaması Türkiye'yi TVF'den ayıran önemli bir özelliktir (Şahin, 2017).

Türkiye Varlık Fonunun kuruluş amaçlarıyla Azerbaycan Petrol Fonunun kuruluş amaçları birbirinden farklıdır. Fonların adlarından da anlaşıldığı gibi birisi sadece varlık fonu olarak bilindiği halde diğer fonsa petrol fonu olarak bilinmektedir. TVF'ni SOFAZ'dan ayıran bir diğer özellikse bazı ekonomistlerin fikrine göre Türkiye Varlık Fonu'un "kalkınma fonu" olarak tanımlanmasıdır ([http-40](#)).

Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonlarının amaçlarını daha da genişletmek gerekirse TVF fonlarının temel amaçları Türkiye'nin stratejik olarak kurulmuş varlıklarını geliştirmek, değerini artırmak ve böylece ülkenin öncelikli yatırımlarına kaynak sağlamaktır. Azerbaycan Petrol Fonunun kurulma amaçları dünya genelinde var olan varlık fonları gibi nesiller arası refahı sağlamak ve petrol zenginliğinin eşit bir şekilde dağıtılmasıdır. Bu durumda iki fonun farklı amaçlara kurulduğunu söylemek mümkündür.

Çalışmanın bu kısmında Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonlarının beş yıl içindeki toplam gelirinin değerlendirilmesi yapılmıştır. Türkiye Varlık Fonu 2016 yılında oluşturulduğu için sadece 2017 yılından 2021 yılına kadar verilere ulaşmak mümkün olmuştur. Fakat Azerbaycan Petrol Fonu 1999 yılında oluşturulmasına bakmayarak resmi sitede 2005 yılından itibaren veriler paylaşılmaya başlamıştır. Etkili bir karşılaştırma yapmak amacıyla araştırmaya Türkiye Varlık Fonunun oluşturulduğu yıldan başlanılmıştır. Aşağıdaki Tablo 4.3'te ilk olarak Türkiye Varlık Fonunun toplam gelirleri gösterilmiştir.

**Tablo 4. 3** *Türkiye Varlık Fonu Toplam Gelirleri (2017-2021)* ([http-41](#)).

YILLAR	FONUN TOPLAM GELİRLERİ (USD)
2017	275.217.425
2018	611.740

[Tablo 4.3. (Devam) Türkiye Varlık Fonu Toplam Gelirleri]

<b>2019</b>	330.373
<b>2020</b>	386.119
<b>2021</b>	415.037

Türkiye Varlık Fonları yukarıda da bahsedilen gibi 2016 yılında kurulmuştur. Bu nedenle TVF'nin yıl başına düşen toplam gelirleri 2017 yılından resmi olarak paylaşılmıştır. Tablo 4.3'te 5 yıl içerisinde her yıl için ayrı ayrı fonun toplam gelirlerini görmek mümkündür. İlk olarak 2017 yılında fonun toplam gelirleri 275.217.425 dolar olmuştur (http-42). Bu toplam gelirler farklı farklı varlıkların gelirinden oluşmaktadır. Bu varlıklardan bahsetmek gerekirse, esas faaliyetlerden gelirler, yatırım faaliyetlerinden gelirler, sürdürülen faaliyet gelirleri ve diğer gelirleri örnek göstermek mümkündür. Bu varlıkların toplam gelirleri TVF'nin toplam gelirini oluşturmaktadır.

Tablo 4.3'te 2017 yılından 2018 yılına toplam gelirlerde büyük bir artış olmuştur. 2018 yılında toplam gelirler 611.740 dolar olmuştur. Fakat 2018 ve 2019 yıllar arasında büyük bir fark yoktur. 2019 yılından 2020 yılına 55.546 dolar artışın olduğunu söylemek mümkündür. Son olarak 2021 yılında Türkiye Varlık Fonunun toplam geliri 415.037 dolar olarak gösterilmektedir. 2021 yılı son 3 yıl içerisinde en büyük artışın olduğu yıl olarak bilinmektedir.

Azerbaycan Petrol Fonu varlıklarından bahsetmek gerekirse aşağıdaki Tablo 4.4'te toplam varlıkların verilerini görmek mümkündür.

**Tablo 4. 4** Azerbaycan Petrol Fonu Toplam Gelirleri (2017-2021) (http-43).

<b>YILLAR</b>	<b>FONUN TOPLAM GELİRLERİ (USD)</b>
<b>2017</b>	4.923.876,41
<b>2018</b>	6.799.974,24
<b>2019</b>	11.194.478,1
<b>2020</b>	7.284.757,76
<b>2021</b>	4.706.570,06

Azerbaycan Petrol Fonu Türkiye Varlık Fonundan farklı olarak 1999 yılında kurulmuştur. Türkiye Varlık Fonuyla aynı yılları karşılaştırmak amacıyla 2017

yılından olan veriler Tablo 4.4'te gösterilmektedir. Türkiye ile aynı olarak Azerbaycan Petrol Fonunun verileri 5 yıl içerisinde her yıl için ayrı ayrı fonun toplam gelirlerini görmek mümkündür. 2017 yılında artık SOFAZ'ın toplam gelirleri belirli bir raddeye gelmiştir ve 4.923.876,41 dolar olmuştur. Türkiye Varlık Fonu gibi bu fonun da toplam gelirleri farklı farklı varlıkların gelirinden oluşmaktadır. Bu varlıklar Türkiye'deki varlıklar gibi ayrılmamaktadır. Azerbaycan Petrol Fonunun belirli olan gelir kaynakları vardır. Bunlara örnek göstermek gerekirse, Azerbaycan Cumhuriyeti topraklarından petrol ve gaz transferinden elde edilen gelirler, Azerbaycan Cumhuriyeti'nin payına düşen hidrokarbon satıştan elde edilen net gelir, Devlet Petrol Fonunun döviz varlıklılarının konumlandırılması ve yönetiminden elde edilen gelirler ve diğer gelir kaynaklarıdır. Hemen hemen aynı olan gelir kaynaklarının toplam gelirleri SOFAZ'ın toplam gelirini oluşturmaktadır.

Tablo 4.4'te Türkiye Varlık Fonunun 2017 ve 2018 yıllar arasındaki artışı gibi aynı artış Azerbaycan Petrol Fonu için de gerçekleşmiştir. 2018 yılında Fonun toplam gelirleri 6.799.974,24 dolar olmuştur. 2018 ve 2019 yılları arasında da büyük bir artış olmuştur ve bu artı 4.394.503,86 dolar olarak bilinmektedir. 2019 yılı ile 2020 yılı arasında Fonun gelirinde düşüş yaşanmıştır. Bu düşüş miktarı 3.909.720,34 dolar olarak bilinmektedir. Son olarak 2021 yılında büyük düşüş yaşanmış ve Fonun toplam geliri 4.706.570,06 dolar olmuştur. Bu da 5 yıl içerisindeki en büyük düşüştür. En çok düşüş Azerbaycan Cumhuriyeti'nin payına düşen hidrokarbon satıştan elde edilen net gelirden gerçekleşmiştir.

#### 4.4. Değerlendirme

Araştırmanın bu kısımda Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonlarının genel yapısı ve verimliliği açısından bir değerlendirme yapılmaktadır. Bu değerlendirmeye esasen her iki fonun birbirinden ne kadar farklı olduğunu, farklı amaçlar doğrultusunda oluşturulduğunu işlevlerinin birbirinden farklı olduğunu söylemek mümkündür. Çünkü her ne kadar iki ülke birbirine tarihsel ve coğrafi alanda yakın olsalar da ekonomik yönden ikisi de birbirinden farklı ülkeler olarak bilinmektedir. Türkiye ve Azerbaycan varlık fonları farklı farklı yıllarda kurulmuştur. Bilindiği gibi Türkiye Varlık Fonu 2016 yılında kamuya ait bazı şirketleri yönetmek amacıyla kurulmuştur ve sonradan kalkınma fonu olarak faaliyet göstermiştir. Fakat Azerbaycan Petrol Fonu ülke bağımsızlık kazandıktan sonra 1999 yılında kurulmuş ve dünya genelinde kurulan varlık fonları gibi aynı amaç doğrultusunda gelecek nesiller için sürdürülebilir gelir kaynağı olarak kurulmuştur.

Bahsi geçen varlık fonlarının kurulma amaçlarından anlaşıldığı gibi her iki fon birbirinden farklıdır. Bu varlık fonlarının kuruluş yılları farklı yıllar olduğu için fonların varlık büyüklüğü de birbirinden farklıdır. İlk olarak Türkiye Varlık Fonundan bahsetmek gerekirse, TVF'nin 2021 yılı verilerinde bakıldığında 245 milyar dolarlık aktif büyüklüğe ulaşmış olduğunu söylemek mümkündür. Türkiye Varlık Fonunun büyüklüğünün aksine Azerbaycan Petrol Fonunun aynı yıl için yayınlanmış olduğu veri 43,6 milyar dolar olarak bilinmektedir. Her iki varlık fonunun büyüklüğünü karşılaştırmak gerekirse, Türkiye Varlık Fonunun Azerbaycan Petrol Fonuna oranla daha büyük olduğunu söylemek mümkündür. Her iki fon arasındaki fark gözle görülebilir bir şekildedir. Bu farkları her iki fon için değerlendirmek gerekirse, TVF'nin yatırım yaptığı bazı sektörlerde başarılı olduğunu söylemek mümkündür ve bu da TVF'nin varlık büyüklüğünü derinden etkilemektedir. Azerbaycan Petrol Fonundan bahsetmek gerekirse, daha çok yatırım büyüklüğüne sahip olmak için fonun portföy dağılımını daha verimli hale getirerek gelecek yıllar için iyi bir sonuç almak mümkün olabilir.

Son olarak her iki fonun şeffaflığı ele alalım. Türkiye Varlık Fonu ve Azerbaycan Petrol Fonu'nun ilk olarak Santiago endeksine uyumundan bahsetmek gerekirse, her iki fon da Santiago şeffaflık endeksinin 24 ilkesine uyum sağlamaktadır. Azerbaycan Petrol Fonu Santiago şeffaflık endeksine uyum sağlamaktan 55 puan almıştır. Fakat Türkiye Varlık Fonun ne kadar puan aldığını söylemek mümkün değildir çünkü buna dair bir veri bulunamamıştır. İkinci olarak Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksinden bahsetmek

gerekirse, her iki fon bu endeksin belirlenmiş olan ilkelerine uyum sağlayarak puan almışlardır. Türkiye Varlık Fonu Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksinden 6 puan almıştır fakat Azerbaycan Petrol Fonu bu şeffaflık endeksinden 10 puan almıştır. Bu durum her iki fonun Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksine aynı şekilde uyum sağlamadığını göstermektedir. Sonuncu olarak, Edwin.M Truman Şeffaflık Endeksini açıklamak gerekirse, Türkiye Varlık Fonu'nun bu endeks için bir uyum sağladığını söylemek mümkün değildir fakat Azerbaycan Petrol Fonu bu şeffaflık endeksine uyum sağlamaktadır. SOFAZ bu şeffaflık endeksine uyumundan 100 puanlık sistemden 95 puan alarak kendi farkını ortaya koymaktadır.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Varlık fonlarının ilk örnekleri 1800'lü yılların ortalarında okul fonları olarak başlamış ve ilk olarak 1900'lü yılların ortalarında bugünkü anlamıyla kurulmuştur. Ulusal varlık fonlarının ilk kez Körfez ülkelerinde ortaya çıkmaya başlamasının temel nedeni, petrol gelirlerindeki büyük artıştır. Fon, artan ticaret nedeniyle cari fazla veren ülkelerin sıcak parayı finansal piyasaları derinleştirmek, nesiller arası transferleri derinleştirmek ve refahın sürdürülebilirliği yoluyla büyüme ve kalkınmaya fayda sağlamak için etkin bir şekilde kullanılması için kurulmuştur. Ulusal varlık fonlarının kurulduğu ülkelerin farklı getiri ve kaynakları olsa da fonun kurulma amacı genel olarak aynı olmuştur. Finansman kaynağının emtia bazlı veya emtia dışı olmasına bakılmaksızın nihai amaç büyüme, gelişme ve refahın sürdürülebilirliği oluşmuştur.

Ulusal varlık fonları farklı amaçlara ulaşmak için kurulduğundan standart bir tanım yapmak oldukça zordur. Ancak bazı özellikler dikkate alındığında varlık fonlarının genel özellikleri ortaya çıkabilmektedir. Bu bağlamda varlık fonları, devlete ait olan ancak ülkenin diğer mali veya siyasi kuruluşlarından bağımsız olarak yönetilen, hiçbir yükümlülüğü olmayan, varlıklarını genellikle uzun vadeli ve yüksek riskli yatırımlar için kullanan bağımsız kuruluşlar olarak bilinmektedir.

Bu çalışmanın birinci bölümünde ulusal varlık fonlarının kavramının ne olduğunu, bu fonların nasıl oluştuğunu, fonların özellikleri ve kullanım alanları, amaçları ve türleri, denetim ve şeffaflığı, ülkelerin bu kurumlara neden ihtiyaç duyduğu incelenmektedir. Esas olarak da, farklı ülkelerdeki fonlar incelenerek fonlara karşı olan bakış açıları ortaya konmaya çalışılmıştır.

Farklı ülkelerdeki varlık fonları kavramını açacak olursak, çalışmanın ikinci bölümünde dünya üzerindeki en büyük varlık fonları ele alınmıştır. İkinci bölümde dünyadaki en büyük varlık fonları, tarihçesi, amaçları, türleri, denetim ve şeffaflığı açısından incelenmiştir. Yapılmış olan araştırmaya esasen, bu fonların dünya üzerindeki etkisi, kendi ekonomik durumları için ne kadar önemli fonlar olduğu ortaya konulmuştur. Bu sebepten, oluşturulmuş olan ulusal varlık fonlarının ülkelerin hem ekonomik durumu hem de gelecek nesiller için ne kadar önemli olduğu düşüncesi ortaya çıkmıştır. Bu yüzden ulusal varlık fonlarının önemi günümüzde daha da artmaktadır.

UVF'ler günümüzde hızlı bir şekilde büyümekte ve yapmış olduğu yatırımlar gündən güne önem kazanmaktadır. Uluslararası piyasalarda bu fonların etkileri gitgide daha da artmaktadır. Buna bağlı olarak şeffaflık ulusal varlık fonlarında denetim açısından son derece önemli olmaya başlamıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde ulusal varlık fonlarının denetim ve şeffaflığı hakkında bilgi verilmiş ve şeffaflık endekslerinin genel açıklamaları yapılarak dünyada en büyük varlık fonlarının şeffaflık düzeyleri ölçülmüştür. Yapılmış olan çalışmanın bir amacı da varlık fonlarında denetim ve şeffaflığın ne kadar önemli olduğunu anlatmak olmuştur.

Dördüncü bölüm çalışmanın önemli bir bölümü olarak bilinmektedir. Bu bölümde Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonları ele alınmıştır. Bu bölümde her iki ülkenin fonlarının tarihçesi, amaçları ve faaliyeti, denetim ve şeffaflığı hakkında bilgi verilmiştir.

İlk olarak Türkiye Varlık Fonundan bahsetmek gerekirse, dünya üzerinde 1950'li yıllardan oluşturulmaya başlamış olan ulusal varlık fonları Türkiye'de 2016 yılında kurulmuş ve faaliyete o yılda başlamıştır. Bu fonun kurulmasında başlıca sebep ülkenin kalkınmasına destek ve dış politika amaçlarını yerine getirmek olmuştur. Azerbaycan Petrol Fonundan bahsetmek gerekirse, Türkiye Varlık Fonuna kıyasla Azerbaycan Petrol Fonu 1999 yılında Azerbaycan kendi bağımsızlığını kazandıktan sonra ülkenin Cumhurbaşkanı Haydar Aliyev tarafından kurulmuştur. Türkiye Varlık Fonunun aksine Azerbaycan Petrol Fonu gelecek nesillere rezerv kaynakları oluşturmak ve mali disiplini korumak amacıyla oluşturulmuştur. Bu durum her iki fonun kuruluş amaçlarındaki farkı göstermektedir. Her iki ülkenin fonlarının farklı yıllarda kurulmuş olması sonucunda fonların yıllar içerisindeki faaliyeti de farklı olmuştur. Bu faaliyetlere esasen her iki fonun kurulduğu yıldan günümüze kadar nasıl bir hızla büyüdüğünü söylemek mümkündür. Bu yüzden de her iki fonun büyüklük verileri birbirinden farklıdır. Bu verilerden söz etmek gerekirse, Türkiye Varlık Fonu dünyadaki varlık fonları ve Azerbaycan Varlık Fonuna kıyasla daha geç oluşturulmuştur. Fakat Azerbaycan Petrol Fonunun oluşumu çok eski yıllara dayanmaktadır. Bu da her iki fonun büyüklük verisi anlamındaki farkı ortaya koymaktadır. Türkiye'nin en son paylaştığı verisi 2021 yılına ait olup, TVF'nin 245 milyar dolarlık aktif büyüklüğe sahip olduğu gösterilmiştir. Azerbaycan'ın verisi de aynı yılda paylaşılmış ve 43.6 milyar dolar olarak bilinmektedir. Her iki ülkenin oluşturmuş olduğu varlık fonlarının büyüklük verilerinde gözle görülebilir bir fark vardır. Fakat Azerbaycan Petrol Fonunun verileri Türkiye Varlık Fonu verilerine kıyasla düşüktür. Bu yüzden

Azerbaycan Petrol Fonunun verilerini daha da büyötmek amacıyla bazı çalışmalar yapılması önerilmektedir.

Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonlarında da dünyadaki varlık fonlarında olduğu gibi denetim ve şeffaflık önemli bir husus olarak bilinmektedir. Her iki fonun bilinen şeffaflık endekslerine göre değerlendirilmesi yapılmıştır. Türkiye Varlık Fonu'nun Santiago endeksine ne kadar uyum sağladığı hakkında bir veriye ulaşılmamıştır. Azerbaycan Petrol Fonuysa bu şeffaflık endeksinde 100 puan üzerinden 55 puan almıştır. Diğer şeffaflık endeksinden bahsetmek gerekirse, Linaburg-Maduell şeffaflık Endeksinden her iki fonun verilerine ulaşılmıştır. Türkiye bu şeffaflık endeksinden 10 puan üzerinden 6 puan almış fakat Azerbaycan 10 puan üzerinden 10 puan olarak fonun tüm şeffaflık endekslerinin ilkelerine ne kadar uyum sağladığını göstermiştir. Bu durumda her iki fonun şeffaflık yönünden birbirinden farklı olduğunu söylemek mümkündür. Bir öneri olarak Türkiye Varlık Fonunun şeffaflığa uyum sağlamasını ve bu verilerin tüm alanlarda paylaşılmasını tavsiye etmek mümkündür.

Son olarak, araştırmanın karşılaştırma kısmında elde ettiğimiz sonuçlardan yola çıkarak her iki fonun 2017 ve 2021 yılları için fon gelirlerinde bazı farklılar olduğunu söylemek mümkündür. Öyle ki, her iki ülkenin fon gelirlerinin ayrı ayrı varlık gelirlerinden geldiği ve her fonun kendine has bir gelir kaynağına sahip olduğunu net bir şekilde görmek mümkündür. Alınan verilere esasen iki fonun da gelir kaynaklarını bir yönden almasının doğru olmadığı farklı farklı gelir kaynaklarına yönelmeleri gerektiği açıktır.

Yapılmış araştırmada Türkiye ve Azerbaycan Varlık Fonlarının hala daha dünya fonlarına kıyasla geriden geldiği görölmektedir. Bu yüzden dünya üzerindeki bilinen varlık fonlarına uyum sağlamaları için her iki fonun kendini büyötmeye yönelik çalışmalar yapması önerilmektedir.

## KAYNAKÇA

- Afandiyev, E. (2013). Causes of Dutch disease and ways to deal with it: Literature review. *Indiana University-Purdue University Fort Wayne*.
- Aggarwal, R., & Goodell, J. W. (2018). Sovereign wealth fund governance and national culture. *International Business Review*, 27(1), 78-92.
- Aguilera, R. V., Capapé, J., and Santiso, J. (2016). Sovereign wealth funds: A strategic governance view. *Academy of Management Perspectives*, 30(1), 5-23.
- Aizenman, J., & Glick, R. (2007). Sovereign wealth funds: Stumbling blocks or stepping stones to financial globalization. *CPBS 2007 Annual Report*, 11.
- Akbulak, S. (2008). Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds): Gelişmeler ve düzenleme çalışmaları. *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi,
- Alagöz, M., ve Ceylan, O. (2019). *Türkiye Ulusal Varlık Fonu (Dünya Örnekleriyle Karşılaştırma)*. Ankara: Gazi Kitapevi
- Alhasel, B. (2015). Sovereign Wealth Funds: A literature review. *Journal of Economics and Business*, 78, s. 1–13.
- Al-Hassan, A., Brake, S., Papaioannou, M. M. G., and Skancke, M. (2018). *Commodity-based sovereign wealth funds: Managing financial flows in the context of the sovereign balance sheet*. International Monetary Fund.
- Al-Hassan, A., Papaioannou, M. M. G., Skancke, M., and Sung, C. C. (2013). *Sovereign wealth funds: Aspects of governance structures and investment management*. International Monetary Fund.
- Allen, M., and Caruana, J. (2008). Sovereign wealth funds-A work agenda. *International Monetary Fund*, 29.
- Al-Saidi, M. (2012). *Analytical study of sovereign wealth fund's strategies and policies: A case study of Oman sovereign wealth fund*. Doctoral dissertation. Brunel University Brunel Business School.
- Artus, P. (2009). Towards the End of Sovereign Wealth Funds?. *Revue d'Économie Financière*.
- Atkinson, A. B. (2015). *Inequality: What can be done?*. Harvard University Press.
- Aykın, H. (2011). Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?. *Stratejik Düşünce Enstitüsü-SDE Analiz*, 4-28.
- Baghat, G. (2008). Sovereign Wealth Fund: Dangers and Opportunities. *Royal Institute of International Affairs*, Volume 84, Sayı 6, ss. 1189-1204.
- Bagnall, A. E., & Truman, E. M. (2013). Progress on sovereign wealth fund transparency and accountability: an updated SWF scoreboard. *Policy Brief*, 13, 1-29.

- Bahgat, G. (2010). Sovereign wealth funds: An assessment. *Global Policy*, 1(2), 162-171.
- Balin, Bryan J. (2008). *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*. Johns Hopkins University School of Advanced International Studies.
- Bayar, Y., & YILDIRIM, M. (2013). Ulusal Varlık Fonlarının regülasyonuna yönelik çabalar: Santiago prensipleri. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, (585), 67-80.
- Bayramov, F., ve Arıkboğa, Y. (2017). *Petrol Zengini Ülkelerde Maliye Politikasının Etkinliği: Azerbaycan Örneği*. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bazoobandi, S., & Nugent, J. B. (2017). Political Economy of Sovereign Wealth Funds in the oil exporting countries of the Arab Region and especially the gulf. In *Economic Research Forum Working Paper* (Vol. 1143).
- Beck, R. ve Fidora, M. (2009). Sovereign Wealth Funds-before and since the crisis. *European Business Organization Law Review*, Volume 10, Issue 3, ss. 353-367.
- Beck, R., & Fidora, M. (2008). The impact of sovereign wealth funds on global financial markets. *Intereconomics*, 43(6), 349-358.
- Beken, H. G. ve Baltacı, N. (2019), Ulusal Varlık Fonlarına ilişkin 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.
- Braunstein, J. (2009). Sovereign Wealth Funds: the emergence of state owned financial power brokers. Available at SSRN 1452797.
- Braunstein, J. (2017). Understanding the politics of Bailout policies in Non-Western countries: The use of Sovereign Wealth Funds. *Journal of Economic Policy Reform*, 20 (1): 46-63.
- Capapé, J., & Guerrero Blanco, T. (2013). More layers than an onion: Looking for a definition of sovereign wealth funds. *SovereignNET Research Papers, ESADE Business School Research Paper*, (21).
- Ceritli, İ. (2012). Türk kamu yönetiminde şeffaflaşma ve hesap verebilirliğe yönelik pozitif dönüşüm, dirençler ve zayıflıklar: geleceğin gelenekle dansı. Şeffaf ve Hesap Verebilir Kamu Yönetimi Sempozyumu, Ankara.
- Ceyhan, E. (2020). *Dünyada Varlık Fonu Yönetimi ve Türkiye Varlık Fonu*. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş Sütcü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Chevalier, J. M. (2009). Les fonds souverains pétroliers. *Revue d'économie financière*, 21-26.
- Çap, S. (2019). *Dünyada varlık fonu uygulamalarının incelenmesi ve Türkiye Varlık Fonunun kuruluş amacının bu uygulamalar çerçevesinde değerlendirilmesi*. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Ankara Hacıbayram Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü.

- Çetinkaya, Ş. (2017). Dünya da Ulusal Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu Üzerine Swot Analizi. *Uluslararası Sosyal Bilimler Akademik Araştırmalar Dergisi*, 1(1), 30-39.
- Çöllü, F. (2019). Ulusal Varlık Fonları, *Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Danık, G. (2019). *Uluslararası varlık fonu tecrübelerinden Türkiye varlık fonuna bakış*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Danık, G. (2019). *Uluslararası varlık fonu tecrübelerinden Türkiye varlık fonuna bakış*. Yüksek Lisans Tezi. Bilecik: Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü).
- Das, M. U. S., Mazarei, M. A., & Van Der Hoorn, H. (2010). *Economics of Sovereign Wealth Funds*. International Monetary Fund.
- Dedeoğlu, E. (2016). Kamu mali yönetiminde neler oluyor? Varlık Fonu ve tamamlayıcı ödenek. *TEPAV Değerlendirme Notu*, 201629.
- Delacour, C. B. (2009). *Les fonds souverains: ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale*. Editions Eyrolles.
- Demarolle, A. (2009). Sovereign Wealth Funds: a Strategy for France?. *Revue d'Économie Financière*.
- Dockès, P. (2009). Les fonds souverains et l'impérialisme d'émergence. *Revue d'économie financière*, 27-38.
- Durdu, M. (2018). Türkiye varlık fonu için bir uygulama örneği: Singapur temasek holding. *Necmettin Erbakan Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1(2), 74-92.
- Durdu, M. (2018). *Türkiye'de bütçe dışı fon uygulamaları ve varlık fonu*. Adalet Yayınevi.
- Engin, İ. (2022). Ulusal Varlık Fonları. *Abant Sosyal Bilimler Dergisi*, 22.1: 293-309.
- Fotak, V., Gao, X., and Megginson, W. L. (2017). *A financial force to be reckoned with? An overview of sovereign wealth funds* (pp. 16-62). Oxford, UK: Oxford University Press.
- Gieve, S. J. (2008). Sovereign wealth funds and global imbalances. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q2.
- Gomes, T. (2008). *The impact of sovereign wealth funds on international financial stability* (No. 2008-14). Bank of Canada.
- Güçlü, M. (2018). Ulusal varlık fonları: Türkiye ekonomisi için bir değerlendirme. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 9(1), 39-53.
- Gülşen, H. (2006). 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu'nun Kapsamı. *Güncel Mali Sorunlar*, 1, 16.
- Haberly, D. (2011). Strategic sovereign wealth fund investment and the new alliance capitalism: A network mapping investigation. *Environment and Planning A*, 43(8), 1833-1852.

- Hammer, Cornelia, Kunzel, Peter and Petrova, Iva (2008). Sovereign wealth funds: Current institutional and operational practices. *IMF Working Paper*.
- Heaney, R., Li, L., & Valencia, V. (2011). Sovereign wealth fund investment decisions: Temasek Holdings. *Australian Journal of Management*, 36(1), 109-120.
- Johnson, S. (2007). The Rise of Sovereign Wealth Funds. *Finance & Development*, 57.
- Kanışlı, E., and Bozdoğan, D. (2023). Türkiye Ulusal Varlık Fonunun Norveç Emeklilik Fonu Çerçevesinde Değerlendirilmesi ve Şeffaflığının Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi ile Analizi. *Gümrük ve Ticaret Dergisi*, 11(31), 8-30.
- Karagöl, E. T., ve Koç, Y. E. (2016). Dünyada ve Türkiye’de varlık fonu. *Siyaset Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı*, (169).
- Karasioğlu, F. ve Göktürk, İ.E. (2017). Varlık Fonu temel stratejisi ve Türkiye örneği, *GJEBS Global Journal of Economics and Business Studies*, Cilt 6, Sayı 12, ss. 100-109.
- Kavcıoğlu, Ş. (2018). Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 10(18), 87-109.
- Kayıran, Meltem (2016). Türkiye Varlık Fonu’nun kuruluş amaçları ve yapısı üzerine bir değerlendirme. *Eğitim Bilim Toplum Dergisi*, 14(56), 55-90.
- Kerkez, K. (2019). Küresel Ekonominin Yeni Aktörleri Ulusal Varlık Fonları. *Fiscaoeconomia*, 3(1), 1-38.
- Kılıçarslan, M. (2018). *Ulusal varlık fonu'nun Türkiye'de İslami finansın gelişimi üzerine etkileri*. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü,
- Koch-Weser, I., & Haacke, O. D. (2013). *China investment corporation: recent developments in performance, strategy, and governance*. US-China Economic and Security Review Commission.
- Konukman, A., ve Şimşek, O. (2017). Ulusal varlık fonları ve Türkiye uygulaması. *Çalışma ve Toplum*, 4(55), 1913-1944.
- Kuçlu, N. *Dünyada ve Türkiye’de Varlık Fonu uygulamaları*. Yayınlanmış Yüksek lisans tezi. Kafkas Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü).
- Liew, L. H., & He, L. (2012). Operating in an inharmonious world: China Investment Corporation. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 17(2), 253-267.
- Lugo, S. (2012). *Sovereign Wealth Funds and state capitalism*. Unpublished Doctoral Thesis. Politecnico di Milano.
- Makhlouf, H.H. (2010). Sovereign Wealth Funds, *International Journal of Governmental Financial Management*, Volume X, Issue 1, ss. 35-41.
- Marchick, D. M., & Slaughter, M. J. (2008). *Global FDI policy: correcting a protectionist drift* (No. 34). Council on Foreign Relations.

- Masimov, A. (2021). *Bir Organizasyon Biçimi Olarak Ulusal Varlık Fonları*. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Alanya Alaaddin Keykubat Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü.
- Monk, A. H. (2011). Sovereignty in the era of global capitalism: the rise of sovereign wealth funds and the power of finance. *Environment and Planning A*, 43(8), 1813-1832.
- Monk, A.H.B. (2008). Is CalPERS A Sovereign Wealth Fund?. , Chestnut Hill, MA. *Center for Retirement Research at Boston College*. 8-21
- Özgül, H. B. (2018). *Varlık Fonları ve Türkiye Varlık Fonu*. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations. *Central Banking Journal*, 15(4), 52-57.
- Sakarya, Ş., & Erdem, M. (2018). Varlık fonuna devredilmenin firmaların hisse senedi getirilerine etkisi: Bist’de bir uygulama. Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler, *Enstitüsü Dergisi*, 2(1), 30-44.
- Santiso, J. (2009). Les fonds souverains: des acteurs clés dans la nouvelle géographie des richesses. *Revue d'économie financière*, 315-342.
- Saraç, Ş., ve Kaplan, O. (2022). *Ulusal Varlık Fonlarının Büyüme Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği*. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sarısu, A. (2016). Dünyada Ulusal Varlık Fonu yönetim şirketleri. *Yaklaşım Dergisi*, Cilt 24, Sayı 287, ss. 231-238.
- Sarsıcı, E., Değirmenci, B., ve Öztürk, C. (2017). Sermaye piyasalarına yeni bir kavram olarak giren Türkiye Varlık Fonu yönetimi. *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*, 3, 51-58.
- Setser, B. ve Ziemba, R. (2009). GCC Sovereign Funds- reversal of fortune. *Center for Geoeconomic Studies*, Volume: 1, s. 1-29.
- Sim, Y. J. B. (2017). *Sovereign wealth funds and corruption in their home states*. Doctoral Dissertation. Singapore: National University of Singapore.
- Singh, K. (2008). Frequently Asked Questions About Sovereign Wealth Funds. *Cornerhouse Briefing Paper, The Cornerhouse*.
- Sun, X., Li, J., Wang, Y., and Clark, W. W. (2014). China's Sovereign Wealth Fund Investments in overseas energy: The energy security perspective. *Energy Policy*, 65, 654-661.
- Sürekli, A. M. (2015). *Ekonominin çeşitlendirilmesinin bir aracı olarak ulusal refah fonu modelinin Türkiye ekonomisi açısından uygulanabilirliği*. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara: Gazi Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi.
- Şahin, Ö. U., (2017). Kamu Maliyesi- Varlık Fonu İlişkisi: Türkiye İçin Fırsat mı Tehdit mi? *Journal of Awareness*, 2, 349-379.

- Şimşek, O. (2017). Çin Yatırım Şirketi (CIC) özelinde finansal küreselleşmede devlet sermayesi: Ulusal Varlık Fonları. *Fiscaoeconomia*, 1, 58-76.
- Şimşek, O. ve EREN, A.A. (2018). The Political Economy of Sovereign Wealth Funds From Development Perspective. *Current Debates in Economics*, Volume 18, gomesss. 31-41.
- Şimşek, O., (2015). Yeni devlet kapitalizminin yükselişi: Küresel ekonomi-politik bir inceleme. *Atılım Sosyal Bilimler Dergisi*, 5 (2), 106-144.
- T.C. Resmî Gazete, (2016). 9429 Sayılı Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Kararın Yürürlüğe Konulması Hakkında Karar. 29983 Sayılı Resmî Gazete.
- Talebi, H. (2014). *A survey of sovereign wealth funds (SWFs) in the Gulf Cooperation Council (GCC) countries*. Doctoral Dissertation. Eastern Mediterranean University.
- Truman, E. M. (2007). *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds*. Washington: Peterson Institute.
- Truman, E. M. (2007). *Sovereign wealth funds: the need for greater transparency and accountability* (No. PB07-6). Washington: Peterson Institute for International Economics.
- Truman, E. M. (2010). *Sovereign Wealth Funds Threat or Salvation?* Washington: Peterson Institute for International Economics.
- Turco, C.C.L. (2014). *Opportunity for sustainable development if properly managed? Sovereign Wealth Funds and sustainability, in a time of volatility, risk and uncertainty*. Doctoral Thesis. Liberea Universita.
- Turgut, M. (2017). Türk Ulusal Varlık Fonu Fırsatlar ve Olası Yapısal Tedbirler. *İşletme ve Yönetim Bilimleri Uluslararası Kongresi 2017*. İstanbul.
- Ulussever, T., Mangır, F., ve diğerleri (2018). Ekonominin Yeni Büyüme Gücü Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye: Karşılaştırmalı Bir Analiz. *İstanbul, İktisadi Araştırmalar Vakfı İktisadi İşletmesi Yayınları*.
- Uslu, H. (2018). *Ulusal varlık fonları bağlamında Türkiye varlık fonu incelemesi*. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi. Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Vural, Y. (2011). Ulusal Varlık Fonlarına İlişkin Değerlendirmeler. *Çatı Bilimsel Yayın Organı*, Sayı 27, ss. 14-17
- Weiss, M. A. (2008), Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress, Congressional Research Service. *Library of Congress*.
- Xie, P., and Chen, C. (2009). The theoretical logic of sovereign wealth funds. *Economic Research Journal*, 2, 4-17.
- Yamak, T. ve SAYGIN, E. (2017). Varoluş mücadelesinin kritik enstrümanı: Türkiye Varlık Fonu. *Umran Dergisi*, Mayıs 2017, ss. 69-72.

- Yamak, T. ve Saygın, E. (2019). Türkiye'nin Ekonomik Güç Potansiyeli: Bir "Ekonomi Diplomasisi" Enstrümanı Olarak Türkiye Varlık Fonu Uygulaması. *Fiscaeconomia*, 3(1), 88- 114.
- Yayla, Y. (2019). Ulusal varlık fonları: süreklileşme ve yaygınlaşma. *Fiscaeconomia*, 3(1), 115-133.
- Yereli, A.B. ve Yaman, İ. (2017). Ulusal Varlık Fonlarını Anlamak: Fırsat Mı, Tehdit mi? *Sosyoekonomi Dergisi*, Cilt 25, Sayı 34, ss. 69-86.

## İNTERNET KAYNAKÇASI

- http-1 <http://www.swfinstitute.org/>
- http-2 <https://www.oecd.org/>
- http-3 <https://www.imf.org/>
- http-4 <https://www.pwc.com/gx/en/sovereign-wealth-investmentfunds/publications/assets/pwc-the-taxonomy-of-sovereign-investment-funds.pdf>
- http-5 <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>
- http-6 <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history>
- http-7 <https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/2022/globalsummary>
- http-8 [https://www.nbim.no/contentassets/99de366397a847db99ab7a156e15aaa0/gpfg\\_annual-report-2022.pdf](https://www.nbim.no/contentassets/99de366397a847db99ab7a156e15aaa0/gpfg_annual-report-2022.pdf)
- http-9 <http://www.china-inv.cn/en/>
- http-10 [http://www.china-inv.cn/chinainven/About\\_CIC/Corporate\\_History.shtml](http://www.china-inv.cn/chinainven/About_CIC/Corporate_History.shtml)
- http-11 <http://www.china-inv.cn/chinainven/Media/2022-11/1002063.shtml>
- http-12 [http://www.china-inv.cn/chinainven/Governance/Board\\_of\\_Supervisors.shtml](http://www.china-inv.cn/chinainven/Governance/Board_of_Supervisors.shtml)
- http-13 [http://www.china-inv.cn/china\\_inv/xhtml/ndbg/2021EN/mobile/index.htm](http://www.china-inv.cn/china_inv/xhtml/ndbg/2021EN/mobile/index.htm)
- http-14 <https://www.adia.ae/en/pr/2021/index.html>
- http-15 <https://www.adia.ae/en/investments/governance>
- http-16 <https://www.kia.gov.kw/about-kia/>
- http-17 <https://www.gic.com.sg/who-we-are/>
- http-18 <https://www.gic.com.sg/how-we-invest/>
- http-19 <https://www.gic.com.sg/wp-content/uploads/2021/03/GIC-Report-2019-20.pdf>
- http-20 [www.gic.com](http://www.gic.com)
- http-21 <https://www.temasek.com.sg/en/about-us/corporate-governance>
- http-22 <https://www.temasek.com.sg/en/our-investments/our-portfolio>
- http-23 [https://carnegieendowment.org/files/santiago\\_principles.pdf](https://carnegieendowment.org/files/santiago_principles.pdf)
- http-24 <https://www.swfinstitute.org>
- http-25 <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>
- http-26 <https://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf>
- http-27 <https://blog.finanswebde.com/turkiye-varlik-fonu/amp/>

http-28 <https://www.tvf.com.tr/biz-kimiz>  
http-29 <https://www.tvf.com.tr>  
http-30 <https://www.tvf.com.tr/portfoyumuz>  
http-31 <https://www.oilfund.az/fund/press-room/press-mirror/102>  
http-32 <https://oilfund.az/storage/images/qqh59kviix.pdf>  
http-33 <https://oilfund.az/fund/about/chronology>  
http-34 <https://oilfund.az/fund/about/mission>  
http-35 <https://www.ifswf.org/members/azerbaijan>  
http-36 <https://files.preslib.az/projects/centurycontract/gl4.pdf>  
http-37 <https://oilfund.az/fund/Governance/information>  
http-38 <https://oilfund.az/investments/investment>  
http-39 <https://oilfund.az/fund/relations/santiago>  
http-40 <https://sputniknews.com.tr/20190312/varlik-fonu-satis-1038145917.html>  
http-41 <https://www.tvf.com.tr/yatirimci-iliskileri/raporlar>  
http-42 <https://www.tvf.com.tr/uploads/file/tvf-faaliyet-raporu-2017.pdf>  
http-43 <https://oilfund.az/report-and-statistics/budget-information/44>