



**T.C**

**BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİMDALI**

**Yüksek Lisans Tezi**

**DÜNYADA VARLIK FONU YÖNETİMİ VE  
UYGULAMALARI**

**Şüheda İNCE**

**165012012**

**Tez Danışmanı**

**Doç. Dr. Hasan Aydın OKUYAN**

**Bandırma 2019**



**T.C.**  
**BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANABİLİMDALİ**

**Yüksek Lisans Tezi**

**DÜNYADA VARLIK FONU YÖNETİMİ VE**  
**UYGULAMALARI**

**Şüheda İNCE**

**165012012**

**Tez Danışmanı**

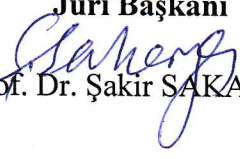
**Doç. Dr. Hasan Aydın OKUYAN**

**Bandırma 2019**

## YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAYI

Bandırma Onyedli Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, İşletme Tezli Yüksek Lisans Programında Yüksek Lisans öğrencisi Şüheda İNCE tarafından Doç. Dr. Hasan Aydın OKUYAN danışmanlığında hazırlanan “Dünyada Varlık Fonu Yönetimi ve Uygulamaları” başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından 29/05/2019 tarihinde yapılan Tez Savunma Sınavında oyçokluğu/oybirliği ile başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

**Jüri Başkanı**

  
Prof. Dr. Şakir SAKARYA

**Jüri-Danışman**

  
Doç. Dr. Hasan Aydın OKUYAN

**Jüri Üyesi**

  
Dr. Öğr. Grv. M.M.Tuncer ÇALIŞKAN

**ETİK BEYAN**

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ**

**BANDIRMA ONYEDİ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE**

Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik ilkelere uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.

Şüheda İNCE

29/05/2019



## ÖZET

### DÜNYADA VARLIK FONU YÖNETİMİ VE UYGULAMALARI

Şüheda İNCE

Ulusal Varlık Fonları hem yurtiçi hem de yurt dışında finansal yatırım yapan, devletlerin sahip olduğu veya doğrudan kontrol ettiği fonlardır. Bugün dünyada birçok farklı ülkede toplamda 81 varlık fonu vardır ve bu fonların toplam büyüklüğü Şubat 2019 verilerine göre 8,1 trilyon dolara ulaşmaktadır. Bu rakam son bir yılda yaklaşık %13'lük bir büyüme göstermiştir. Varlık fonları genellikle ödemeler dengesi fazlalarından, resmi döviz işlemlerinden, özelleştirme gelirlerinden, mali fazlalıklardan ve emtia ihracatından elde edilen gelirlerden kurulmuştur. Fonların gelirlerini ağırlıklı olarak doğal kaynak gelirleri olan ülkelerin bütçe fazlası fonları oluşturmaktadır. Ancak 19 Ağustos 2016 tarihinde 50 milyon TL'lik başlangıç sermayesi ile kurulan ve şu an değeri 40 milyar dolara ulaşan Türkiye Varlık Fonu için bu genelleme doğru değildir. Çünkü Türkiye'nin doğal kaynak geliri ya da bütçe fazlası bulunmamaktadır. Bundan dolayı Türkiye Varlık Fonu çok fazla dikkat çekmiş ve birçok eleştiriye maruz kalmıştır.

Bu tezin amacı Ulusal Varlık Fonlarının dünyadaki modelleri ele alınarak ülke ekonomilerine olası etkilerini Türkiye Varlık Fonu bakımından incelemek ve Türkiye Varlık Fonunun kurulduktan sonra oluşabilecek etkilerini swot analiziyle değerlendirmektir.

**Anahtar Kelimeler:** Ulusal Varlık Fonu, Türkiye Varlık Fonu, Varlık Fonları, IFSWF, SWOT Analizi.

## ABSTRACT

### MANAGEMENT AND APPLICATIONS OF WEALTH FUND IN THE WORLD

Şüheda İNCE

Sovereign Wealth Fund which makes financial investment both domestic and abroad, are funds owned or controlled directly by States. Today, there are a total of 81 asset funds in many different countries in the world and the total size of these funds reaches 8,1 trillion dollars compared to 2019 Şubat figures. This figure has grown approximate %13 in the recent year. Wealth Funds are commonly established from surplus balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses and commodity exports revenues. Income of Funds are mainly budgetary surplus funds of countries with natural resource revenues. However, established with initial capital of 50 million dollars on August 19,2016 and is currently worth 40 billion dollars Turkey Wealth Fund is not true this generalization. Because there isn't natural resource income or budget surplus of Turkey. Therefore, Turkey Wealth Funds attracted a lot of attention and has been exposed to a lot of criticism.

The aim of this thesis, by taking models of Sovereign Wealth Fund in the world is to examine potential effects on country economies in terms of Turkey Wealth Fund and the effects that may occur after the establishment of Turkey's Welfare Fund is to evaluate the SWOT analysis.

**Keywords:** Sovereign Wealth Fund, Turkey Wealth Fund, Wealth Fund, IFSWF, SWOT Analysis.

## ÖNSÖZ

Çalışmamda rehberliğiyle bana yol gösteren ve hedefe ulaşmamda verdiği büyük desteği için değerli danışman hocam Doç. Dr. Hasan Aydın OKUYAN'a, bu süreçte her zaman maddi ve manevi desteğiyle yanımda olan annem Medine BEKTAŞ'a ve kardeşlerime teşekkürü borç bilirim.

**Şüheda İNCE**

**Bandırma 2019**





## İÇİNDEKİLER

<b>YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAYI .....</b>	<b>ii</b>
<b>ÖZET.....</b>	<b>iv</b>
<b>ÖNSÖZ.....</b>	<b>vi</b>
<b>İÇİNDEKİLER .....</b>	<b>vii</b>
<b>TABLolar .....</b>	<b>x</b>
<b>ŞEKİLLER .....</b>	<b>xi</b>
<b>KISALTMALAR .....</b>	<b>xii</b>
<b>GİRİŞ .....</b>	<b>1</b>

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### ULUSAL VARLIK FONLARI

1.1. Ulusal Varlık Fonu Tanımlamaları.....	2
1.1.1. Ulusal Varlık Fonlarının Tanımı.....	2
1.1.2. Ulusal Varlık Fonlarının Özellikleri .....	3
1.1.3. Ulusal Varlık Fonlarının Amaçları .....	4
1.2. Ulusal Varlık Fonlarının Türleri.....	5
1.2.1. Finansman Kaynağı Bakımından Ulusal Varlık Fonları.....	5
1.2.1.1. Emtiaya Dayalı Ulusal Varlık Fonları.....	6
1.2.1.2. Emtia Dışı Ulusal Varlık Fonları .....	7
1.2.2. Makroekonomik Amaca Göre Ulusal Varlık Fonları .....	8
1.2.2.1. İstikrar Fonları.....	8
1.2.2.2. Tasarruf Fonları.....	9
1.2.2.3. Rezerv Emeklilik Fonları .....	10
1.2.2.4. Rezerv Yatırım Fonları .....	11
1.2.2.5. Kalkınma Fonları .....	11
1.3. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Ekonomideki Yeri.....	12
1.3.1. Ulusal Varlık Fonlarının Tarihsel Gelişimi .....	12
1.3.2. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Finans Sisteminde Artan Önemi .....	13
1.4. Ulusal Varlık Fonlarının Şeffaflığı.....	20
1.4.1. Şeffaflık İlkesi- Santiago İlkeleri.....	20

1.4.2. Linaburg- Maduell Şeffalık Endeksi (LMTI) .....	26
1.4.3. Edwin M. Truman Ulusal Varlık Fonu Skorlaması (Truman Endeksi).....	29
1.5. Ulusal Varlık Fonları Hakkında Olumlu ve Olumsuz Görüşler.....	31

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **DÜNYADA ULUSAL VARLIK FONU ÖRNEKLERİ**

2.1. Ulusal Varlık Fonu Örnekleri.....	36
2.1.1. Norveç- Government Pension Fund-Global (GPF) .....	36
2.1.2. Çin-China Investment Corporation (CIC) .....	40
2.1.3. BAE-Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) .....	44
2.1.4. Kuveyt-Kuwait Investment Authority (KIA) .....	47
2.1.5. Singapur .....	50
2.1.5.1. Government of Singapore Investment Portfolio (GIC).....	51
2.1.5.2. Temasek Holdings.....	53
2.1.6. Katar-Qatar Investment Authority (QIA) .....	56
2.1.7. Malezya-Khazanah Nasional .....	58

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE VARLIK FONU**

3.1. Türkiye Varlık Fonu.....	61
3.1.1. Türkiye Varlık Fonu'nun Kuruluş Amaçları ve Faaliyet Alanı .....	62
3.1.2. Türkiye Varlık Fonu'nun Kaynakları .....	64
3.1.4. Türkiye Varlık Fonu'nun Organizasyon Yapısı .....	67
3.1.5. Türkiye Varlık Fonu Denetimi .....	70
3.2. SWOT (GZFT) Analizi .....	72
3.3. Türkiye Varlık Fonunun SWOT Analiz ve Matrisi.....	74
3.3.1. SWOT Analizi Bulguları .....	74
3.3.1.1. Güçlü Yönler .....	74
3.3.1.2. Zayıf Yönler .....	75
3.3.1.3. Fırsatlar .....	76
3.3.1.4. Tehditler .....	77

3.3.2. Türkiye Varlık Fonu SWOT Matrisi .....	78
<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>81</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>84</b>



## TABLÖLAR

<b>Tablo 1.1:</b> Varlık Büyüklüğü Bakımından İlk 25 Ulusal Varlık Fonu .....	19
<b>Tablo 1.2:</b> Santiago İlkeleri.....	23
<b>Tablo 1.3:</b> Santiago Uyum Endeksi 2013 .....	25
<b>Tablo 1.4:</b> Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi İlkeleri.....	27
<b>Tablo 1.5:</b> Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi (2018/1. Çeyrek Verileri) .....	27
<b>Tablo 1.6:</b> Truman Endeksi UVF Değerlendirmesi 2015 .....	30
<b>Tablo 2.1:</b> ADIA'nın Yatırım Alanları .....	45
<b>Tablo 2.2:</b> ADIA'nın Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı .....	45
<b>Tablo 2.3:</b> QIA Varlık Sınıflarının Oranları.....	57
<b>Tablo 3.1:</b> Türkiye Varlık Fonu Portföyüne Devredilen Kurumlar .....	66
<b>Tablo 3.2:</b> TVF Yönetim Kurulu Üyeleri.....	69
<b>Tablo 3.3:</b> SWOT Analizi .....	73
<b>Tablo 3.4:</b> SWOT Matrisi .....	73
<b>Tablo 3.5:</b> Türkiye Varlık Fonu SWOT Matrisi .....	80

## ŞEKİLLER

Şekil 1: UVF'lerin Kaynak Bakımından Sınıflandırılması .....	6
Şekil 2: UVF'lerin Bölgesel Dağılımı.....	14
Şekil 3: Kuruluş Yıllarına Göre UVF'lerin Zenginlikleri .....	15
Şekil 4: UVF'lerin Piyasa Büyüklüğü.....	16
Şekil 5: GPFG Yatırım Alanları .....	38
Şekil 6: GPFG Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı.....	39
Şekil 7: GPFG Hisse Senedi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı.....	39
Şekil 8: GPFG Gayrimenkul Sektörünün Yatırım Alanları.....	40
Şekil 9: CIC Yatırım Alanları.....	42
Şekil 10: CIC'in Portföy Dağılımı .....	43
Şekil 11: CIC Yatırımlarının Sektörel Dağılımı .....	44
Şekil 12: GIC'in Varlık Yatırımı Dağılımı .....	52
Şekil 13: GIC'in Yatırımlarının Coğrafik Dağılımı .....	53
Şekil 14: Temasek Holding Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı .....	54
Şekil 15: Temasek Holdings Yatırımlarının Sektörel Dağılımı .....	55

## KISALTMALAR

- ABD** : Amerika Birleşik Devletleri  
**ADIA** : Abu Dhabi Investment Authority  
**A.Ş.** : Anonim Şirket  
**BAE** : Birleşik Arap Emirlikleri  
**BKK** : Bakanlar Kurulu Kararı  
**CIC** : China Investment Corporation  
**FGF** : Future Generations Fund  
**GIC** : Government of Singapore Investment Portfolio  
**GRF** : Genel Reserve Fund  
**GPFG** : Government Pension Fund-Global  
**IFSWF** : Uluslararası Varlık Fonu Forumu  
**IMF** : Uluslararası Para Fonu  
**KHK** : Kanun Hükmünde Kararname  
**KIA** : Kuwait Investment Authority  
**LMTI** : Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi  
**MYR** : Malesia Ringginti  
**NIS** : Ulusal Sigorta Planı  
**SWFI** : Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü  
**QIA** : Qatar Investment Authority  
**TL** : Türk Lirası  
**TVF** : Türkiye Varlık Fonu  
**UVF** : Ulusal Varlık Fonu

## GİRİŞ

Akademik ve uygulayıcı literatürde Ulusal Varlık Fonlarının tanımı konusunda evrensel olarak fikir birliği yoktur. Ancak araştırmacıların çoğu Ulusal Varlık Fonlarını ticari kazanç aramak için yurtiçinde ve yurtdışında yatırım yapan, devlete ait yatırım araçları olduğuna katılmaktadır. Ulusal Varlık Fonu terimini ilk olarak Razanov, (2005:1 ) ortaya atmış ve "Ulusal Varlık Fonlarının uzun dönem bütçe planı ve harcama kısıtlamalarıyla birleşmesiyle olumlu makroekonomik, ticari ve finansal pozisyonlardan kaynaklı uzun yıllardır biriken ulusal bütçe fazlasının ürünü" olarak tanımlamıştır. Razanov'un tanımından sonra Dubai, Libya, Katar, Güney Kore ve Vietnam gibi bir çok ülke ulusal varlık fonlara dahil olmuştur (Bremmer, 2009; 44).

Ulusal Varlık Fonu üzerinde araştırma yapan Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü tarafından açıklanan Şubat 2019 güncel verilerine göre bugün Türkiye'nin de içinde bulunduğu 53 ülke ve 81 Ulusal Varlık Fonunun toplam fon büyüklüğü 8,1 trilyon dolardır. Ulusal Varlık Fonlarının sayısında sürekli artış görülmesi, sınırlı sayıda aktör tarafından kontrol edilmesi, krizlerdeki kurtarıcı rolü veya kriz yaratabilme olasılığı, yatırım yapılan ülkelerin ekonomik bağımsızlığını tehdit etmeleri ve egemen olan bir devletin kontrolünde olmalarıyla tartışmalara yol açmıştır (Güçlü, 2018; 43). Türkiye Varlık Fonunun kurulmasından sonra tartışmalar hız kazanmış ve konu gündemde uzunca bir süre yer almıştır. Bu tezin amacı Ulusal Varlık Fonlarının ülke ekonomilerine olası etkilerini ortaya koyarken Türkiye Varlık Fonunun ülke ekonomisi üzerine etkilerini swot analiziyle değerlendirmektir. Böylece hem daha sonraki yapılacak çalışmalar için hem de Türkiye Varlık Fonu için stratejik bir görüş ortaya konulacaktır.

Tezin birinci bölümünde Ulusal Varlık Fonu tanımlamaları, türleri, küresel ekonomideki yeri, şeffaflığı ve varlık fonları hakkında olumlu/olumsuz görüşlere yer verilmektedir. İkinci bölümde dünyadaki Ulusal Varlık Fonu örneklerinin işleyiş biçimleri ele alınmaktadır. Üçüncü bölümde ise Türkiye Varlık Fonunun kuruluşu, faaliyet alanı, kaynakları, organizasyon yapısı ve denetimi incelenmektedir. Yine bu bölümde SWOT analizine kısaca değinilerek Türkiye Varlık Fonunun SWOT analiziyle değerlendirilmesi yapılarak Türkiye ekonomisine olası etkileri saptanmıştır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## ULUSAL VARLIK FONLARI

### 1.1. Ulusal Varlık Fonu Tanımlamaları

#### 1.1.1. Ulusal Varlık Fonlarının Tanımı

Uzun yıllardır küresel ekonomide farklı biçimlerde ve isimlerde var olan Ulusal Varlık Fonlarının (UVF) birçok tanımlaması mevcuttur. UVF terimi ilk olarak 2005 yılında Rozanov (2005: 1) tarafından ileriye sürülmüştür. 2005'ten önce ulusal varlık yönetimi terimi genel olarak resmi rezerv fonları, istikrar fonları, kamu emeklilik fonları ve devlete ait işletmelere gönderme yapmak için kullanılmıştır. Terim resmi rezerv fonlarının, istikrar fonlarının ve kamu emeklilik fonlarının gerçek yatırım hedeflerinden çok daha fazla sermaye biriktirmesinden dolayı ortaya atılmıştır. Rozanov, (2005: 1)'a göre UVF'ler, uzun dönem bütçe planı ve harcama kısıtlamalarının olumlu makroekonomik, ticari ve mali pozisyonları sonucu yıllar boyunca biriken ulusal bütçe fazlalarının bir yan ürünüdür.

UVF'lerin ilk örnekleri 20.yy başlarında ortaya çıkmıştır. Son 15 yılda dünya çapındaki toplam fon büyüklüğünün önemli ölçüde artması UVF'nin hem iş dünyasında hem de akademisyenler arasında ilgi odağı haline gelmesine sebep olmuştur. Fonların bu denli büyümesi UVF'nin önemini sadece kuruldukları ülkede değil uluslararası sistemde de arttırmıştır. UVF'ler ile ilgili bir çok farklı tanımlar yapılmıştır. Das ve diğerleri (2009) UVF'lerin genellikle ödemeler dengesi fazlası, resmi döviz işlemleri, özelleştirme gelirleri, mali fazlalıklar veya emtia ihracatından kaynaklanan gelirlerden oluştuğunu söylemiştir. Bu fonlar ayrıca hükümet kontrollü yatırım araçları olarak tanımlanmıştır (Reisen, 2008: 6). Fernandes, (2009: 5)'e göre UVF'ler uluslararası finans piyasalarına yatırım yapan devlete ait fonlardır. Balding, (2008: 9)'e göre ise UVF'ler devlete ya da devlete bağlı bir kurum tarafından kontrol edilen ve risksiz getiri oranının üzerinden getiri elde etmek için varlıklara yatırım yapan bir sermaye havuzudur. Son olarak Weiss, (2009: 1)'e göre ise UVF'ler ulusal hükümetler tarafından sahip olunan ve yönetilen yatırım fonlarıdır.



UVF'lerin ortak kabul görmüş bir tanımı olmasa da küresel piyasalarda söz sahibi olan ve UVF'ler üzerinde uzmanlaşmış birkaç kurum karşılıklı olarak birbirleriyle ilişkili olarak ileriye dönük tanımlarda bulunmuştur. Amerika Birleşik Devletlerinin (ABD) Hazine Bakanlığı'na göre UVF'ler "Döviz varlıklarını finanse eden ve bu varlıkları resmi rezervlerden ayrı yöneten bir devlet yatırım aracı" olarak tanımlamıştır (DoT, 2007a: 1). Ulusal Varlık Fonları Enstitüsü (SWFI) bu fonları "Devlet tarafından işletilen bir yatırım fonu veya genel olarak ödemeler dengesi fazlası, resmi döviz işlemleri, özelleştirmelerden elde edilen gelirler, devletlerin transfer ödemeleri ve bütçe fazlalarından elde edilen gelirlerden oluşan bir kuruluş" şeklinde tanımlamıştır (www.swfinstitute.org, 2018). Uluslararası Para Fonu (IMF) "hükümete ait uzun vadeli amaçlar için varlıkları elinde bulunduran özel yatırım fonu" diye tanımlamıştır (IMF, 2008: 122). Uluslararası Varlık Fonu Forumu (IFSWF) ise UVF'leri "Hükümetin sahip olduğu özel amaçlı yatırım fonları veya düzenlemeleridir. Makroekonomik amaçlar için genel hükümet tarafından oluşturulan UVF'ler finansal hedeflere ulaşmak için varlıkları tutar veya yönetir ve yabancı finansal varlıklara yatırım yapmayı içeren bir dizi yatırım stratejisi kullanmaktadır." şeklinde tanımlamıştır (IFSWF, 2017:4)

Ülkelerin uygulamalarında UVF'nin farklı kaynaklardan finanse edildiği görülmektedir. UVF'ler merkez bankası rezervlerinden (Çin ve Singapur), devlete ait kaynakların ihracatından (Botswana, Şili, Abu Duabi ve Kuveyt), ihracatın vergilendirilmesi (Rusya ve Alaska), mali fazlalardan (Kore ve Yeni Zelanda) ve özelleştirme gelirlerinden (Malezya ve Avustralya) finanse edilmektedir (Santiso, 2008: 7).

### **1.1.2. Ulusal Varlık Fonlarının Özellikleri**

UVF'ler birçok farklı şekilde tanımlanmış ve kesin bir fikir birliği elde edilememiş olmasına rağmen bir çok tanım UVF'nin hükümete ait fonlar olduğunu ve ticari gelirleri arttırmak üzere uzun dönemli ulusal ve uluslararası yatırımlar olduğunu öne sürmektedir (Fotak, Bortolotti, Megginson, 2008: 1). UVF'nin genel kabul görmüş bir tanımı olmadığından temel özelliklerinin açık bir şekilde ortaya konulması, bu fonların daha iyi anlaşılmasına yardımcı olacaktır. UVF'lerin temel özellikleri aşağıda sıralanmıştır:

1. UVF'ler devlete aittir.
2. UVF'lerin aktiflerindeki varlıklara açık yükümlülükleri yoktur ya da çok sınırlıdır.
3. UVF'ler resmi döviz rezervlerinden ayrı yönetilmektedir.
4. UVF'lerin önemli bir kısmı yabancı yatırımlarda ya da şirketlerin satın alınmasında değerlendirilmektedir (Beck ve Fidora, 2008: 6).
5. UVF'ler kısa vadeli ve uzun vadeli yatırım ufukları bulunmaktadır (Curzio ve Micelli, 2010: 20-21).
6. Yabancı para cinsinden yüksek risk (Ander ve Teply, 2014: 15).
7. Yüksek riskli davranışların toleransı (Jen, 2007: 1; Weiss, 2009: 3)

### **1.1.3. Ulusal Varlık Fonlarının Amaçları**

UVF'nin işlev ve amaçlarının belirlenmesi, dayanak varlıkların kaynağı ve niteliği, ülkenin ekonomik gelişmişlik düzeyi, kamu gelir kaynaklarının çeşitliği ve ülkenin uzun dönemli kamu borçları dahil olmak üzere bir dizi ekonomik ve politik faktör tarafından belirlenmektedir (Alsweilem ve diğerleri, 2015: 11).

UVF'lerin tek bir amacı yoktur. Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI) bu fonların birkaç ortak hedefini şu şekilde açıklamıştır (www.swfinstitute.org, 2018).

1. Bütçeyi ve ekonomiyi  
ihracattaki aşırı dalgalanmaya karşı korumak veya dengelemek,
2. Döviz rezervlerinden daha fazla getiri elde etmeyi amaçlamak, gelecek nesiller için birikimi arttırmak,
3. Sosyal ve ekonomik kalkınma fonu oluşturmak,
4. Siyasi stratejiler elde etmek,
5. Hedef ülkeler için sürdürülebilir uzun vadeli sermaye araçlarının satışını gerçekleştirmek ve yenilenemeyen emtia ihracatında çeşitlendirmeye yardımcı olmaktır.

Bazı emtia zengini ülkeler geleceklere için ellerindeki kaynakların bir kısmını korumayı tercih etmişlerdir. Çünkü petrol, gaz ve kıymetli maden rezervleri sınırlıdır ve bir gün bitmesi beklenmektedir. Bu yüzden günümüzün kaynak zenginliğini yenilenebilir finansal varlıklara dönüştürmek için UVF'leri kullanarak hükümetler yenilenemeyen kaynakları gelecek nesillerle paylaşacaktır (IFSWF, 2017: 5). Örneğin Orta Doğu petrol ihracatçıları gibi bir emtiaya bağlı olanlar petrollerinin biteceği güne kendilerini hazırlamak için ulusal varlık fonlarını kurmuşlardır (Makhlouf, 2010; 39). Ulusal Varlık Fonlarını kuran ülkelerin ana grubunu yüksek petrol ve emtia fiyatlarından fayda sağlayan kaynak açısından zengin ekonomiler oluşturmaktadır. Bu ülkelerde kurulan fonlar hükümeti kısmen de olsa istikrara kavuşturma, petrol ve emtia fiyatlarının oynaklığı sonucunda dalgalanacak gelirleri durağanlaştırma amacına hizmet etmektedir. Kaynak zengini ülkelerdeki bu tür fonların diğer amacı ise doğal kaynakların yenilenemediğinden dolayı bir süre sonra tükenme olasılığına karşılık gelecek nesiller için tasarruf birikimi oluşturmaktadır. Bu fonların önde gelen örnekleri arasında Norveç, Körfez İşbirliği Ülkeleri ve Rusya bulunmaktadır (Beck ve Fidora, 2008: 6). Diğer bir grup ülke ise özellikle Asya'da yer almaktadır. Çünkü bu fonlar döviz rezervleri ve ağırlıklı olarak ihracata dayalı cari işlemler fazlası kaynaklı fonların değerlendirilmesine yöneliktir (Akbulak ve Akbulak, 2008: 260). Rozanov, (2005:1)'a göre ise bütçe ve ekonomiyi gelirlerdeki aşırı oynaklıktan yalıtılmak, istenmeyen likiditeyi kısmak, gelecek nesiller için tasarruf sağlamak veya ekonomik ve sosyal kalkınma için parayı kullanmak gibi amaçlarla UVF kurulmuştur.

## **1.2. Ulusal Varlık Fonlarının Türleri**

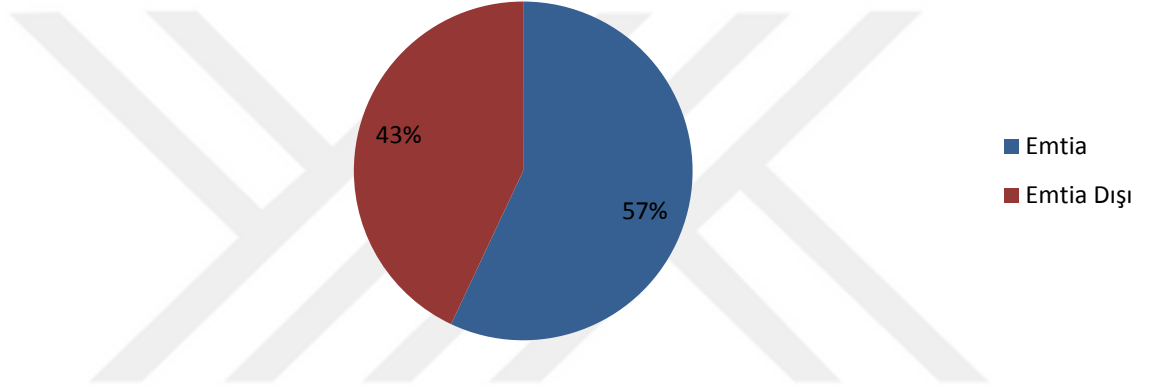
UVF'ler hem finansman kaynağı hem de makroekonomik amaçları ve işleyişleri bakımından farklılaşmaktadır. Bu bölümde kaynaklar ve amaçlar açısından farklılık gösteren UVF'lerin türleri açıklanacaktır.

### **1.2.1. Finansman Kaynağı Bakımından Ulusal Varlık Fonları**

Ulusal Varlık Fonları kuruluş amaçları ve temel hedeflerinin yanı sıra fon kaynağı bakımından emtia ve emtia dışı olarak ikiye ayrılmaktadır (DoT, 2007; 1). Bu iki fon arasındaki temel farklılık finansmanlarının kaynağıdır. Ancak her ikisi de mali gelirlerin istikrarı ve kuşaklar arası tasarruf gibi benzer parasal amaçlara hizmet etmek için kurulmuştur (Bazoobandi, 2011: 34). Kaynak açısından zengin ülkeler özellikle

sermaye ve tekrarlanan harcamaları finanse etmek için kamu gelirlerinin kaynağını tamamlayıcı nitelikte olduğundan dolayı UVF'leri kullanırlar (Alsweilem ve diğerleri, 2015: 18).

Şekil 1'de dünyadaki UVF'lerin toplam kaynaklarının yüzde 43'ünün emtia dışı iken yüzde 57'sinin emtiaya dayalı olduğu görülmektedir. Petrol ve emtialar yoluyla finanse edilen fonların sayısının toplam UVF sayısının yaklaşık olarak üçte ikisini oluşturduğu görülmektedir.



**Şekil 1. UVF'lerin Kaynak Bakımından Sınıflandırılması**

**Kaynak:** Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), 2015 Haziran Verileri. Erişim Tarihi: 04.06.2018

#### **1.2.1.1. Emtiaya Dayalı Ulusal Varlık Fonları**

Küresel büyümenin ve sağlam makroekonomik temellerin etkisiyle emtia bazlı ekonomiler önemli ölçüde döviz kazancı ve rezervleri biriktirmiş ve bunun üzerine emtiaya dayalı fonlar kurulmuştur (Balding, 2008: 3). Emtia kaynakları büyük ölçüde petrol ve gazla ilgilidir. Ancak bazı fonlar aynı zamanda metallere ve minerallerden elde edilen gelirlere dayanmaktadır. Bunun örneğini Şili'de görülmektedir (Fernandez, 2008: 4).

Emtiaya dayalı fonlar devlet tarafından kontrol edilen veya vergilendirilen ihracatlarla da desteklenmektedir. Bu fonlar, mali gelir istikrarı da dahil olmak üzere çeşitli amaçlar için kullanılmakta ve döviz kuru fonlarının enflasyonu arttırmasını önlemek için bir kontrol aracı olarak kullanılmaktadır (Hadjatry-Tarzaban, 2009: 5).

Emtiaya dayalı fonların amacı, söz konusu kaynakların fiyatlarındaki hareketlerin ekonomik istikrar üzerinde etkilerini azaltmak ve gelecek nesillere şu anda tüketilen doğal kaynaklardan pay aktarabilmek ve ekonomik dengelere istikrar kazandırmaktır. Bu fonların sayısında petrol gelirlerindeki artıştan dolayı önemli bir artış olmuştur (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 6-7). Emtiaya dayalı fonlar sayıca diğer fonlardan her zaman fazla olmuştur. Bu fonlara Birleşik Arap Emirlikleri, Norveç, Suudi Arabistan, Şili, Bostwana, Kuveyt, İran, Katar, Rusya, Libya, Alaska, ve Azerbaycan gibi ülkelerin fonları örnek gösterilebilmektedir.

#### **1.2.1.2. Emtia Dışı Ulusal Varlık Fonları**

Petrol zengini ülkelerden farklı olarak, Doğu Asya'daki UVF'ler döviz rezervlerinden yapılan transferlerle finanse edilmektedir (Reisen, 2008: 13). Bu fonlar kur ve faiz riskine yol açan borç bazlı fonlar olarakta adlandırılmaktadır çünkü döviz rezervlerinden ve gelecekteki tasarruf fazlalarından elde edilmektedir. (Olawoye, 2016: 9). Emtia dışı fonlar tek başına yatırım yapmak için kullanılmaktadır. Özellikle bir ülke belirli bir para biriminden fazla yabancı rezerv biriktirdiğinde ortaya çıkmaktadır (Hadjatry-Tarzaban, 2009: 5). Bu tür fonlar bütçe fazlası ile özelleştirme gelirleri gibi kaynaklar kullanılarak oluşturulan fonlardır (Aykın, 2011: 6).

Emtia dışı fonların amacı ticari mallarda ihracat ve ithalat dengesi fazlasının yarattığı gelirin, bu dengelerde oluşabilecek risklere karşı tedbir amacıyla değerlendirilmesidir. Bu fonlar birçok açıdan emtiaya dayalı fonlara benzemekle birlikte gelir akışları daha belirgin bir şekilde görünmektedir. Bu fonlar ayrıca ülkeye gelen sermaye akışının yerel para birimi üzerindeki etkilerini azaltmak amacıyla merkez bankaları tarafından gerçekleştirilen sterilizasyondan kaynaklanan maliyetleri azaltmak amacıyla yüksek getiriye odaklanarak aktif yönetimi açısından diğer gruplardan farklılık göstermektedir (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 8).

Emtia dışı varlık fonlarına Singapur, Güney Kore, Çin, Avustralya, Kazakistan ve Malezya gibi ülkelerin oluşturdukları fonlar örnek gösterilmektedir.

### **1.2.2. Makroekonomik Amaca Göre Ulusal Varlık Fonları**

UVF'ler birçok makroekonomik amaca yönelik kurulabilmesinden dolayı yapıları birbirinden farklılık gösterebilmektedir (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 5). Allen ve Caruana, (2008: 5) bu fonların kuruluş amaçlarına ve temel hedeflerine göre;

1. İstikrar fonları,
2. Tasarruf fonları,
3. Rezerv emeklilik fonları,
4. Rezerv yatırım fonları ve
5. Kalkınma fonları

olmak üzere beş grupta değerlendirilmektedir. Bunlar kısaca aşağıda açıklanmıştır.

#### **1.2.2.1. İstikrar Fonları**

İstikrar işlevi, özellikle ekonomik refah ve hükümet gelirleri için doğal kaynaklara büyük ölçüde bağımlı olan kaynak bakımından zengin ülkelerde önemlidir. Kaynak bağımlı ekonomilerde emtia fiyatlarındaki değişkenlik, üretim seviyeleri ve kaynak rezervlerinin değerini orta ve uzun vadede tahmin etmek zor olduğundan dolayı ekonomik belirsizliklerle karşı karşıya kalmaktadır. Bunun için beklenmedik şoklar, kaynak bağımlı ekonomileri vurduğunda mücadele amacıyla kısa sürede kullanılabilir güvenli ve likit varlıklar bulunduran istikrar fonlarıyla gerçekleştirilmektedir (Alsweilem ve diğerleri, 2015: 14-15).

İstikrar fonu ilk kez 1973'te Arap Petrol Ambargosu ve 1979'da İran Devrimi enerji krizinin arasında ortaya çıkmıştır (Smith, 2010: 31). İstikrar Fonları, bütçe desteği sağlamak ve ulusal ekonomiyi değişken uluslararası emtia fiyatlarından yalıtım veya dengelemek için doğal kaynaklarla zengin ülkeler tarafından oluşturulmaktadır. Bu fonlar genellikle kriz dönemlerinden önce oluşturulur ve emtia fiyatlarının daha düşük olduğu kriz dönemlerinde veya rezervlerin yetersiz olduğu zamanlarda kullanılmaktadır (Sing, 2008: 3). Fonun birincil hedefi bütçeyi ve ekonomiyi emtia fiyatındaki dalgalanmalara karşı korumak (IMF, 2008: 5) ve özellikle emtia üreten ülkeler söz konusu olduğunda bütçe desteği sağlamaktır (Butt ve diğerleri, 2007: 78).

Bazı emtialar yılda ortalama olarak yüzde 20-25'lik fiyat dalgalanmalarıyla karşı karşıya kalmaktadır. Bu fiyat dalgalanmalarını azaltmak için birkaç ülke sermaye girişlerini sterilize etmek ve mali gelirleri sabitlemek için istikrar fonlarını oluşturmuştur (Weiss, 2009: 3). Bu fonların örnekleri arasında Şili'deki Social and Economic Stabilization Fund, Meksika'da Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico, Cezayir'deki Revenue Regulation Fund, Nijerya'nın Sovereign Investment Authority, Peru'da Fiscal Stabilization Fund, Meksika'da Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico, Moğolistan'da Fiscal Stability Fund ve Türkmenistan'da ise Turkmenistan Stabilization Fund yer almaktadır.

#### **1.2.2.2. Tasarruf Fonları**

UVF'lerin tasarruf işlevi, kaynak bakımından zengin ülkelerle sınırlı kalmamıştır. Özellikle 1997-1998 yıllarındaki Asya mali krizinden sonra birçok ülkede döviz kuru değer düşüklüğüne uğramış böylelikle cari işlemler fazlası ve yatırımlar üzerindeki aşırı tasarrufların oluşmasının bir sonucu olarak büyük döviz rezervleri biriktirmiştir. Tasarruf Fonları kalıcı fonlar olarak düşünülmekte ve genellikle yenilenemeyen doğal kaynaklarla ilişkilendirilmektedir (Griffith-Jones ve Ocampo, 2009: 9). Bu fonlar hükümetler tarafından gelecekteki ihtiyaçların karşılanması için uzun vadede zenginlik yaratmak üzere oluşturulmaktadır. Fonların oluşturulmasındaki ana sebep emtialardan elde edilen gelirler ya da mali fazlalardır. Emtia ihraç eden ülkeler için tasarruf fonları petrol, doğalgaz gibi yenilenemeyen varlıkların mevcut ve gelecek nesiller için finansal varlıklara dönüştürülmesine yardımcı olmaktadır (Sing, 2008: 3). Tasarruf fonlarının bazılarının hedefleri çok açık olmamasına rağmen bütün tasarruf fonları çeşitlendirilmiş bir yatırım portföyüne dayanan yüksek getiri hedefini paylaşmaktadır (Braunstein, 2009: 55).

Tasarruf fonlarının genellikle uzun dönemli birçok hedefi vardır. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Butt ve diğerleri, 2007: 78);

1. Yerel veya bölgesel ekonomik kalkınmanın teşvik edilmesi,
2. Endüstriyel politika aracı,

3. Azalan doğal kaynakların yerini alacak bağış (Bu amacın temelinde, sınırlı doğal kaynaklar ile bir bağışın gelecek yıllarda vatandaşların refahının sürekliliğini sağlamaya yardımcı olacağı öncülü vardır),

4. Kuşaklararası tasarruflar,

5. Dış politika hedefleri,

6. Uzun vadeli makroekonomik hedefler,

7. Sosyal hedefler

Tasarruf fonlarının UVF'lerin diğer türleri ile iç içe geçmesi onların açık bir şekilde anlaşılmasına neden olmuştur. Örneğin tasarruf fonu olarak tanımlanan Kuveyt'in UVF'si iki bölüme ayrılmıştır. Rezerv fonu bir istikrar fonu iken gelecek nesil fonu bir tasarruf fonudur (KIA, 2018: 19). Tasarruf fonları uluslararası yatırımlar yapma eğilimindedir. Norveç ve Singapur tasarruf fonları, tüm yatırımlarına uluslararası varlık tahsis etmektedir. Ancak Kuveyt tasarruf fonu tamamını uluslararası varlıklara tahsis etmese de büyük çoğunluğunu uluslararası varlıklara tahsis etmektedir (Braunstein, 2009: 56).

Tasarruf fonunun önde gelen bir örneği ABD'nin Alaska eyaletinin petrol gelirlerinden oluşturduğu Alaska Permanent Fund'dur. Diğer örnekleri arasında Abu Dhabi Investment Authority, Government of Singapore Investment Corporation, Kuwait Investment Authority, China Investment Corporation, Libyan Investment Authority ve Russia National Welfare Fund bulunmaktadır.

### **1.2.2.3. Rezerv Emeklilik Fonları**

Rezerv Emeklilik Fonları beklenmedik yükümlülükler karşısında bütçeye ek bir kaynak oluşturmak (Allen ve Caruana, 2008: 5) ve gelecekteki kamu emekliliklerini finanse etmek için kurulmuştur. Doğrudan devlet tarafından sahip olunan bu fon genellikle bir UVF olarak kabul edilir. UVF'ler ve emeklilik fonları arasındaki farklar net değildir. Ancak emeklilik fonları serveti biriktirmek için oluşturulurken, UVF'ler bütçe fazlalıkları yoluyla birikmiş zenginlikleri yönetmek için oluşturulmuştur. Genellikle yurtdışında finansal varlıklara yatırım yapar (Sing, 2008: 3). Basit bir



şekilde tanımlayacak olursak bu fonlar beklenmeyen yükümlülüklerle karşı ek kaynak oluşturmak amacını taşıyan fonlardır (Akbulak 2008: 4-5).

Önde gelen Rezerv Emeklilik Fonları örnekleri arasında Norveç'in Government Pension Fund-Global, Avustralya'nın Australian Future Fund, Yeni Zelanda'nın Superannuation Fund ve İrlanda'nın Ireland Strategic Investment Fund bulunmaktadır

#### **1.2.2.4. Rezerv Yatırım Fonları**

Rezerv yatırım fonları, ülkenin döviz rezervi fazlalarını yönetmek ve yüksek getiri elde edebilmek için kurulmuş fonlardır (Weiss, 2009: 4). Bu fonların temel amacı ülkenin rezerv kaynaklarını yatırımlarda kullanarak karlılığını arttırmak ve bütçe açığı oluşan dönemlerin bütçe fazlalığı süresince gerçekleşen yatırım getirileriyle dengelemektir (Allen ve Caruana, 2008: 5).

Bu tür fonlara örnek olarak Singapur'un Temasek Holdings, Katar'ın Qatar Investment Authority, Birleşik Arap Emirlikleri(BAE) Abu Dabi'nin Mubadala Investment Company, Güney Kore'nin Korea Investment Corporation gösterilmektedir.

#### **1.2.2.5. Kalkınma Fonları**

Kalkınma fonları sosyo-ekonomik projeleri finanse etmeye ya da bir ülkenin potansiyel büyüme oranını artıracak endüstriyel politikaları teşvik etmeye yardımcı olmaktadır (Allen ve Caruana, 2008: 5). Buna ek olarak, bazı hükümetler ise altyapı gibi kendi kalkınma hedeflerini gerçekleştirmek için kalkınma fonlarını oluşturmuşlardır. Bunlar arasında Singapur Temasek Holdings, Malezya Khazanah Nasional Berhad, BAE Abu Dhabi Mubadala Investment Company, İran National Development Fund ve Venezüella Macroeconomic Stabilization Fund vardır (Sing, 2008: 3). Kalkınma fonları makroekonomik amaç bakımından ayrılmış olan diğer dört fondan farklıdır. Genellikle yerel yatırımlara yönlendiğinden dolayı UVF'nin tanımından biraz ayrıştığı için UVF'lere dahil edilmemektedir (Şimşek ve Eren, 2018: 35).

UVF'leri oluşturmak için politik hedefler ve sebepler önemlidir. Ayrıca bu hedefler ve sebepler ülkeden ülkeye değişmektedir (Olawoye, 2016: 12). Bazı ülkeler tek bir hedef için birden fazla varlık fonu oluştururken diğerleri farklı hedeflere ulaşmak için bir fon kullanmaktadır. Ulusal Varlık Fonlarının hedefleri ülkenin zaman içinde

değişebilen koşullarına bağlıdır (Al- Hassan ve diğerleri, 2013: 5). Örneğin, petrol ihraç eden bir ülke başlangıçta istikrar amaçları için fon oluşturabilmektir. Ancak daha sonra fonun yönetimindeki varlıklar istikrar için gereken seviyeyi aşarsa, ülke fonun önceliklerini veya yatırım stratejisini değiştirebilir ya da farklı bir yatırım yaklaşımına sahip yeni bir fon oluşturabilmektedir (Weiss, 2009: 4). Bu yüzden kaynak açısından zengin ekonomilerdeki birçok fonlar istikrar fonu işlevi görürken ayrıca yatırım fonu olarakta işlev görebilmektedir. Azerbaycan'ın State Oil Fund, Bostwana, Trinidad-Tobago hem istikrar fonu hem de tasarruf fonu olarak işlev görürken Kazakistan istikrar, tasarruf ve kalkınma fonu Norveç'in Government Pension Fund ise tasarruf, istikrar ve emeklilik fonu gibi birçok hedefi vardır (Al-Hassan ve diğerleri, 2013: 6). Yine aynı şekilde BAE Abu Dhabi Investment Authority 1974'te daha uzun bir zaman dilimi boyunca istikrarlı kazanç sağlayan varlıklara yatırım yapmak için kurulmuştur. Ancak 2002'de BAE daha yüksek getiri ile doğrudan yatırım projeleri uygulamak için Mubadala Investment Company fonunu kurmuştur (Weiss, 2009: 4).

### **1.3. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Ekonomideki Yeri**

Bu bölümde ulusal varlık fonlarının tarihsel gelişimi ve küresel ekonomik sistemdeki yerleri açıklanacaktır.

#### **1.3.1. Ulusal Varlık Fonlarının Tarihsel Gelişimi**

Son zamanlarda dikkatleri üzerine çeken UVF'lerin yeni bir yapı olduğu düşünülse de tarihi çok eskiye dayanmaktadır. Belirli bir kesim ilk devlet servet fonu'nun 1816 yılında Fransa'nın 1803-1815 Napolyon savaşlarından sonra kamu maliyesine olan güveni yeniden tesis etmek için yarattığı Caisse des Dépôts et Consignations olduğunu iddia etmektedir (Sing, 2008: 3). Diğer kesim ise UVF olarak sınıflandırılabilen ilk uygulamayı Texas Permanent School Board olarak kabul etmektedir. 1854'de ABD Texas'da kurulan bu fon benzin ve kamu alanları gibi doğal kaynaklardan sağlanan fonlarla kurulmuştur (Olawoye, 2016: 2).

Çağdaş anlamda ilk olarak 1953 yılında "Kuwait Investment Authority" kurulmuştur. Bu fonun kurulmasından sonra Ulusal Varlık Fonları büyümüş ve çeşitli ülkelere yayılmıştır (Curzio, 2010: 3). Gilbert Adaları'nın Pasifik Okyanusundaki İngiliz sömürge yönetimi 1956 yılında "Kribati Rezerv Fonu"nu fosfat yataklarının ihracından

elde edilen gelirleri yönetmek için kurmuştur (Sing, 2008: 4). 1958 yılında ABD'de "New Mexico State Investment Council" kurulmuştur. 1970'li yıllarda artan petrol fiyatları, 1973 Arap Petrol Ambargosu ve 1979 İran devrimi enerji kriziyle 1974 yılında dünyanın ilk emtia dışı fonu Singapur "Temasek Holdings", günümüzdeki en büyük Ulusal Varlık Fonlarından olan Abu Dabi Yatırım Fonu 1976 yılında ve 1980 yılında Umman "State General Reserve Fund" kurulmuştur (Aykın, 2011: 6; Smith, 2010: 25). Gelişmiş ekonomilerdeki ilk ulusal varlık fonu 1976 yılında Amerika'da kurulan "Alaska Permanent Fund" olmuştur (Hacıhasanoğlu ve Soytaş, 2010: 9). 1983 yılında "Brunei Investment Agency", 1990 yılında günümüzdeki en büyük UVF olan Norveç'in "Government Pension Fund-Global" kurulmuştur. UVF'ler 1980'ler ve 1990'lar boyunca varlıklarının çoğunu gelişmiş ekonomilerde dikkat çekmeden dağıtmaya devam etmiştir ve dünya çapında varlık satın alarak cari işlem fazlalarını çeşitlendirmeye başlamıştır (Castelli ve Scacciavillani, 2012: 2). 2005 yılının başlarından 2008'e kadar 25 UVF kurulmuştur ve bu fonlardan 12'si petrole dayalı fonlardır.

Küresel bir yatırımcı sınıfı olarak UVF'lerin yükselişi, sadece kendi yönetimi altındaki varlıkların büyüklüğünün artmasıyla değil aynı zamanda yeni fonların çoğalmasıyla da göze çarpmaktadır. Yeni UVF'lerin sayısındaki artışın sona ermesi beklenmemektedir. Çünkü çok sayıda hükümet halihazırda beklenen gelirlerindeki azalmaları yönetmek için bu tür fonları değerlendirmektedir.

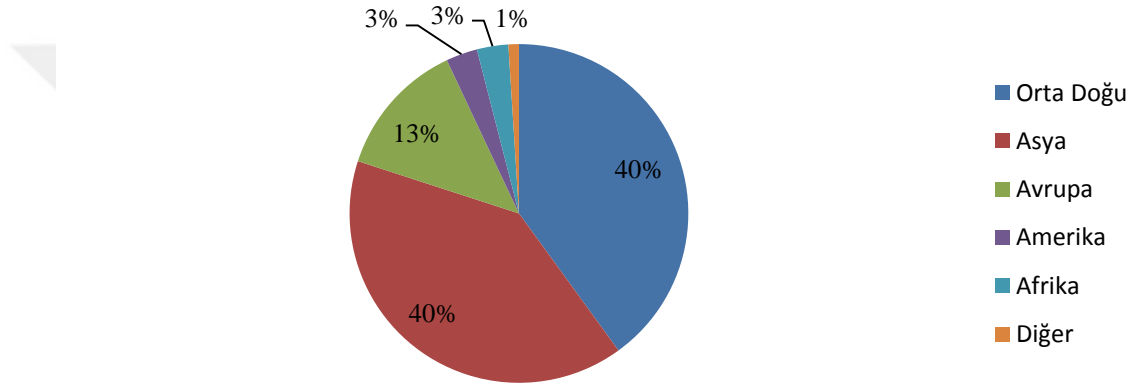
### **1.3.2. Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Finans Sisteminde Artan Önemi**

UVF'lerin artmasında önemli iki gelişme olmuştur. İlk gelişme 1970'li yılların ikinci yarısından sonra sürekli olarak artan petrol fiyatlarından dolayı petrol ihraçcısı ülkelerinde biriken aşırı döviz rezervleridir. İkinci gelişme ise 1997 Asya krizinden sonraki dönemde çoğu Asya ülkesinin cari fazla vermesiyle elinde büyük döviz rezervlerinin oluşmasıdır (Güçlü, 2018: 40).

1970'lerin başlarında Orta Doğu başta olmak üzere petrol fiyatlarının aşırı bir şekilde artmasıyla cari hesabı ve bütçe fazlasını biriktirmek için birçok petrol ihraç eden ülke kendi UVF'lerini kurmaya başlamıştır (Griffith-Jones ve Ocampo, 2009: 8). Petrol fiyatlarının aşırı şekilde artmasıyla petrol ihraç eden ülkelerde çok fazla miktarda

kaynak birikmiş ve bu ellerindeki fazla biriken kaynakları değerlendirmek ve gelecek kuşaklara bunları aktarabilmek için bu fonları kurmuşlardır.

UVF'lerin ulaşabileceği boyutları tahmin etmek kolay değildir. Şu anda 53 ülkede 81 UVF vardır. Bu fonların %40 Orta Doğu, %40 Asya'da bulunmaktadır. UVF'lerde son zamanlardaki büyümenin sebebi Asya ülkelerindeki resmi döviz rezervlerindeki hızlı artışa ve petrol ihraç eden ülkelerin kazandığı gelirin artmasında bağlanmaktadır. Şekil 2'de UVF'lerin bölgesel dağılımı yer almaktadır.

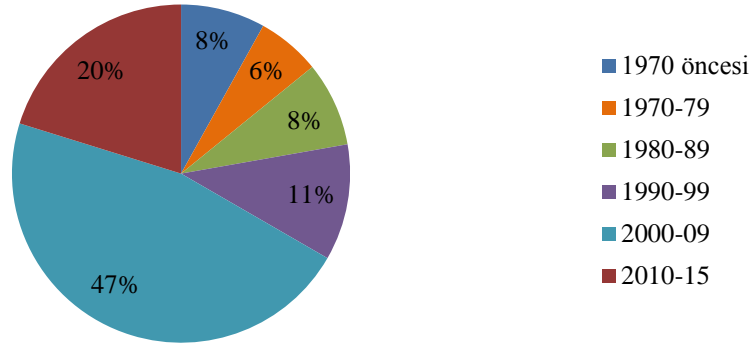


## Şekil 2. UVF'lerin Bölgesel Dağılımı

**Kaynak:** Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), 2015 Haziran Verileri. Erişim Tarihi: 04.06.2018

Geçtiğimiz yarım asır ve özellikle 2000'li yıllar dünya ekonomisinin yapısal çöküşlerinin çok sık yaşandığı ve ekonomik krizlerin uzun yıllar etkisini gösterdiği bir dönem olmuştur. Hükümetler ekonomik yıkımı önlemek veya hafifletmek adına çeşitli önlemler almak için UVF'leri tekrar piyasaya dahil etmiştir (Güzel, Acar ve Şekeroğlu, 2017: 167).

Şekil 3'te UVF'lerin kuruluş yıllarına göre dağılımı gösterilmektedir ve grafiğe baktığımızda UVF'lerin sayısında 2000'li yıllardan sonra önemli bir artış olduğu görülmektedir.

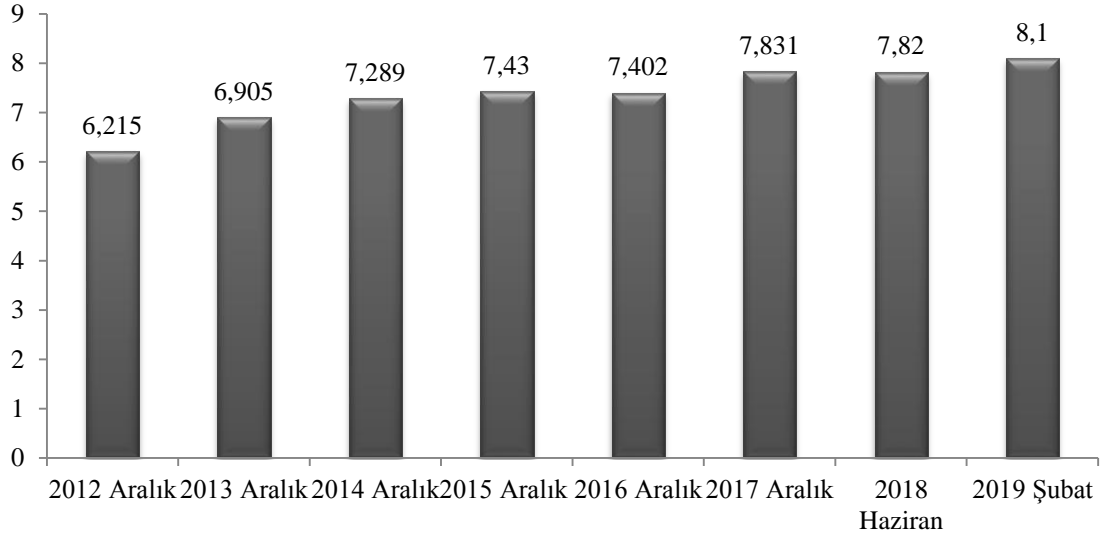


### Şekil 3. Kuruluş Yıllarına Göre UVF'lerin Zenginlikleri

**Kaynak:** Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), 2015 Haziran Verileri. Erişim Tarihi 04/06/2018.

UVF'lerin sayısındaki artışın ana sebebi yükselen petrol gelirleridir. 1970-1973 yıllarında ortalama 13 dolar olan petrol fiyatının 1976 yılında 40 dolara yükselmesinden kaynaklı UVF'ler önem kazanmıştır. 1950-1995 yılları arasında 16 tane UVF kurulmuştur. 1998 yılından 2004 yılına kadar sadece 7 yıl içinde 15 tane UVF oluşturulmuştur. 2005 yılından 2012 yılına kadar 32'den fazla UVF kurulmuştur.

2000'nin başlarından 2012'nin sonuna kadar varlık fonlarının aktif varlıkları %59.1 oranında büyümüştür (www.swfinstitute.org, 2018). Varlıkları hızlı bir şekilde büyüme gösteren bu fonlar, emtia fiyatlarındaki belirsizlik ve döviz rezervlerinin hızlı birikmesinden dolayı gelecekteki büyüklüklerini tahmin etmek zordur (Tüsiad International, 2008: 2).



#### Şekil 4. UVF'lerin Piyasa Büyüklüğü

**Kaynak:** Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), Erişim Tarihi 15/03/2019.

Son bir kaç yıldır UVF'lerin varlıklarındaki büyüme daha da artmıştır. Özellikle ihracat odaklı Asya ekonomileri ve petrol ihraç eden Orta Doğu bu artışın önemli bir payını oluşturmaktadır. Hızlı bir şekilde büyümesini sürdüren varlık fonları 1990'da 500 milyar dolarken bugün 2019 şubat verilerine göre 8,1 trilyon dolar bir varlık büyüklüğüne ulaşmıştır. Bu büyümenin büyük bir kısmı petrol fiyatlarının sürekli olarak artış göstermesi ve petrolün artan fiyatından dolayı daha çok Kuveyt, Birleşik Arap Emirlikleri ve Norveç gibi üretici olan ülkelerde yoğunlaşmıştır. Fakat diğer önemli büyüme gösterenler arasında Çin gibi sürekli ticaret fazlası veren ve yabancı para biriktiren ülkelerde bulunmaktadır (Bernstein, Lerner ve Schoar, 2013: 221).

Sovereign Investment Lab verilerine göre 2007 yılında UVF'ler dünya çapında 78 milyar dolar yatırım yapmıştır. Bu miktar 2000 yılında sadece 2 milyar dolar civarında olmuştur ve ortalama yıllık büyümesi yaklaşık olarak yüzde 70'leri bulmuştur. Sadece UVF yatırım büyüklüğünün toplam seviyesi değil aynı zamanda yatırımların ortalama büyüklüğü de artmıştır. Bu da 2000 yılında ortalama 89 milyon dolardan 2007 yılında 790 milyon dolara çıkararak sekiz kat artış göstermiştir. 2000-2007 yılları arasında UVF'ler tarafından yapılan yatırımların yaklaşık yüzde 85'i yabancı varlıklara yapılmıştır (IFSWF, 2017: 34).

2007 yılının sonundan 2009 yılına kadar UVF'ler Batı bankalarına toplam 124 milyar dolar değerinde sermaye yatırımı yapmıştır. Ancak krizle birlikte yurtdışı yatırımlarını yerel ekonomiye yönlendirerek 2007-2008 yılları arasında yurtiçi yatırımlarında rekor seviyeye ulaşmışlardır. 2010'dan 2013'e kadar UVF'lerin iki temel kaynağının büyümesi, varlık birikiminin dinamiklerini değiştirerek harcanan bir güce dönüşmüştür. 2014 yılının ortalarından itibaren petrol fiyatlarında yaşanan çöküşler, üretici ülkelerin makroekonomik görünümünü kötüleştirmiştir. Birkaç yıldır UVF'lerde durdurulamayan büyüme sonrasında küresel döviz rezervleri azalmaya başlamıştır. 2015 ve 2017 yılları arasında küresel emtia fiyatlarındaki uzun süreli düşüşler, kaynak bağımlı ülkelere büyük mali sıkıntılara yol açmıştır. Emtia fiyatları 2012 yılında zirvedeyken 2017 yılında yüzde 57 oranında azalmıştır (IFSWF, 2017: 35).

Aizenman ve Glick, (2009: 355) fonlardaki artışın sebebini emtia fiyatlarındaki yükseliş ve gelişmekte olan ülkelerin sürekli cari fazla vererek büyük miktarda uluslararası rezerv biriktirme çabası olduğunu belirtmiştir. Rozanov, (2005: 1) ise hem dünya çapında yeni UVF'lerin fark edilebilir derecede sürekli olarak yükselmesi hem de hızlı bir varlık birikiminin oluşması nedeniyle fonların büyük oranda ilgiyi üzerine çekerek büyüdüğünü söylemiştir. Son olarak Weiss, (2009: 4)'e göre UVF'lerin büyümesinin iki sebebi vardır. Bunlardan ilki Orta Doğu ekonomileri için yükselen petrol fiyatları ve büyük ticaret fazlaları ikincisi ise net doğrudan yabancı yatırım akışları ve Asya ekonomileri arasındaki yüksek tasarruf oranlarıdır.

UVF'lerin küresel sermaye piyasalarındaki büyüklüğü özellikle gelişmiş ekonomilerde yıllar içerisinde değişebilir (Kern, 2007: 7) ve fonların yönetimi altındaki varlıklarının miktarının doğru bir şekilde ölçülmesi zordur. Çünkü bir çok fon kendi faaliyetleri ve varlıkları hakkında çok fazla bilgi açıklamamaktadır. Ancak büyüklükleri tam olarak ölçülüp tahmin edilemese de başlangıçta petrol ve madenler gibi doğal kaynaklara sahip ülkelerin bu malların ihracatından elde ettikleri gelirleri veya döviz fazlasını değerlendirmek amacıyla kurulmuş olan UVF'lerin sayısı ve büyüklükleri zaman içerisinde artarak önemli bir büyüklüğe erişmiştir (Kayıran, 2016: 59). Son birkaç yıldır hızlı bir şekilde büyüme gösteren Ulusal Varlık Fonlarının 40'dan daha fazlası 2005 yılından itibaren kurulmuştur.

Tablo 1.1'de varlık büyüklüğüne göre ilk 25 UVF listelenmiştir. UVF'lerin yaklaşık olarak üçte ikisi hala temel mal ihraç eden yani emtia dayalı kaynakları olan ülkeler tarafından tutulmaktadır. En büyük fonlar Norveç, Çin, BAE, Kuveyt ve Suudi Arabistan'a aittir. Altı Körfez ülkesi Abu Dabi, Dubai, Kuveyt, Umman, Katar ve Suudi Arabistan dünyanın UVF'lerinin yaklaşık olarak yarısını oluşturmaktadır. Orta Doğu ve Asya ülkeleri birlikte tüm UVF varlıklarının dörtte üçünden fazlasını oluşturmaktadır ve ilk on fon tüm UVF varlıklarının yaklaşık olarak %75'ini oluşturmaktadır. SWFI'nın Şubat 2019 güncel verilerine göre UVF'lerin toplam varlık büyüklüğü 8,144.71 trilyon dolardır. İlk 25 fonun toplam büyüklüğü ise 7,719.65 trilyon dolar olup toplam varlık büyüklüğünün yaklaşık olarak %94,7'sini oluşturmaktadır.



**Tablo 1.1. Varlık Büyüklüğü Bakımından İlk 25 Ulusal Varlık Fonu**

	Ülke	Ulusal Varlık Fonu	Varlık Büyüklüğü (milyar dolar)	Kuruluş Yılı	Kaynak
1	Norveç	Government Pension Fund-Global	1058,05	1990	Petrol
2	Çin	China Investment Corporation	941,4	2007	Emtia Dışı
3	BAE-Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	683	1976	Petrol
4	Kuveyt	Kuwait Investment Authority	592	1953	Petrol
5	Çin-Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	522,6	1993	Emtia Dışı
6	Suudi Arabistan	SAMA Foreign Holdings	516,6	1952	Petrol
7	Çin	SAFE Investment Company	441	1997	Emtia Dışı
8	Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	390	1971	Emtia Dışı
9	Singapur	Temasek Holdings	375	1974	Emtia Dışı
10	Suudi Arabistan	Public Investment Fund	360	2008	Petrol
11	Katar	Qatar Investment Authority	320	2005	Petrol/Doğal Gaz
12	Çin	National Social Security Fund	295	2000	Emtia Dışı
13	BAE-Dubai	Investment Corporation of Dubai	229,8	2006	Emtia Dışı
14	BAE-Abu Dabi	Mubadala Investment Company	226	2002	Petrol
15	Güney Kore	Korea Investment Corporation	134,1	2005	Emtia Dışı
16	Avustralya	Australian Future Fund	107,7	2006	Emtia Dışı
17	İran	National Development Fund of Iran	91	2011	Petrol/Doğal Gaz
18	Rusya	National Welfare Fund	77,2	2008	Petrol
19	Libya	Libyan Investment Authority	66	2006	Petrol
20	ABD-Alaska	Alaska Permanent Fund	65,7	1976	Petrol
21	Kazakistan	Samruk- Kazyna JSC	60,9	2008	Emtia Dışı
22	Brunei	Brunei Investment Agency	60	1983	Petrol
23	Kazakistan	Kazakhstan National Fund	57,9	2000	Petrol
24	Türkiye	Turkey Wealth Fund	40	2016	Emtia Dışı
25	Malezya	Khazanah Nasional	38,7	1993	Emtia Dışı

**Kaynak:**Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), Şubat 2019, Erişim Tarihi 04/02/2019.

#### **1.4. Ulusal Varlık Fonlarının Şeffaflığı**

UVF'lerin artan önemi bir dizi uluslararası politik sorunu gündeme getirmektedir. Devlet kontrolündeki yabancı yatırımlar hem siyasi hem de ekonomik açıdan hassas olabilmektedir. Çünkü UVF'lerin şeffaflığının olmaması bu fonların yatırımlarının motivasyonu ile ilgili endişelere yer vermektedir (Beck ve Fidora, 2008: 13). UVF'lerin kurumsal yapısı, sahip oldukları fon miktarı, yöneldikleri yatırım alanları, şirket satın almaları, temel yatırım stratejileri gibi konulardaki şeffaflık düzeyi benzeri pek çok uluslararası finansal yapılara göre zayıftır. Bu nedenle fonların takip ve kontrolünde güçlükler bulunmaktadır. Piyasayı bozmaya yönelik bir amaç gütmeler dahi yeterli şeffaflığın bulunmaması, piyasadaki diğer oyuncuların bu fonlarla rekabetini zorlaştırabilmektedir (Aykın, 2017: 15). Tüm bunların ışığında UVF'lerin öne çıktıkları alanlarda belli başlı düzenlemeler yapması ve bu alanlar için önlemler alması gerektiği tartışılmaya başlanmıştır. Böylelikle UVF'leri belirli bir sınırlar içine dahil etmek maksadıyla UVF'lere rehber niteliğinde olabilecek başlıca temel ilkeleri içeren Santiago ilkeleri Ulusal Varlık Fonu Çalışma Grubu (IWG) tarafından "Genel Kabul Görmüş İlkeler ve Uygulamalar" adı altında belirlenmiştir. Fonların faaliyetleri, şeffaflık eksikliği, amaçlarının net bir şekilde açıklanamaması ve tanımlanmaması gibi birkaç sorunun oluşmasıyla bu fonları sınıflandırabilmek, sıralayabilmek ve anlaşılır olmasını sağlamak için bazı endekslere ihtiyaç duyulmuştur (Uslu, 2018: 22). En çok tercih edilen endeksler arasında Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi ve Edwin M. Truman Endeksi sayılabilir. UVF'lerin yönetim şeffaflığının ölçülmesine dair Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksin'den, yatırım etkinliğine ilişkin olarak ise Edwin M. Truman tarafından geliştirilen Ulusal Varlık Fonu Skorlaması modelinden yararlanılmaktadır (Sürekli, 2015: 44).

##### **1.4.1. Şeffaflık İlkesi- Santiago İlkeleri**

Politika yapıcılar tarafından UVF'lerin daha şeffaf olmasına yönelik çağrılar yapıldığı için şeffaflık kavramı uluslararası toplumlarda büyük bir sorun olmuştur. Santiago İlkeleri'de UVF'leri daha fazla bilgi paylaşmaya ve ticari olmayan yatırımlar hakkında daha açık olmaya yöneltmektedir (Clark ve Monk, 2009: 24). Santiago İlkeleri, IFSWF üyeleri tarafından gönüllü olarak onaylanan genel olarak kabul edilmiş 24 prensip ve uygulamadan oluşmaktadır. Santiago İlkeleri şeffaflık, iyi yönetim,

hesap verebilirlik ve ihtiyatlı yatırım uygulamalarını teşvik ederken, daha açık bir diyalogu ve UVF faaliyetlerini daha iyi anlamayı teşvik etmektedir (www.ifswf.org, 2019)

Bu ilkeler IWG tarafından 2008 yılında hazırlanmıştır. Hazırlanma amacı UVF'lerin yatırım hedeflerini ve uygulamalarını doğru bir şekilde yansıtmak için bir grup ilke geliştirmektir. IWG, UVF'lerin yatırımlarının uluslararası piyasalarda hem faydalı hem de kritik olduğunu kabul etmiştir. Bu tür yatırımcılar için aşağıdaki yol gösterici hedefler şunlardır (Alaoui, 2012: 7):

1. İstikrarlı bir küresel finansal sistemi ve serbest sermaye ve yatırım akışının korunmasına yardımcı olmak,
2. Yatırım yaptıkları ülkelerde geçerli tüm düzenleme ve açıklama gerekliliklerine uymak,
3. Ekonomik ve finansal risk temelinde yatırım yapmak ve ilgili değerlendirmeler yapmak,
4. Yeterli operasyonel kontrol, risk yönetimi ve hesap verebilirlik sağlayan şeffaf ve sağlam bir yönetim yapısına sahip olmaktır.

Santiago ilkeleri, UVF'lerin hem iç pazarlarda hem de küresel olarak ekonomik ve finansal olarak yönlendirilmiş varlıklar olarak yatırım yaptığını göstermektedir. Bunu yaparak UVF'ler küresel finansal sistemin istikrarına katkıda bulunmakta, korumacı baskıları azaltmakta ve açık ve istikrarlı bir yatırım ortamını korumaya yardımcı olmaktadır. IFSWF'nin bilgi paylaşımı faaliyetleri, tüm üyeler için sürekli iyileştirme ve yenilikçilik bir araç işlevi görmektedir (www.ifswf.org, 2019).

Santiago İlkeleri içerik bakımından ev sahibi ülkenin kurallarına saygı, özel sektörle adil rekabet, kaliteli risk yönetim sistemleri oluşturma, şeffaflık, yatırım kararlarının tamamen ekonomik temellere dayanması, politik veya dış politika etkilerinden uzak olması gibi unsurları içermektedir (Aykın, 2017: 20). Ulusal varlık fonlarının yabancı ülkelerde gerçekleştirdikleri yatırımlar, çok sayıda araştırmacı ve siyasi tarafından politik bir tehdit olarak algılanmaktadır. Bu fonların özellikle stratejik sektörlerle

yönelik yaptıkları alımlar bu algının oluşmasına yol açmaktadır. Bu nedenle ulusal varlık fonlarına yönelik oluşan bu ön yargının kırılması amacıyla, bu fonların faaliyetlerinin şeffaflık düzeyini artıracak düzenlemeler hayata geçirilmeye başlanmıştır. Ulusal varlık fonlarının şeffaflığı ve açıklığı birbirinden farklı düzeydedir (Yereli ve Yaman, 2017: 78). Fonların bir kısmı bilgilerini açık ve verilerini kamuoyuyla paylaşırken diğer bir kısmı ise bu bilgileri ve verileri paylaşmamaktadır. Bu anlamda en iyi performans gösterenler Government Pension Fund-Global (Norveç), Government of Singapore Investment Corporation (Singapur), New Zealand Superrannuation Fund (Yeni Zelanda), Australian Future Fund (Avustralya), State Oil Fund (Azerbaycan), Alaska Permanent Fund (ABD), Mubadala Investment Company (Abu Dubai) ve Ireland Strategic Investment Fund'ları (İrlanda) örnek gösterilebilmektedir. Bilgilerini kamuoyu ile açık bir şekilde paylaşmak istemeyen ve fon hakkında yeterince bilgi elde edilemeyen fonlar arasında ise Abu Dhabi Investment Authority (BAE) ve National Investment Corporation (Kazakistan) gibi fonlar bulunmaktadır.

Santiago ilkeleri, yasal çerçeve, hedefler ve makroekonomik politikalar ile koordinasyon (İlke 1-5), kurumsal çerçeve ve yönetim yapısı (ilke 6-17) ile yatırım ve risk yönetimi çerçevesi (ilke 18-24) olmak üzere üç temel alandan oluşmaktadır (Bayar ve Yıldırım, 2013: 75).

Santiago İlkelerinin ana ve alt ilkeleri Tablo 1.2'de verilmiştir

**Tablo 1.2. Santiago İlkeleri**

<b>Yasal Çerçeve İlkeleri</b>	
İlke 1:	Ulusal varlık fonları için yasal bir çerçeve olmalı ve bu yasal çerçeve fonların etkin işleyişini ve belirtilen hedefleri başarabilmesini desteklemelidir.
	İlke 1.1.: Ulusal varlık fonlarına ilişkin yasal çerçeve, ulusal varlık fonlarının ve işlemlerinin yasallığını sağlamalıdır.
	İlke 1.2.: Ulusal varlık fonlarının yasal dayanak ve yapısına ilişkin temel özellikleri ile diğer devlet organları ile arasındaki yasal ilişkiler kamuoyuna açıklanmalıdır.
İlke 2:	Ulusal varlık fonlarının siyasi amacı açık bir şekilde tanımlanmalı ve kamuoyuna açıklanmalıdır.
İlke 3:	Ulusal varlık fonlarının faaliyetlerinin önemli doğrudan yerel makroekonomik etkiler oluşturduğu yerlerde, bu faaliyetler, genel makroekonomik politikalar ile tutarlılığının sağlanması amacıyla, yerel para ve maliye otoriteleriyle yakından koordine edilmelidir.
İlke 4:	Finansman sağlama, geri çekilme ve harcama işlemleri ile ilgili ulusal varlık fonlarının genel yaklaşımları için anlaşılır ve kamuoyuna açıklanmış politikalar, kurallar, prosedürler yada düzenlemeler bulunmalıdır.
	İlke 4.1.: Ulusal varlık fonunun finansman kaynağı kamuoyuna açıklanmalıdır.
	İlke 4.2.: Ulusal varlık fonlarının geri çekilme ve hükümet adına harcama yapma yaklaşımları kamuoyuna açıklanmalıdır.
İlke 5:	Ulusal varlık fonlarına ait istatistiksel veriler uygun makro ekonomik veriler dahil edilerek sahip ülke yada diğer ilgili taraflar için zamanında rapor edilmelidir.
<b>Kavramsal ve Yapısal Çerçeve İlkeleri</b>	
İlke 6:	Ulusal varlık fonlarının yönetim yapısı sağlam olmalı ve hedeflerin izlenmesinde, fon yönetiminin hesap verebilirliğini ve operasyonel bağımsızlığını kolaylaştıracak yetki ve sorumlulukların açık ve etkin bir dağılımı yapılmalıdır.
İlke 7:	Fon sahibi, ulusal varlık fonlarının hedeflerini belirlemeli, açıkça tanımlanmış prosedürlere göre yönetim kurulu/kurullarına üyelerini atmalı ve ulusal varlık fonlarının işlemleri üzerinde gözetim faaliyetleri yapmalıdır.
İlke 8:	Yönetim kurulu/kurulları ulusal varlık fonunun en iyi çıkarları doğrultusunda hareket etmelidir ve ulusal varlık fonun faaliyetlerini yürütmek için açıkça belirlenmiş yetkilere ve yeterli yetkinliklere sahip olmalıdırlar.
İlke 9:	Ulusal varlık fonunun operasyonel yönetimi bağımsız bir şekilde ve açıkça tanımlanmış sorumluluklar çerçevesinde ulusal varlık fonunun stratejilerini gerçekleştirmelidir.
İlke 10:	Ulusal varlık fonlarının hesap verebilirlik çerçevesi ilgili kanun, yönetmelik, diğer yapısal belgeler veya yönetim sözleşmesine göre açıkça tanımlanmalıdır.
İlke 11:	Ulusal varlık fonlarının faaliyet ve performansı üzerine yıllık bir rapor ve buna eşlik eden finansal tablolar zamanında ve kabul görmüş uluslararası veya ulusal muhasebe standartları ile tutarlı bir şekilde hazırlanmalıdır.
İlke 12:	Ulusal varlık fonlarının faaliyetleri ve finansal tabloları kabul görmüş uluslararası veya ulusal denetim standartları ile tutarlı olarak yıllık olarak denetlenmelidir.
İlke 13:	Mesleki ve etik standartlar açıkça tanımlanmalı, ulusal varlık fonunun yönetim kurulu/ kurullarının üyelerine, yöneticilerine ve personeline bildirilmelidir.
İlke 14:	Ulusal varlık fonunun operasyonel yönetim amacıyla üçüncü taraflarla olan ilişkileri ekonomik ve finansal temellere dayanmalı ve ilişkilerde açık olan kurallar ve

	prosedürler izlemelidir.	
İlke 15:	Ulusal varlık fonunun operasyonları ve faaliyetleri, ev sahibi ülkelerdeki ilgili mevzuata ve kamuoyunu aydınlatma yükümlülüklerine uygun olarak yapılmalıdır.	
İlke 16:	Ulusal varlık fonlarının operasyonel olarak sahibinden bağımsız olduğu yönetim çerçevesi ve hedefleri kamuoyuna açıklanmalıdır.	
İlke 17:	Uluslararası finansal piyasaların istikrarına katkı sağlamak, ev sahibi ülkelere güveni artırmak ve ekonomik ve finansal yönelimini göstermek amacıyla ulusal varlık fonuna ilişkin finansal bilgiler kamuoyuna açıklanmalıdır.	
İlke 18:	Ulusal varlık fonunun yatırım politikası açık olmalıdır. Bununla birlikte bu yatırım politikaları, sahibi veya yönetim kurulu tarafından belirlenmiş hedeflerle, risk toleransı ve yatırım stratejisi ile tutarlı olmalıdır. Yatırım politikaları sağlam portföy yönetim prensiplerine dayalı olmalıdır.	
	İlke 18.1.:	Yatırım politikası, ulusal varlık fonunun finansal risklerini ve olası kaldıraç kullanımını yönlendirmelidir.
	İlke 18.2.:	Yatırım politikası, iç ve/veya dış yatırım yöneticilerinin kullandığı derecede faaliyetlerine ve otoriteye ve seçtikleri sürece ve izlenen performanslarına hitap etmelidir.
	İlke 18.3.:	Ulusal varlık fonunun yatırım politikasının tanımı halka açıklanmalıdır.
<b>Yatırım ve Risk Yönetimi İlkeleri</b>		
İlke 19:	Ulusal varlık fonunun yatırım kararları, yatırım politikası ile tutarlı bir şekilde riske göre ayarlanmış finansal getirileri maksimize etmeyi amaçlamalı ve ekonomik ve finansal temellere dayanmalıdır.	
	İlke 19.1.:	Yatırım kararları ekonomik ve finansal düşüncelerden farklı şeylere maruz ise, bunlar yatırım politikasında açıkça belirtilmeli ve kamuoyuna açıklanmalıdır.
	İlke 19.2.:	Ulusal varlık fonuna ait varlıkların yönetimi, genel kabul görmüş makul varlık yönetim prensipleri ile tutarlı olmalıdır.
İlke 20:	Ulusal varlık fonu, özel teşebbüsler ile rekabet ederken daha geniş yönetim ile ayrıcalıklı bilgi veya uygun olmayan etkiden faydalanmamalıdır.	
İlke 21:	Ulusal varlık fonları, hissedarların mülkiyet haklarını, özsermaye yatırımlarının değerinin temel bir bileşeni olarak görürler. Bir ulusal varlık fonu mülkiyet haklarını kullanmayı tercih ederse, yatırım politikası ile tutarlı bir şekilde yapmalı ve yatırımlarının finansal değerlerini korumalıdır. Ulusal varlık fonu, borsada kote olan işletmelerin menkul değerlerini seçmeye ilişkin mülkiyet haklarının kullanımını yönlendiren temel faktörler dahil genel yaklaşımını halka açıklamalıdır.	
İlke 22:	Ulusal varlık fonu, faaliyet risklerini tanımlayan, değerlendiren ve yöneten bir çerçeveye sahip olmalıdır.	
	İlke 22.1.:	Risk yönetim çerçevesi, kabul edilebilir parametreler ve seviyeler içerisinde ilgili risklerin yeterli şekilde izlenmesi ve yönetimini için güvenilir bilgi üreten ve zamanında rapor eden sistemlere, kontrol ve teşvik mekanizmalarına, uyulacak kuralları gösteren tüzüklere, iş sürekliliği planlamasına ve bağımsız bir denetim işlevine sahip olmalıdır.
	İlke 22.2.:	Ulusal varlık fonunun risk yönetim çerçevesine genel yaklaşımı kamuoyuna açıklanmalıdır.
İlke	Ulusal varlık fonunun varlık ve yatırım performansı mutlak veya göreceli kriterlere göre ölçülmeli ve açıkça belirlenmiş prensip veya standartlara göre fon sahibine	

23:	rapor edilmelidir.
İlke 24:	GAPP'ın uygulanmasının düzenli gözden geçirilme süreci ulusal varlık fonu tarafından veya onun adına yapılmalıdır.

**Kaynak:** IWG, 2008: 7-9.

Tablo 1.3'te GeoEconomica'nın Santiago Uyumluluk Endeksi, UVF'leri 24 ilkenin her biri tarafından belirlenen standartlara göre derecelendirmiştir. Endeks, Santiago İlkelerinin uygulamasının en doğru bağımsız değerlendirmesidir. Bu nedenle bir UVF'nin iyi yönetim, şeffaflık ve hesap verebilirlik uygulamalarına olan genel taahhüdünü değerlendirmek için güçlü bir referans noktasıdır.

**Tablo 1.3. Santiago Uyum Endeksi 2013**

Ülke	Ulusal Varlık Fonu	Santiago Uyum Oranı %
Norveç	Government Pension Fund Global	94
Yeni Zelanda	Superannuation Fund	92
Avustralya	Future Fund	90
Şili	Stabilization Fund and Pension Reserve Fund	85
ABD/Alaska	Alaska Permanent Fund	83
Timor	Leste Petroleum Fund	81
Singapur	Temasek Holdings	79
Kanada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	77
Azerbeycan	State Oil Fund	71
Singapur	GIC	69
Trinidad/Tabago	Heritage and Stabilization Fund	65
Cin	China Investment Corporation	61
Kore	Korea Investment Corporation	58
BAE	Abu Dhabi Investment Authority	53
Kuveyt	Kuwait Investment Authority	52
Rusya	National Wealth Fund / Reserve Fund	46
Bostvana	Pula Fund	44
Meksika	Oil Revenues Stabilization Fund	39
Katar	Qatar Investment Authority	31
Bahreyn	Future Generations Reserve Fund	24

**Kaynak:** GeoEconomica, 2014: 3.

#### **1.4.2. Linaburg- Maduell Şeffalık Endeksi (LMTI)**

Dünya genelinde artan etkinlikleri ve sayıları ile son yıllarda ekonomik açıdan büyük bir önem taşıyan varlık fonları hakkında belirli kıstaslarla bir karşılaştırma ve sıralama yapılmaktadır. Varlık fonlarının işleyişleri ve faaliyet alanları hakkında bilgilendirme yapılması, yönetim stratejilerinin şeffaflık seviyelerinin belirlenmesi ve küresel piyasalara ilan edilmesi amacıyla düzenli olarak raporlama yapan SWFI varlık fonları hakkında çalışma, analiz ve endeksler yayımlayan bir kurum olarak Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI) adını verdikleri bu sıralama ölçütünü kullanmaktadır (Karagöl ve Koç, 2016: 11).

Linaburg-Maduell Şeffalık Endeksi, SWFI'nda Carl Linaburg ve Michael Maduell tarafından geliştirilmiştir. Linaburg-Maduell şeffaflık endeksi, UVF'lere göre şeffaflığı derecelendirme yöntemidir. Etik olmayan gündemlerle ilgili endişelerin olduğu devlete ait yatırım araçlarına ilişkin olarak niyetlerini göstermek için daha büyük "opak" ve şeffaf olmayan fonlara çağrı yapılmıştır. Bu derecelendirme şeffaflığı endeksi 2008 yılında geliştirilmiştir ve o zamandan beri dünya çapındaki resmi fon raporları ve beyanlarında, UVF tarafından küresel standart kriter olarak kullanılmıştır. Bu endeks, devlet servet fonunun halka şeffaflığını gösteren on temel ilkeye dayanmaktadır. Aşağıdaki ilkelerin her biri, endeks derecelendirmesine bir şeffaflık noktası ekler. Endeks, SWFI'nın devam eden bir projesidir. Bir fonun alabileceği asgari derecelendirme 1'dir. Ancak SWFI yeterli şeffaflığı talep etmek için en az 8 derece önermektedir. Saydamlık derecelendirmeleri, fonlar ek bilgiler yayınlandıkça değişebilmektedir (www.swfinstitute.org, 2019).



**Tablo 1.4. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi İlkeleri**

Puan	Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi İlkeleri
+1	Fon oluşturulma tarihi, zenginliğin kaynağı ve devlet mülkiyet yapısını göstermesi.
+1	Fonun bağımsız olarak denetlenmiş yıllık raporlarını sağlaması
+1	Fon,şirket hisselerinin sahiplik yüzdesini ve işletmelerin coğrafi konumlarını açıklaması
+1	Fon toplam portföy pazar değeri, getiri ve yönetim tazminatı sağlaması
+1	Fon, etik standartlara, yatırım politikalarına ve kılavuzların uygulayıcılarına atıfta bulunan kılavuzlar sağlaması
+1	Fon net stratejiler ve hedefleri açıklaması
+1	Varsa, fon açıkça bağlı kuruluşları ve iletişim bilgilerini tanımlaması
+1	Varsa, fon dış yöneticileri tanımlaması
+1	Kendi web sitesini yönetmesi
+1	Fon, ana ofis konum adresini ve telefon ve faks gibi iletişim bilgilerini sağlaması

**Kaynak:** Ulusal Varlık Fonu Entitüsü (SWFI), 2019.

Yukarıdaki bu kriterler ışığında yapılan değerlendirme ile UVF'lere 1 ile 10 arasında puan verilerek şeffaflık ölçütü sıralaması yapılmaktadır. Tablo 1.5'te yukarıdaki kriterler doğrultusunda UVF'lerin LMTI ölçütleri 2018 yılı 1. çeyrek itibariyle gösterilmiştir:

**Tablo 1.5. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi (2018/1. Çeyrek Verileri)**

Ülke	Ulusal Varlık Fonu	LMTI
Avustralya	Australia Future Fund	10
Azerbeycan	State Oil Fund	10
Bahreyn	Mumtalakat Holding Company	10
Kanada	Alberta's Heritage Fund	10
Şili	Social and Economic Stabilization Fund	10
Yeni Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	10
Norveç	Government Pension Fund-Global	10
Singapur	Temasek	10
Kazakistan	Samruk-Kazyna JSC	10
BAE	Mubadala Investment Company	10
ABD	Alaska Permanent Fund	10
ABD	North Dakota Legacy Fund	10
Malezya	Khazanah Nasional	9
Nijerya	Nigerian Sovereign Investment Authority	9

Güney Kore	Korea Investment Corporation	9
ABD	Alabama Trust Fund	9
ABD	New Mexico State Investment Council	9
ABD	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	9
Angola	Fundo Soberano de Angola	8
Çin	China Investment Corporation	8
Hong Kong	Monetary Authority Investment Portfolio	8
İrlanda	Ireland Strategic Investment Fund	8
Timor-Leste	Timor-Leste Petroleum Fund	8
Trinidad-Tabago	Heritage and Stabilization Fund	7
Bostwana	Pula Fund	6
Kuveyt	Kuwait Investment Authority	6
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	6
BAE	Abu Dhabi Investment Authority	6
Çin	China Africa Developmant Fund	5
Çin	SAFE Investment Company	5
İran	National Development Fund of Iran	5
Katar	Qatar Investment Authority	5
Rusya	Reserve Fund	5
Suudi Arabistan	Public Investment Fund	5
BAE	Investment Corporation of Dubai	5
Çin	National Social Security Fund	4
Libya	Libyan Investment Authority	4
Meksika	Fondo Mexicano del Petroleo	4
Umman	Oman Investment Fund	4
Umman	State General Reserve Fund	4
Suudi Arabistan	SAMA Foreign Holding	4
Vietnam	State Capital Investment Corporation	4
BAE	Emirates Investment Authority	3
Kazakistan	National Invetstment Corporation	2
Cezayir	Revenue Regulation Fund	1
Brunei	Brunei Investment Agency	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1
Moritanya	National Fund for Hydrocarbon Reserve	1

**Kaynak:** Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), 2019.

Tablo 1.1'de varlık büyüklüğüne göre sıralanan ilk 25 fon arasında şeffaflık derecesi en yüksek fonlar Norveç'e ait Government Pension Fund- Global, Singapur'un Temasek Holding, BAE Abu Dabi'nin Mubadala Investment Company ve Avustralya'nın Australian Future Fund'dur. Yine Tablo 1.5'e göre şeffaflık düzeyi en düşük fonlar arasında Brunei'nin Brunei Investment Agency ve Kazakistan'nın Kazakhstan National Fund bulunmaktadır.

#### **1.4.3. Edwin M. Truman Ulusal Varlık Fonu Skorlaması (Truman Endeksi)**

ABD'li ekonomist Edwin M. Truman tarafından 2007 yılında geliştirilmiş olan ve daha sonra iyileştirilen Truman Endeksi, UVF'lerin organizasyon yapısını, yönetim, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ve davranış ana başlıkları altında 4 ana bölüm ve bu bölümler içinde belirlenen 33 temel soru kapsamında, 1 ile 100 puan skalasında değerlendirilmesini öngören bir yaklaşımdır (Sürekli, 2015: 47).

Dört kategoride gruplandırılan bu kriterler şu şekilde açıklanmaktadır (Truman, 2010: 74).

1. Fonun organizasyon yapısı; hedefler de dahil olmak üzere hükümetin mali politikasına ve ülkelerin uluslararası rezervlerinden bağımsız olup olmadığını
2. Fonun yönetimi; fon kurulu ve yöneticileri de dahil olmak üzere fonun yönetimi ve fonun kurumsal sorumluluk için kurallara uyup uymadığını
3. Fonun hesap verilebilirliği ve şeffaflığı; yatırım faaliyetlerinde, raporlamada ve denetimlerde
4. Fonun davranışı; kaldıraç ve türev kullanımı da dahil olmak üzere fonun portföyünü ve risk yönetimi politikalarını içermektedir.

UVF değerlendirmesi için 2007 yılı ilk tam puan tablosu Nisan 2008'de Truman tarafından düzenlenmiştir. Yine aynı şekilde ikincisi de 2009 yılı için Truman tarafından düzenlenmiştir. Daha sonra 2012 yılı için bu tablo Truman ve Bagnall ve son olarak dördüncüsü ise 2015 yılı için Stone ve Truman tarafından UVF skorlaması sunularak bu çalışma güncellenmiştir ve genişletilmiştir. Bunun amacı ülkeler tarafından bu fonlarla kaydedilen ilerlemeyi ve şeffaflık ve hesap verilebilirlik açısından

bu fonların yönetimini değerlendirmektir. Ayrıca bu puan tablosu IFSWF'nin UVF'lerin şeffaflığını ve hesap verilebilirliğini desteklemesindeki rolünü de değerlendirmektedir. Tablo 1.6'da varlık fonlarının Truman endeksine göre 2015 yılı değerlendirmesi görülmektedir (Stone ve Truman, 2016: 1)

**Tablo 1.6. Truman Endeksi UVF Değerlendirmesi 2015**

Ülke	Fonun Adı	Score
Norveç	Government Pension Fund-Global	98
ABD	Alaska Permanent Fund Corporation	88
Avustralya	Future Fund	87
Kore	Korea Investment Corporation	78
Singapur	Temasek Holdings	76
Çin	China Investment Corporation	70
Hong Kong	Exchange Fund	68
Kuveyt	Kuwait Investment Authority	68
BAE	Mubadala Development Company	68
Malezya	Khazanah Nasional Berhad	61
Singapur	GIC Private	61
BAE	Abu Dhabi Investment Authority	58
BAE	Investment Corporation of Dubai	55
Rusya	National Welfare and Reserve Fund	49
İran	National Development Fund of Iran	48
Kazakistan	National Investment Corporation	48
Kazakistan	Samruk-Kazyna JSC	47
Katar	Qatar Investment Authority	40
Brunel	Brunei Investment Agency	30
Libya	Libyan Investment Authority	23

**Kaynak:** Stone ve Truman, 2016: 8

Ulusal Varlık Fonu Skorboardı olarak da adlandırılan Truman Endeksi, UVF'leri belirli bir standarda oturtmak ve daha öngörülebilir hale getirmek için yapılan çalışmalardan biri olup gerek görece detaylı bir inceleme olması gerekse de bu konudaki çalışmalara öncülük etmesi açısından akademik literatürde kayda değer kaynakların arasında sayılmaktadır (Uslu, 2018: 31).

Kazakistana ait iki fonu karşılaştırdığımızda 2015 yılına ait Truman Endeksine sıralamasında aynı puana sahipken 2018 yılında LMTI'ya göre biri çok düşük bir sıralamadayken diğeri yüksek puana sahiptir. Kazakistan National Development Corporation fonunun Truman Endeksine göre ortalamaya yakın bir puan almış ancak daha sonra fon pasif bir yapıya geçerek ve hakkında yeterli bilgi olmaması sebebiyle Truman tarafından puanlama yapılamayacağı söylenmiştir. Aynı fonun 2018 yılındaki LMTI puanlamasına baktığımızda fonun kamuoyunda çok fazla bilgiye sahip olmaması yine fonun hızlı bir şekilde değer kaybetmesinden dolayı şeffaflık puanının 2 olduğu görülmektedir (Truman ve Stone, 2016: 6-7; Uslu, 2018: 31). Kazakistana ait başka bir fon olan Samruk-Kazyna JSC Truman endeksine göre şeffaflık ve hesap verilebilirlik açısından ortalamaya yakın bir sıralamada yer almaktadır. Ancak fon şeffaflık ölçütü yüksek olan uluslararası fonlara ayak uydurabilmek için büyük bir dönüşüm kararı almış ve fon performansını artırarak 2018 LMTI'ya göre şeffaflık puanını 10'a çıkarmıştır (www.samruk-kazyna.kz, 2019).

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

UVF'ler tasarruflarını uluslararası alanda ve buldukları ülkelerde yaptıkları yatırımlarla, ülkelerin kalkınmasına ve ekonomik istikrara katkılarından dolayı birçok olumlu görüş ortaya atılmıştır. Bu olumlu görüşler aşağıda sırasıyla belirtilmiştir.

- Uzun yıllardır faaliyetleri bilinen varlık fonları günümüze kadar herhangi finansal krize neden olmamıştır. Bunun aksine gerçekleşen son finansal krizde sisteme likitide sağlamış ve piyasaların dengede kalmasına yardımcı olmuştur (Vural, 2011: 16).

- Yatırımlarını kısa sürede geri çağırmayan, kaldıraç etkisinden faydalanma amacı gütmeyen ve yatırımlarını uzun dönemli olarak gerçekleştiren UVF'ler kriz dönemlerinde uluslararası finansal piyasalar açısından da dengeleyici bir rol oynamaktadır (Gomes, 2008: 1-6).

- 2008 yılındaki finansal krizde UVF'ler ABD'de Citigroup, Bear Stearns, Morgan Stanley ve Merrill Lynch'de ya da Avrupa'da Fortis'te geçici likitide sıkıntısı yaşayan bankalara müdahale ederek likitide sıkıntılarını gidermelerinde yardımcı olmuştur (Betbeze, 2009: 160).

- Uzun vadeli yatırım ufku olan UVF'ler piyasadaki oynaklığın azalmasına katkıda bulunmaktadır. Bu fonların hızlı bir şekilde büyümesi uzun vadeli riskli varlıklar için yatırımcı tabanını genişletecek ve küresel finansal istikrara olumlu yönde katkı sağlayacaktır (Beck ve Fidora, 2009: 362-365).

- UVF'ler şirketlere ve finansal kurumlara ihtiyaç duydukları gerekli sermayeyi sağlamaktadır. Uzun vadeli olduğundan dolayı yatırım yaptıkları firmaların istikrarına katkıda bulunmaktadır. Fon tarafından yapılan yatırımlar kısa vadeli finansal problemler nedeniyle ek sermaye elde edemeyen sermaye yetersizliği yaşayan şirketlerin ve bankaların hayatta kalkmasına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca fonların yatırım yaptıkları şirketlerin hisse senetlerinin değeri uzun vadede yatırım stratejilerine olan güvenden dolayı artmaktadır (Makhlof, 2010: 39).

- UVF'ler kısa vadeli şokların etkilerinin azaltılmasına, döviz kurları ve finansal piyasalardaki dalgalanmaların olumsuz etkilerinin ortadan kaldırılmasına, tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesine ve dev projeler ile uzun vadeli yatırımların hayata geçirilmesine yardımcı olması gibi özelliklerinden dolayı ekonomik sistem içinde önemli bir yere sahiptir (Karagöl ve Koç, 2016: 8).

- Dış ekonomik saldırıların meydana getireceği yıkıcı etkileri azaltmak ve ulusal kaynakları belirli stratejik amaçlar doğrultusunda daha etkin kullanabilmek amacıyla klasik iktisat politikası araçlarının yanında UVF gibi alternatif enstrümanları hayata geçirmek için oldukça önemlidir (Yamak ve Saygın, 2017: 69).

- Varlık fonları, uluslararası jeopolitik alanda makro istikrar, kuşaklar arası sürdürülebilirlik ekonomik kalkınmayı motive ederek büyümeye önemli katkıda bulunmaktadır. Fonların özellikle dalgalanan piyasa yapısı içinde bu dalgaları önleyici rolü üstleneceği düşünülmektedir ( Karasioğlu ve Göktürk, 2017: 101).

- UVF'ler reel sektör şirket ve projelerine uzun vadeli finans desteği vermek suretiyle ekonomide sürdürülebilir büyüme oranlarına ulaşılmasında, düzenli istihdam artışı yaratılmasında ve iktisadi istikrarın muhafaza edilmesi ve geliştirilmesinde önemli fonksiyonlar üstlenmekte, pozitif etki yaratarak piyasaları dengeleyici katkı sağladıkları

projeler ve üstlendikleri ticari fonksiyonlar nedeniyle önemli bir dış ticaret ve dış politika enstrümanı olarak da dikkat çekmektedirler (Sarısu, 2016: 235).

- Başarılı şekilde yönetilen UVF'ler daha yüksek riskli yatırımlara yönlendirilmesi halinde kurucu ülke için daha yüksek getiri elde etme dolayısıyla rezerv varlıklarının fırsat maliyetlerinin düşürülmesi imkanı sunmaktadır (Yalçiner ve Sürekli, 2015: 4).

- UVF'lerin amaçlarına göre normalde bir doğal kaynağa bağlı olan ülkeler, rekabetçi bir güç elde edebilecek ve uzun vadede sürdürülebilir büyümeye ve daha rekabetçi ekonomiye yol açan çeşitlendirilmiş ekonomik alan yaratabileceklerdir (Şimşek ve Eren, 2018: 34).

- UVF'ler hisse senetleri, şirket tahvilleri, gelişmekte olan piyasa varlıkları, özel sermaye ve gayrimenkul gibi riskli varlıklar için uzun vadeli yatırımcı tabanın genişlemesine katkıda bulunmaktadır (Beck ve Fidora, 2008: 24).

UVF'ler hakkında yukarıda paylaşılan olumlu görüşlerin aksine iyi yönetilememesi durumunda finansal ve politik risklerden kaynaklı birçok olumsuz görüşlerde paylaşılmıştır. Bu olumsuz görüşler aşağıda belirtilmiştir.

- Varlık fonlarının yurtdışı yatırımlarından yurtiçi varlıklara kayda değer bir oranda yatırım yapması, yurtiçi varlıklardaki talebe ek olarak yerel varlık fiyatlarında aşırı artışa neden olabilecek ve sisteme likidite enjekte ederek para politikasını zorlaştırabilecektir (Allen ve Caruana, 2008: 11).

- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkesinin eksik olduğu UVF'lerin karakterlerini ve performanslarını değerlendirmek oldukça karmaşıktır. Bu karmaşıklıktan dolayı küresel finansal piyasalarda yapılan büyük yatırımların olduğu ülkelerde şeffaflık ve hesap verilebilirliğe karşı şüphe artmıştır. Özellikle ticari ve finansal korumacılık için küresel ekonomide potansiyel negatif etkilere sebep olmuştur (Bahgat, 2008: 1191).

- UVF'lerin şeffaflığının yetersiz olması fonların yatırım faaliyetlerini maskeler ve fonlardaki yönetişimi ve risk yönetimi sorunlarının fark edilmemesine sebep olmaktadır. Fonların faaliyetlerine ilişkin sınırlı açıklama fonların yönetimini ve

yönetişimini değerlendirmeyi zorlaştırmaktadır ve bu nedenle fon yöneticisi tarafından yanlış yönetim veya yolsuzluğu tespit etmek zorlaşmaktadır. UVF'lerde zayıf yönetimden kaynaklı önemli hatalar özellikle belirli sektörlerde yoğunlaştığında ulusal veya küresel pazarı etkilemektedir (Weiss, 2009: 9).

- UVF'lerin faaliyetlerinin yeterince şeffaf olmaması piyasalarda bilinmezliğe yol açabilir ve hükümete ait olmasından dolayı yatırımın gerçekleştiği ülkelerde ulusal güvenliğe zarar verebileceği gibi piyasalarda rekabeti aksatabilmektedir (Yereli ve Yaman, 2017: 84).







## İKİNCİ BÖLÜM

### DÜNYADA ULUSAL VARLIK FONU ÖRNEKLERİ

#### 2.1. Ulusal Varlık Fonu Örnekleri

Çalışmanın bu bölümünde dünyada varlık büyüklüğü bakımından ilk 25 UVF arasından seçilmiş olan varlık fonlarının işleyiş biçimleri anlatılacaktır. Bu fonlar UVF sıralamasında en yüksek sıralamaya ve en iyi uygulama örneğine sahip Norveç, Çin, BAE, Kuveyt, Katar ülkelerine ait fonlar ile Türkiye Varlık Fonunun kurulmasında model olarak ele aldığı Singapur ve Malezya ülkelerine ait fonlardır.

##### 2.1.1. Norveç- Government Pension Fund-Global (GPFG)

Norveç'in Ulusal Varlık Fonu Norveç'teki petrol kaynaklarının kullanımıyla yakından bağlantılıdır. Petrol 1969 yılında Kuzey Denizi'nde ilk kez keşfedilmiştir. Petrol üretimi daha sonra 1971'de başlamıştır. 1990 yılına gelindiğinde petrol gelirlerinden büyük bir gelir elde edilmiş ve Norveç Parlamentosu Devlet Petrol Fonu Yasasını kabul etmiştir (Backer, 2009: 132). Böylelikle 1990 yılında petrol gelirlerini Norveç ekonomisine dönüştürmede uzun vadeli değerlendirmelerin yapılmasını sağlamak için Petroleum Fund kurulmuştur. Bu fon Ocak 2006 yılında Government Pension Fund-Global (GPFG) olarak yeniden adlandırılmıştır (www.nbim.no, 2019).

GPFG'nin yönetimi altındaki toplam varlığı 1.058,05 trilyon dolara ulaşarak dünyanın en büyük UVF'si olmuştur. LMTI göre, GPFG 10 puan ile dünyanın en yüksek denetim puanına sahiptir. Fonun Londra, Oslo, New York, Şangay ve Singapur'da yurt dışı ofisleri bulunmaktadır. Fon, 38 ülkeden 601 çalışan tarafından yönetilmektedir (www.swfinstitute.org, 2019).

Kuzey Denizi'ndeki petrol ve doğalgaz gelirlerinden finanse edilen fonun amacı ani refah akışının Norveç ekonomisini ve toplumunu bozmasını engellemektir (Clark ve Monk, 2010: 14). Fonun bir başka amacı ise Ulusal Sigorta Planı (NIS) kapsamında emeklilik harcamalarını finanse etmek için devlet tasarruflarını desteklemek ve devlet petrol gelirlerinin harcanması için uzun dönemli değerlendirmeler yapmaktır. Uzun dönemli değerlendirmeler Norveç petrol varlığını hem mevcut hem de gelecek kuşağın

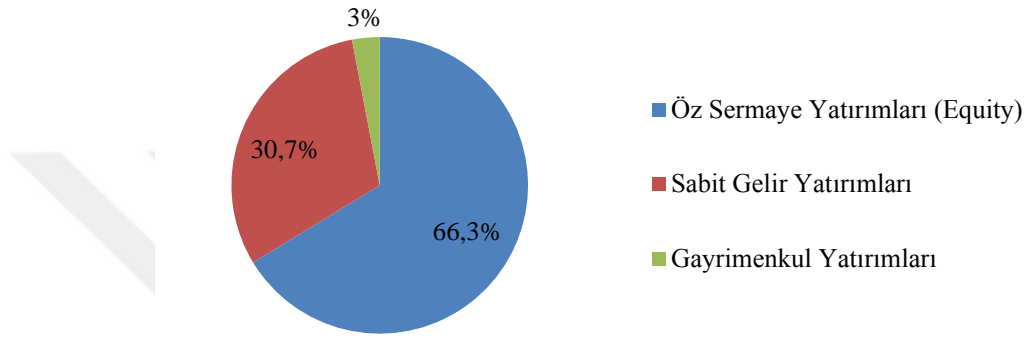
faydalanması için garanti altına almaya yardımcı olmaktadır. GPFG'nin yatırım hedefi ılımlı seviyede bir riskle mümkün olan en yüksek getiriye elde etmektir (Norwegian Ministry of Finance, 2017: 10).

Kjaer, (2001: 1)'e göre GPFG iki temel amaca hizmet etmektedir. Birincisi, petrol fiyatının düşmesi veya ana faaliyetinin azalması durumunda hükümete daha fazla hareket serbestliği sağlayan petrol gelirlerindeki dalgalanmalara karşı bir tampon oluşturmaktır. İkincisi, hükümetin petrol gelirindeki kademeli düşüşle eş zamanlı olarak yaşanan nüfusla birlikte emeklilik harcamalarındaki artışla karşı karşıya kalmasına yardımcı olacak bir araçtır. Hem kısa hem de uzun vadeli hedefler GPFG'nin yatırım stratejisini belirlemede emtia fiyat riskinin göz önünde bulundurulması gerektiğini açıkça ortaya koymaktadır.

GPFG, UVF'ler için bir model olarak nitelendirilmiş ve özellikleri uluslararası standartların en iyi uygulaması olarak kabul edilmektedir. GPFG'nin faaliyetlerinde ve finansal aktivitelerinde yüksek derecede şeffaflık vardır. Genel olarak petrol geliri ve fonun yönetimi, yüksek derecede şeffaflık ve bilginin açıklanmasıyla karakterize edilmektedir. Bu şeffaflık güven oluşturmaya yardımcı olmakla birlikte kötü yönetim riskini de azaltmaktadır (Norwegian Ministry of Finance, 2007: 11).

GPFG kuruluşunun ilk iki yılında merkez bankası tarafından yönetilmiştir. Daha sonra Maliye Bakanlığı adına Norveç Hükümeti tarafından GPFG'yi yönetmek üzere görevlendirilmiş bir yatırım kuruluşu olan Folketrygsfondet tarafından yönetilmiştir (Bazoobandi, 2011: 206). 1998 yılında fonun resmi sahibi Maliye Bakanlığı fonun mülkiyet haklarını kullanmak için Norveç'in merkez bankası olan Norges Bankasını görevlendirmiştir. Fonun yönetim yapısı siyasi otoriterler ve operasyonel yönetim arasındaki sorumlulukların net şekilde bölünmesiyle belirlenmiştir. Norges Bankası fonların bir kısmını dahili olarak yönetirken diğer kısmı banka tarafından atanan dış yöneticiler tarafından ticari olarak yönetilmektedir. Bakanlık, fon ile ilgili tüm önemli hususları parlamentoya ve halka açık bir şekilde bildirmektedir. Norges Bank ise fon yönetimi hakkında 3 aylık raporlar, yıllık raporlar ve bunların yanı sıra tüm yatırımların listesini web sitesinde belirli tarihlerde yayınlamaktadır (IWG, 2008: 41-42).

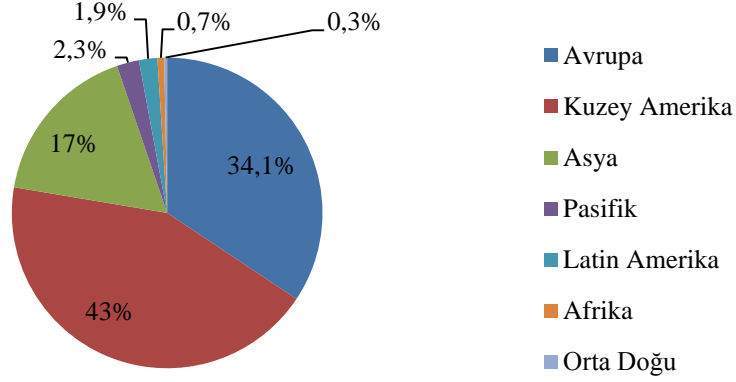
Fon geniş kapsamlı bir çeşitlilik elde etmek ve ılımlı finansal risk ile yatırım getirileri elde etmek için küresel olarak çok sayıda finansal araca (hisse senedi, tahvil ve gayrimenkul) yatırım yapmaktadır (IWG, 2008: 41). Fonun 2018 yılı sonundaki varlık tahsisinin %66,3'ü öz sermaye yatırımları, %30,7 si sabit gelir yatırımları ve %3 ise gayrimenkul yatırımlarıdır (Norges Bank, 2018 14).



#### Şekil 5. GPFY Yatırım Alanları

**Kaynak:** Norges Bank, 2018: 14.

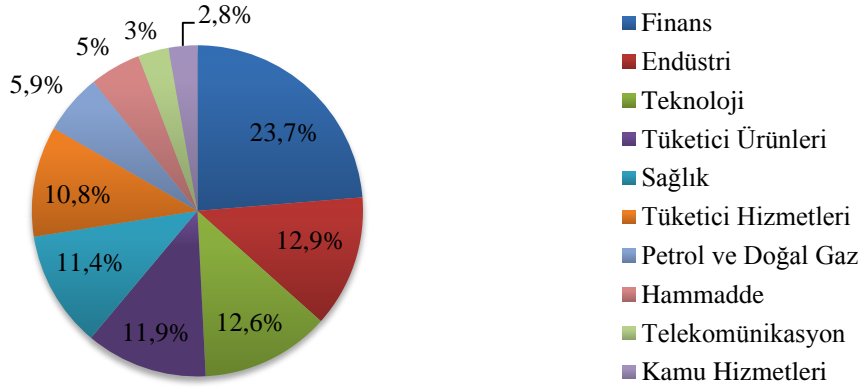
GPFY'nin 73 ülkede 50 para biriminde yatırımları bulunmaktadır. Bu yatırımların %34,1'i Avrupa'da, %43'ü Kuzey Amerika'da, %17'si Asya'da, %2,3'ü Pasifikte, %1,9'u Latin Amerika'da, %0,7'si Afrika'da, %0,3'ü ve Orta Doğu'da bulunmaktadır (Norges Bank, 2018: 29).



**Şekil 6. GPFG Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı**

**Kaynak:** Norges Bank, 2018: 29

GPFG'nin 2018 yılı sonu itibariyle hisse senedi yatırımlarının %23,7'si finans, %12,9 'u endüstri, %12,6'sı teknoloji, %11,9'u tüketici ürünleri, %11,4'ü sağlık, %10,8 'i tüketici hizmetleri, %5,9'u petrol ve doğal gaz, %5'i hammadde, %3'ü telekomünikasyon ve %2,8'i kamu hizmetleri sektörlerindedir (Norges Bank, 2018: 39).



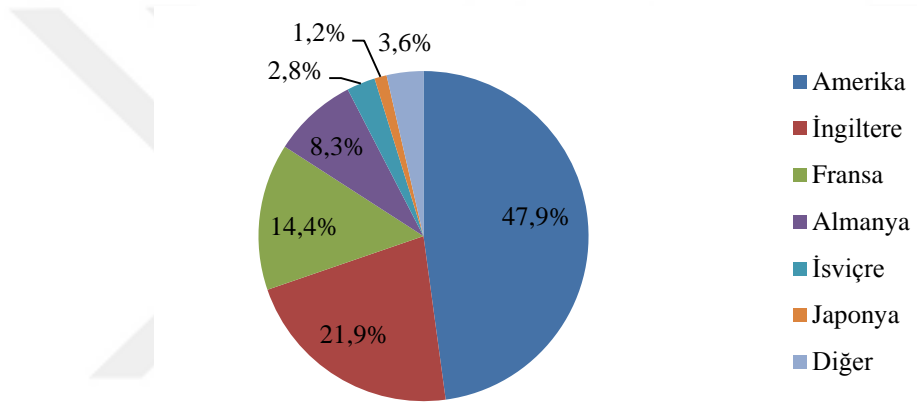
**Şekil 7. GPFG Hisse Senedi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı**

**Kaynak:** Norges Bank, 2018: 39.

GPFG'nin değeri son yıllarda önemli ölçüde artmıştır ve şu an ülkenin Gayri Safi Yurtiçi Hasılası'ndan 2,5 kat daha fazladır. Fon, Apple, Nestle, Microsoft, Amazon, Facebook, Alphabet ve Samsung gibi dünya çapında 70'in üzerinde ülkede 9000'den fazla şirkette küçük bir paya sahip olmasıyla uzun vadeli ve sorumlu bir yatırımcıdır.

Ortalama olarak fon, dünyadaki tüm şirketlerin yüzde 1,4'ünü elinde bulundurmaktadır. Fon 2018 yılının sonunda 9.158 şirkete yatırım yapmıştır. 1.406 şirkette %2'den fazla, 34 şirkette %5'ten fazla varlığa sahiptir. Kuzey Amerika'da 2.141, Latin Amerika'da 258, Avrupa'da 1.903, Asya'da 4.117, Afrika'da 213, Orta Doğu'da 164, Avustralya'da 362 şirkete yatırım yapmıştır (www.nbim.no, 2019).

Fonun gayrimenkul yatırımlarının %47,9'u Amerika, %21,9'u İngiltere, %14,4'ü Fransa, %8,3'ü Almanya, %2,8'i İsviçre, %1,2'si Japonya ve %3,6 sı diğer ülkelerde bulunmaktadır (Norges Bank, 2018: 50).



### Şekil 8. GPFG Gayrimenkul Sektörünün Yatırım Alanları

**Kaynak:** Norges Bank, 2018: 50.

Fon, devlet bütçesine tamamen entegre edilmiştir. Bütçe sürecini güçlendirmek ve mevcut kurumlara dayanmak için bir araç işlevi görmektedir. Fon, mali desteğini emekli primlerinden değil petrol karlarından almaktadır. Fon petrol gelirlerinin %4'ünü harcamaktadır ve gelirlerinin %96'sı yurt dışında finansal varlıklara yatırım yapılmaktadır (Arslan, Berkman ve Kayıkcıoğlu, 2018: 115).

#### 2.1.2. Çin-China Investment Corporation (CIC)

Çin'in döviz rezervleri cari işlem fazlasının ve doğrudan yabancı yatırım artması olarak iki kaynak tarafından finanse edilmiştir. Ülke 1993 yılından itibaren cari fazlalığı olan bir ülkedir (Wu ve Seah, 2008: 47). Bu cari fazlayı yönetmek için merkezi Pekin'de bulunan China Investment Corporation (CIC), 29 Eylül 2007 tarihinde 200 milyar dolarlık (1,550 milyar RMB) kayıtlı sermayesine sahip bir devlet şirketi olarak

kurulmuştur. Şirket Çin'in döviz varlıklarını çeşitlendirmek ve hissedarı için kabul edilebilir risk toleransı içinde maksimum getiri elde etmek için bir araç olarak kurulmuştur (www.china-inv.cn, 2019).

Çin'in döviz rezervlerinin bir kısmının yönetiminden sorumlu olan CIC'in yönetimi altındaki toplam varlığı 941,4trilyon dolara ulaşarak dünyanın en büyük ikinci UVF'si olup emtia dışı en büyük varlık fonudur. LMTI 8'dir (www.swfinstitute.org, 2019)

CIC'in iki önemli yatırım hedefi bulunmaktadır. Bu hedeflerden ilki fonun sermayesinde uzun vadeli getirileri en üst düzeye çıkarmak için çeşitlendirilmiş bir yurt dışı finansal araç portföyüne yatırım yapmaktır. Diğer bir hedef ise devlete ait finansal varlıkların tamamen sahip olduğu iştiraki olan Central Huijin'deki değerini korumak ve arttırmak için ilgili yasalara uyan bir hissedar olarak sermayelendirmektir (IWG, 2018: 36). Çin UVF'ye sahip diğer ülkelerin çoğundan farklı olarak enerji ve diğer doğal kaynaklar bakımından fakir bir ülkedir. Ancak potansiyel olarak karlı yatırımlar yapan bir sanayi ülkesidir. Bundan dolayı CIC, enerji ve kaynak güvenliğini sağlama ve iç ekonomiyi geliştirmenin ulusal zorunluluklarına karşı kurulmuştur (Liew ve He, 2012: 253).

CIC'in yatırım faaliyetlerinin altında yatan dört ilke aşağıda sıralanmıştır (CIC, 2017: 31).

1.Ticari bir temelde yatırım yapmaktadır. Yatırımları uzun vadeli, sürdürülebilir ve risk ayarlıdır.

2.Finansal yatırımcıdır ve portföyündeki şirketlerin kontrolünü ele geçirmeyi amaçlamamaktadır.

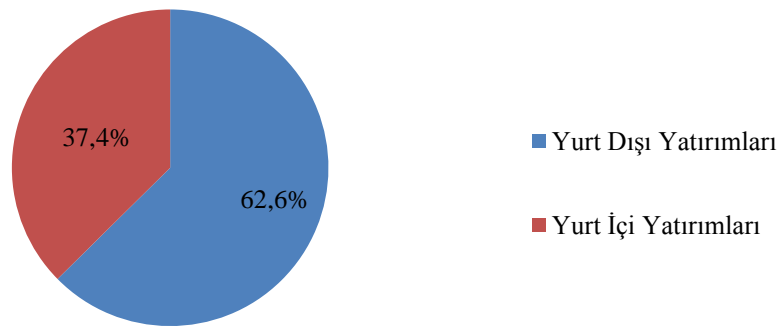
3.Yatırım yaptığı ülkelerin veya bölgelerin yasa ve yönetmeliklerine uyan ve kurumsal sosyal sorumluluklarını titizlikle yerine getiren sorumlu bir yatırımcıdır.

4.Yatırım kararları araştırma odaklı ve ticari getiri oranlarına dayanmaktadır.

200 milyar dolar olan kayıtlı sermayenin yüzde 50'sinden fazlası küresel yatırımlara tahsis edilmiştir. Tahsis edilen bu küresel yatırımlar CIC International ve

CIC Capital olarak adlandırılan alt birimlerce yapılmaktadır. Fonun yerel yatırım faaliyetleri Central Huijin tarafından yapılmaktadır. CIC International, deniz aşırı yatırımları yönetmek için kurulmuştur (Sun ve diğerleri, 2014: 656-657). CIC kurulduğunda hisse senedi ve sabit gelirler gibi geleneksel yatırım sınıflarına yatırım yapmaya başlamıştır ancak daha sonra bir varlık yöneticisi olarak deneyim kazandıkça doğrudan yatırımların yanı sıra emtia, özel sermaye, emlak ve hedge fonları gibi varlıklara da yatırım yapmaya başlamıştır (Sekine, 2012: 6).

CIC'in yaptığı ilk yabancı yatırımlar ABD'nin büyük finansal kurumlarından olan Blackstone (3 milyar dolar), Visa (200 milyon dolar) ve Morgan Stanley (5 milyar dolar) olarak gerçekleşmiştir. CIC, Visa'ya yatırım yaptığında hisse fiyatı %30 artarken Blackstone ve Morgan Stanley'deki hisse oranları sırasıyla %50 ve %20 oranında düşmüştür. Finans sektörüne yaptığı ilk yatırımlardan sonra 2009 yılında CIC'in enerji ve doğal kaynaklara yatırım yapmaya başlamıştır. Enerji ve mineral tedarikini güvence altına almak için Afrika'ya büyük yatırım yapmıştır. Petrol zengini Afrika ülkeleri Çin için stratejik olarak önemli hale gelmiştir. Çin ayrıca Afrika'da gıda güvenliğini arttırmak için tarım alanlarına da yatırım yapmıştır. Brezilya, İran, Rusya ve Venezuel'daki devlet petrol şirketleriyle 40 milyar dolardan fazla anlaşma yapmıştır (Liew ve He, 2012: 260-262).

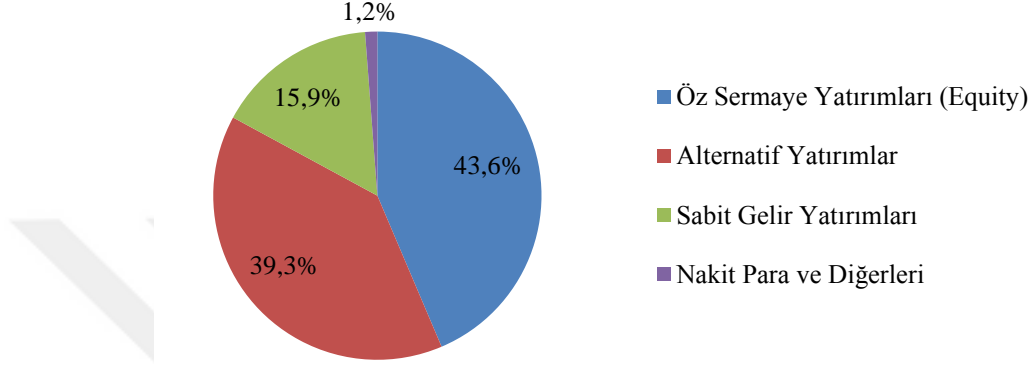


**Şekil 9. CIC Yatırım Alanları**

**Kaynak:** CIC, 2017: 38.



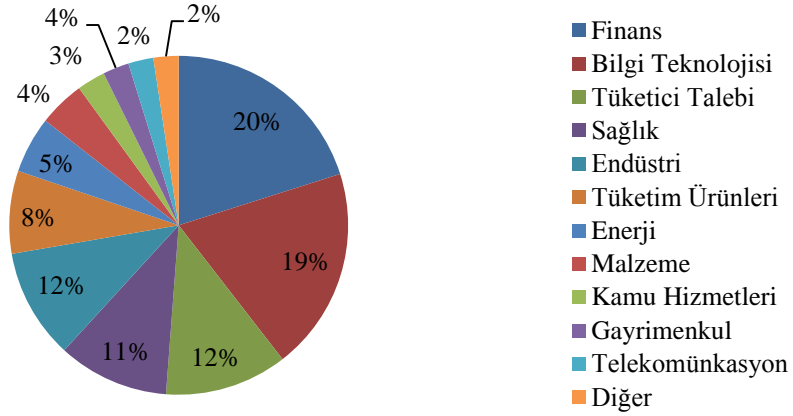
CIC'in 2017 yılı sonunda yatırımlarının %62,6'sı yurt dışında ve %37,4'ü ise yurt içinde gerçekleşmiştir. Fonun küresel yatırım portföy dağılımı incelendiğinde %43,6 'sı öz sermaye yatırımları, %39,3'ü alternatif yatırımları, %15,9'u sabit gelir yatırımları ve %1,2'si ise nakit para ve diğer yatırımları oluşturmaktadır (CIC, 2017: 37).



**Şekil 10. CIC'in Portföy Dağılımı**

**Kaynak:** CIC, 2017: 36.

CIC'in 2017 yılı sonunda hisse senedi yatırımlarının %20,1'ini finans, 19,4'ünü bilgi teknolojisi, %11,7'si tüketici talebi, %10,6'sı sağlık, %10,5'i endüstri, %7,9'u tüketici ürünleri, %5,4'ü enerji, %4,4'ü malzeme, %2,7'si kamu hizmetleri, %2,5'i gayrimenkullere, %2,4'ü telekomünikasyon, %2,4 diğer sektörlerinde gerçekleştirilmektedir (CIC, 2017: 37).



**Şekil 11. CIC Yatırımlarının Sektörel Dağılımı**

**Kaynak:** CIC, 2017: 37.

CIC, Kanunun öngördüğü şekilde iç kurumsal yapı ve yönetim yapısı üzerinde çalışmaktadır. Yönetim Kurulu, Denetleme Kurulu ve yönetim ekibi kurulmuştur. Kurul direktörlerinin atanması ve görevden alınması Devlet Konseyi tarafından gerçekleştirilmektedir. CIC'in gelişme stratejileri, operasyonel ve yatırım kuralları Yönetim Kurulu tarafından belirlenmektedir. CIC içindeki departmanlar arasındaki sorumluluklar açıkça tanımlanmaktadır. CIC'in icra performansı ve muhasebesi Kurula rapor edilmektedir ve Denetim Kurulu tarafından incelemeye tabi tutulmaktadır. İç denetim departmanı bağımsız denetim yapmaktadır. Denetim raporları Denetim Kurulu Başkanı tarafından onaylanmaktadır. CIC, Maliye Bakanlığı tarafından mali denetim ve Ulusal Denetim Bürosu tarafından periyodik dış denetime tabidir (IWG, 2018: 36).

### 2.1.3. BAE-Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)

Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), 1976 yılında BAE en zengin emirliği olan Abu Dabi Hükümeti tarafından artan petrol gelirlerini yönetmek için kurulan bağımsız bir kamu yatırım kurumudur. ADIA, Abu Dabi hükümetinin en büyük devlet yatırım kurumudur ve dünyanın en büyük üçüncü UVF'sidir. ADIA'nın bugünkü varlıkların büyüklüğü 683 milyar dolardır. LMTI'na göre 10 tam puan sıralamasından 6 puana sahiptir (www.swfinstitute.org, 2019).

ADIA'nın amacı Abu Dabi Emirliği'nin gelecekteki refahını korumak ve bu refahı sürdürmek için gerekli tüm mali kaynakları sağlamaktır. Ayrıca ekonomisini

değişken petrol piyasalarının yarattığı risklere karşı korumak için yatırımlarını çeşitlendirmeye yardım etmek amacıyla oluşturulmuştur. ADIA, kote edilmiş hisse senetleri, sabit gelir, emlak, özel sermaye alternatif yatırımlar ve alt yapı olmak üzere bir çok alt kategoriler arasında çeşitlendirilmiş küresel bir yatırım portföyünü yönetmektedir. Böylece Emirliklerin gelir fazlalarını yurt dışındaki finansal varlıklara yatırarak tüm uluslararası pazarlara yatırım yapmakta ve ekonomiye sermaye çeşitliliği sağlamaktadır (Bazoobandi, 2011: 130). Tablo 2.1'de ADIA'nın yatırım alanlarına yer verilmiştir. Yatırım alanlarına bakıldığında en çok gelişmiş ya da gelişmekte olan piyasalarda yatırımını gerçekleştirmiştir.

**Tablo 2.1. ADIA'nın Yatırım Alanları**

	Minimum %	Maximum %
Gelişmiş Piyasalar	32	42
Gelişen Piyasa Sermayeleri	10	20
Küçük Dereceli Sermayeler	1	5
Devlet Tahvilleri	10	20
Kredi	5	10
Alternatif Yatırımlar	5	10
Gayrimenkul	5	10
Özel Yatırımcı	2	8
Altyapı	1	5
Nakit	0	10

**Kaynak:** ADIA, 2017: 5.

ADIA yatırımlarını Kuzey Amerika, Avrupa, Asya ve gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirmiştir. Tablo 2.2'de ADIA'nın bölgesel olarak yaptığı yatırımların dağılımı görülmektedir. Bu dağılımda en çok dikkat çeken Kuzey Amerika olmuştur.

**Tablo 2.2. ADIA'nın Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı**

	Minimum %	Maximum %
Kuzey Amerika	35	50
Avrupa	20	35
Asya	10	20
Gelişmekte Olan Ülkeler	15	25

**Kaynak:** ADIA, 2017: 5.

ADIA, tamamen Abu Dabi hükümetinindir ve bu hükümetin denetimine tabidir. Yasal görevi amaçlarını yerine getirme konusunda tam kapasite ile bağımsız bir yasal kimliğe sahiptir. Hükümet fonun faaliyetleriyle ilgili bilgileri halka açıklamak konusunda isteksizdir. Aynı şekilde yönetimi altındaki varlıkların büyüklüğünün resmi olarak açıklamaktan da kaçınmıştır. Fonun varlık büyüklüğü ile ilgili mevcut olan bilgilerin neredeyse tamamı spekülasyon ve tahmini çalışmalardır. 1990'lı yılların sonunda araştırmacılar, ADIA'nın yönetimi altındaki varlıkların 120 ile 150 milyar dolar civarında olduğunu iddia ederken 2007 ve 2010 yıllarında ise 500 milyar dolardan 1000 milyar dolara ulaştığını iddia etmişlerdir. Ancak yapılan bazı çalışmalarda ADIA'nın varlıklarının büyüklüğü neredeyse %100'e kadar abartıldığı söylenmiştir (Bazoobandi, 2011: 131-132).

ADIA'nın en yüksek yönetim organı yönetim kuruludur. Kurul, ADIA'nın işleri ve işletmeleri üzerinde mutlak kontrol sahibidir. Yönetim kurulu soylu ailelere yakın 10 üyeden oluşmaktadır. Üyelerin tamamı üç yıllık bir emirlik kararı ile atanan üst düzey devlet memuru olan bir başkan, başkan vekili, genel müdür ve diğer kurul üyelerinden oluşmaktadır ayrıca üyeler yenilenmeye tabi tutulmaktadır. ADIA'nın yönetim kurulu, Kanun 5'e göre fonun hedeflerine ve ADIA'nın gözetimi uyarınca stratejik politikasının oluşturulması ve gözden geçirilmesi için gereken aralıklarla toplanmaktadır. Kurul normalde yatırım ve operasyona katılmamaktadır. Genel Müdür bu sorumlulukları Kanun 5 ile yerine getirmektedir. (Bazoobandi, 2011: 134).

ADIA'nın üçüncü taraflarla olan ilişkilerinde fonun politikasının uygulanmasından, işlerinin yönetiminden ve yasal temsilcisinden sorumlu genel müdürdür. Genel müdür, Kanun tarafından kurulun hedefleri dahilinde onayladığı politikalar çerçevesinde gözden geçirme ve analiz sonrasında yatırım teklifleri hakkında karar alma yetkisi de dahil olmak üzere çeşitli yetkilere sahiptir. Bu nedenle ADIA'nın yönetimi genel hükümetten operasyonel bağımsızlığa sahiptir (IWG, 2008: 49).

İç Denetim ADIA'nın varlıklarını, faaliyetlerini ve çıkarlarını yeterli düzeyde korumalarını sağlamak için ADIA'nın iç kontrol sistemlerini bağımsız olarak değerlendirir ve etkin verimli olmalarını sağlamak için bunları düzenli olarak gözden

geçirmektedir. İç denetim bölümü yaptığı bu işlemleri hem Denetim Komitesine hem de Genel Müdür'e rapor vermektedir (www.adia.ae, 2019).

#### **2.1.4. Kuveyt-Kuwait Investment Authority (KIA)**

Kuweyt Investment Authority (KIA) dünyadaki en eski UVF'dir. KIA, Kuveyt'in bağımsızlığından sekiz yıl önce 1953 yılında İngilizler tarafından kurulmuştur. Temel gelir kaynağı petrol olup küresel piyasadaki fonlar arasında dördüncü en büyük UVF'dir. KIA'nın yönetimi altındaki toplam varlığı 592 milyar dolardır. LTM endeksine göre şeffaflık puanı 6'dır (www.swfinstitute, 2019).

1982'de 47 sayılı kanunla KIA ülkenin varlıklarının yönetiminden sorumlu bir özerk yönetim organı olarak kurulmuştur. KIA bu yetkiyi Maliye Bakanlığında devralmıştır (www.kia.govkw, 2019). Fon uluslararası piyasalarda çeşitli varlık sınıflarına yatırım yapmaktadır ve tüm işlemlerini Kuveyt'te bulunan ana ofisinde, Pekin'de ve Londra'daki ofisinden gerçekleştirmektedir. Kuveyt hükümeti, dünyanın petrole dayalı ekonomisini olası petrol şoklarına karşı korumak ve gelecek nesiller için ulusal refahı korumak amacıyla ilk emtia temelli UVF'yi oluşturmuştur. Diğer Körfez ülkeleri gibi Kuveyt'in ekonomisi de petrol gelirlerine bağlıdır. Petrol gelirleri Kuveyt'in toplam ihracat kazancının ana payını oluşturmaktadır ve ülkenin büyümesinde önemli role sahiptir (Bazoobandi, 2011: 56).

Bugün KIA iki ana devlet fonu olan General Reserve Fund (GRF) ve Future Generations Fund'u (FGF) yönetmektedir. KIA, Kuveyt'in GRF ve FGF'nin yanı sıra Kuveyt Devleti adına Maliye Bakanı tarafından kendisine verilen diğer fonların yönetiminden sorumludur. KIA bir varlık yöneticisidir ve yönettiği varlıkların hiçbiri Kuveyt Devleti'ne ait değildir. GRF, Kuveyt Devleti'nin tüm petrol gelirlerinden ve GRF'nin yaptığı yatırımlarından elde edilen gelirlerinden oluşmaktadır. GRF'de yapılan tüm transferler kanunla onaylanmaktadır. FGF ise 1976'da GRF bakiyesinin yüzde 50'siyle kurulmuştur ve her yıl GRF'nin gelirleri de dahil olmak üzere tüm devlet gelirlerinin yüzde 10'u FGF'ye transfer edilmektedir. KIA, FGF varlıklarını gelecek nesillerin yararına yöneterek, petrol varlıklarının uzun vadeli finansal yatırımlara çeşitlendirilmesine izin vermektedir (IWG, 2008: 38).

KIA'nın amaçları üç yönlüdür (www.kia.gov.kw, 2019).

1. KIA, üç yıllık bir ortalama zorunlu getiri ve risk hedefleriyle tutarlı olarak bileşik kriterleri aşan yatırımın geri dönüş oranını elde etmeyi amaçlamaktadır.

2. KIA, iş yapma şeklindeki sürekli iyileştirmeyi taahhüt eden birinci sınıf bir yatırım yönetimi kuruluşu olmaya çalışmaktadır.

3. KIA, Kuveyt'teki özel sektörün mükemmelliğini taahhüt ederken onunla hiçbir alanda rekabet etmemesini veya bunun yerini almamasını sağlamaktadır.

KIA, sektördeki en güçlü yönetim yapılarından birine sahip olduğunu ve yüksek düzeyde bir mükemmellik ile hesap verilebilirliği temsil ettiğini söylemektedir. 1982'de 47 sayılı Kanun KIA'nın şeffaflığına ilişkin üç madde tanımlamıştır. Madde 5'e göre, KIA yönetimi altındaki varlıkların bir raporunu Kuveyt Bakanlar Kuruluna sunmakla yükümlüdür. Madde 8, KIA'nın performans verilerinin kamuya açıklanmasını yasaklamıştır. Madde 9 ise bilgilerin yetkisiz bir şekilde kamuya açıklanmasının cezasını belirtmektedir (www.kia.gov.kw, 2019).

KIA, ticari güdümlü bir işletmedir. Yalnızca karlılık hedeflerini açıkça tanımlayan projelere yatırım yapmaktadır. Oyun ve alkolle ilgili faaliyetlerin ana iş kaynağını oluşturduğu sektörlere yatırım yapmamaktadır. KIA uzun vadeli bir yatırım ufkuna, risk alma ve kısa vadeli oynaklığa uyum sağlama kabiliyetine sahiptir. Bu sebepten dolayı finansal piyasalarda istikrar için bir güçtür. KIA, Kuveyt Anayasası tarafından yasaklandığı için yatırım amacıyla borç almamaktadır ve hiç bir türev ürünü yatırım aracı olarak kullanmamaktadır. KIA, yatırım yaptığı şirketlerdeki gayrimenkul yatırım işletmelerindeki paylar dışında ve belirli işlemler için kurduğu yatırım şirketlerinde çoğunluk satın almaya veya menfaatleri kontrol etmeye çalışmamaktadır. KIA, kendi adına belirli varlık sınıflarına yatırım yapmak için birçok uzmanlaşmış bağımsız varlık oluşturmuştur. Bu varlıkların bazıları şunlardır (www.kia.gov.kw,2019);

a. İngiltere ve global gayrimenkul yatırımlar için St. Martins Londra, İngiltere merkezlidir.

b. ABD'de gayrimenkul yatırımlar için Fosterlane ve Breadstrees, Atlanta, ABD merkezlidir.

c. İngiltere ve dünyadaki brownfield altyapı yatırımları için Wren House Altyapısı, Londra, İngiltere merkezlidir.

KIA farklı coğrafyalarda çok çeşitli varlık sınıfları ile hem iç hem de uluslararası pazarlara yatırım yapmaktadır. Yatırım amaçları arasında uzun vadeli yatırım ufuklarında yeterli bir getiri elde etmek, FGF için fonların değerini korumak ve küresel finans piyasalarında daha uzman bir kuruluş olarak prestijini en üst seviyeye çıkarmak yer almaktadır (Talebi, 2014: 71). Fonun ana yatırım faaliyetleri altyapı, finansal hizmet, tarım, emlak, teknoloji ve enerji sektörüdür. Üçüncü dünya ülkelerindeki ekonomik altyapıyı desteklemeye katkıda bulunan projelerin geliştirilmesinde aktif olarak yer almaktadır. Bu projeler genellikle Dünya Bankası ve Birleşmiş Milletler tarafından önerilen kalkınma planları ile koordineli bir şekilde yürütülmektedir (Turco, 2014: 79).

KIA yönetimi altındaki varlıkları bazı durumlarda ülkenin mevcut ekonomik istikrarını ve ulusal egemenliğini korumak için kendi ekonomisinde kullanmıştır. Fon varlıklarının iç ekonomiye yönlendirilmesine 1982'de Souk el Manakh'ın mali krizinden sonra ülke borsalarını desteklemesi ve 1991'de Irak işgaliyle savaştan sonraki tahribatların ortaya çıkmasıyla yeniden yapılanma maliyetlerini gidermesi örnek gösterilmektedir. 1990 Irak'ın Kuveyt'i işgali sırasında 700'den fazla petrol kuyusu ateşe verilmiştir ve Kuveyt işgalden sonra 3 yıl gelir yaratmada sıkıntı yaşamıştır. Bu dönemde de ülkenin UVF'si Kuveyt'in yeniden ayaklanmasına yardımcı olmuştur. Bundan dolayı KIA'nın en önemli rolü kötü günler için alternatif bir gelir kaynağı oluşturmak amacıyla ülkenin petrol gelirine yatırım yapmaktır (Bazoobandi, 2011: 57-58).

KIA'nın yatırımları, KIA yatırımcılarının çıkarlarını korumaktan sorumlu olan Kuveyt Devleti'ne ve vatandaşlarına tamamen şeffaftır. Kuveyt vatandaşları tarafından serbestçe seçilen Ulusal Meclis'in seçilmiş temsilcileri en azından yıllık olarak KIA'nın performansı hakkında düzenli olarak bilgilendirilmektedir. KIA Bakanlar Kuruluna fonun yönetimi ve performansı altındaki varlıklar hakkında ayrıntılı bir rapor sunmak için şart koşmaktadır (www.kia.gov.kw, 2019).

KIA, Maliye Bakanının başkanlık ettiği bir yönetim kurulu tarafından yönetilen bağımsız bir kamu otoritesidir. Yönetim Kurulu, KIA Başkanı, genel Müdür ve üst yönetimden oluşmaktadır ve toplamda 9 üyesi bulunmaktadır. Bu üyelerden dördü başkan olan Maliye Bakanı, Enerji Bakanı, Kuveyt Merkez Bankası Valisi ve Maliye Bakanı Müsteşarı olan eski üyeleridir. Diğer beş üye de özel sektör temsilcilerinden oluşmaktadır. Kurul üyeleri dört yıllık bir süre için kararname ile atanmaktadır. Yönetim Kurulu doğrudan Yönetim Kurulu Başkanı'na rapor vermek üzere bir İç Denetçi tayin etmektedir (www.kia.gov.ky, 2019). Fonun Yürütme Kurulu Başkanı özel sektör temsilcileri arasından seçilerek Yönetim Kurulu tarafından atanmaktadır. Yürütme Kurulu Başkanı aynı zamanda KIA'nın genel müdürüdür. Yürütme kurulunun en önemli rolü KIA'nın stratejik amaç ve hedeflerini belirlemesinde yönetim kuruluna yardımcı olmaktır. KIA'nın faaliyetlerinin izlemesinden icra kurulu sorumludur (IWG, 2008: 38).

KIA'nın hesapları, dünyanın önde gelen dış denetim firmalarından ikisi tarafından denetlenmekte, incelenmekte ve onaylanmaktadır. KIA yönetimi altındaki varlıklarının yarı yıllık beyanlarını bağımsız Devlet Denetim Bürosu'na sunmaktadır. Yıllık hesaplarını ise hem Bakanlar Kuruluna hem de Ulusal Meclis'e sunmaktadır. KIA'nın performansını görüşmek üzere belirli dönemlerde parlamento'daki çeşitli komiteler, KIA'nın yönetim kurulu ve özel sektör temsilcilerinin de bulunduğu bir denetim komitesi toplanmaktadır (IWG, 2008: 39).

### **2.1.5. Singapur**

Singapur orta büyüklükte ve son derece açık bir ekonomiye sahiptir. Bu açıklık nedeniyle ülke, uluslararası pazarlara karşı savunmasız kalmıştır. Bir ada devleti olan Singapur doğal kaynaklar açısından fakirdir ve bundan dolayı enerji, gıda ve diğer hammaddeler bakımından ithalata bağımlıdır. Singapur'un dışa bağımlı olması döviz kurlarındaki ve uluslararası fiyatlardaki dalgalamalara karşı ülkeyi hassas kılmıştır. Dışa bağımlı olan devletlerin UVF oluşturmasında Singapur diğer ülkeler arasında öncü olmuştur (Eldredge, 2016: 110). Singapur Hükümetinin iki büyük varlık fonu vardır;

1. Government of Singapore Investment Portfolio (GIC)
2. Temasek Holdings



Bu iki UVF arasındaki temel fark, GIC Singapur Hükümeti adına varlık ve rezervleri yönetirken Temasek Holdings'in kendi yatırımlarını ve varlıklarını yönetmektedir (Chen, 2016: 313).

#### **2.1.5.1. Government of Singapore Investment Portfolio (GIC)**

Government of Singapore Investment Portfolio (GIC), Singapur'un yabancı rezervlerini yönetmek amacıyla 1981 yılında kurulmuştur. Dünyanın ilk emtia dışı UVF'si olan GIC, SWFI sıralamasında sekizinci en büyük varlık fonudur. GIC'in yönetimi altındaki toplam varlığı 390 milyar dolardır (www.swfinstitute.org, 2019). LTM endeksine göre şeffaflık puanı 6'dır. New York, San Francisco, Sao Paulo, Londra, Seoul, Tokyo, Şangay, Pekin, Singapur ve Mumbai şehirlerinde merkez ofisleri bulunmaktadır ve 40'dan fazla ülkeden 1500'den fazla çalışanı bulunmaktadır (GIC, 2018: 52).

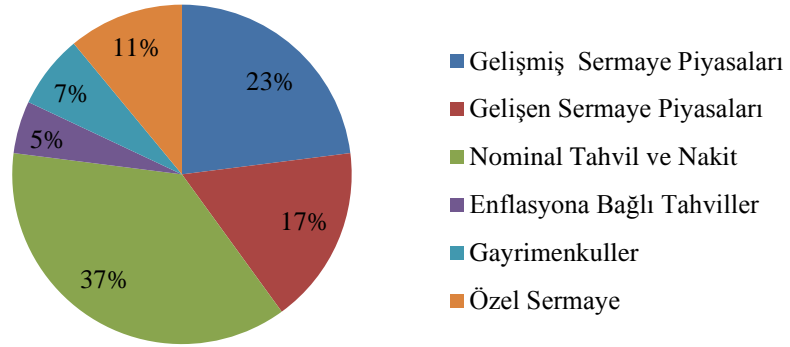
GIC, Singapur'daki döviz rezervlerinin büyük bir bölümünü yönetmek ve yabancı sermaye, tahviller ve mülkler de dahil olmak üzere çeşitli varlık sınıflarına yatırım yapmak üzere kurulmuştur (Aizenman ve Glick, 2007: 12). GIC'in yönetimi altındaki varlığı sürekli olarak ödemeler dengesi fazlası ve birikmiş ulusal tasarruftan oluşmaktadır. Rezervler, hükümet tarafından isteğe bağlı olarak harcanabilecek veya yatırılacak bir getiri akışı sağlamaktadır (Lugo, 2012: 16).

GIC tamamen Singapur Hükümetine aittir. Hükümet Singapur'un dış rezervlerini yönetmesi için GIC'a yetki vermiştir. GIC'in hükümet temsilcisi Maliye Bakanlığıdır. Hükümet, GIC'in yatırım kararlarını yönlendirmemektedir ve bu kararlara müdahale edememektedir. Hükümet yetkili bir yönetim kurulu oluşturmaktadır ve bu kurulu genel portföy performansından sorumlu tutmaktadır. GIC ayrıca ülkenin rezervleri üzerinde koruyucu bir rol üstlenen Singapur Anayasası tarafından seçilmiş 43 bağımsız Singapurlu Başkan'a karşı da sorumludur. GIC, Mali Müşavirlik Daire Başkanlığına portföyün performansı, riski ve dağıtımını hakkında ayrıntılı bir şekilde bilgi içeren aylık ve üç ayda bir rapor hazırlayıp vermektedir. Bu raporlar gerçekleştirilen yatırımların yanı sıra işletmeler, banka hesapları ve bakiyeleri listelemektedir. GIC yönetimi yılda bir kez olacak şekilde bir önceki mali yılda portföyün risk ve performansını gözden geçirmek için bakanlıkla resmi olarak toplanmaktadır. Portföy Singapur Cumhurbaşkanı

tarafından atanan Singapur Genel Denetçisi tarafından yıllık olarak denetlenmektedir (IWG, 2008: 45).

GIC sadece finansal getirilere yatırım yapmaktadır. Bunlar hisse senetleri, sabit gelirler, döviz, emtialar, para piyasaları, alternatif yatırımlar, emlak ve özel sermaye yatırımlarıdır. Dünyanın dört bir yanındaki önemli finans başkentlerinde bulunan sekiz ofis ağıyla dünya çapında 40'tan fazla pazara ve çeşitli yatırım ve menkul kıymetlere yatırım yapmaktadır (IWG, 2008: 45).

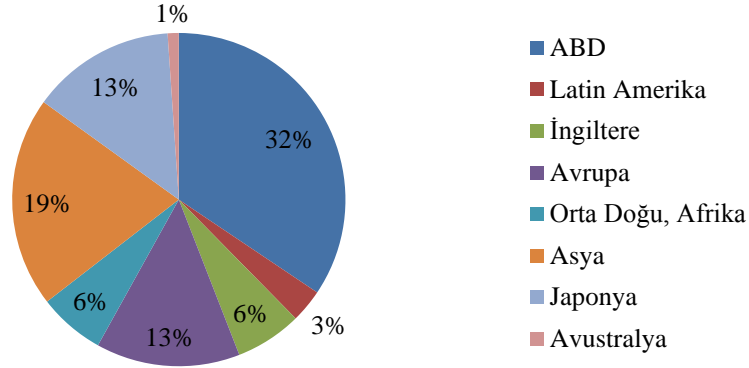
GIC'in 2018 yılı sonunda varlık yatırımların dağılımı incelendiğinde %23'ü gelişmiş piyasalara, %17'si gelişen piyasa sermayelerine, %37'si tahvil ve nakite, %5'i enflasyona bağlı tahvillere, %7'si gayrimenkullere ve %11'i özel sermayeye gerçekleştirilmiştir (GIC, 2018: 13).



**Şekil 12. GIC'in Varlık Yatırımı Dağılımı**

**Kaynak:** GIC, 2018: 13.

Bu yatırımların coğrafik dağılımı incelendiğinde ise %32'si ABD, %6'sı İngiltere, %13'ü Avrupa, %6'sı Orta Doğu, Afrika ve Avrupa'nın geri kalanı, %19'u Asya, %13'ü Japonya ve %1'i Avustralya'da bulunmaktadır (GIC, 2018: 13).



**Şekil 13. GIC'in Yatırımlarının Coğrafik Dağılımı**

**Kaynak:** GIC, 2018: 13.

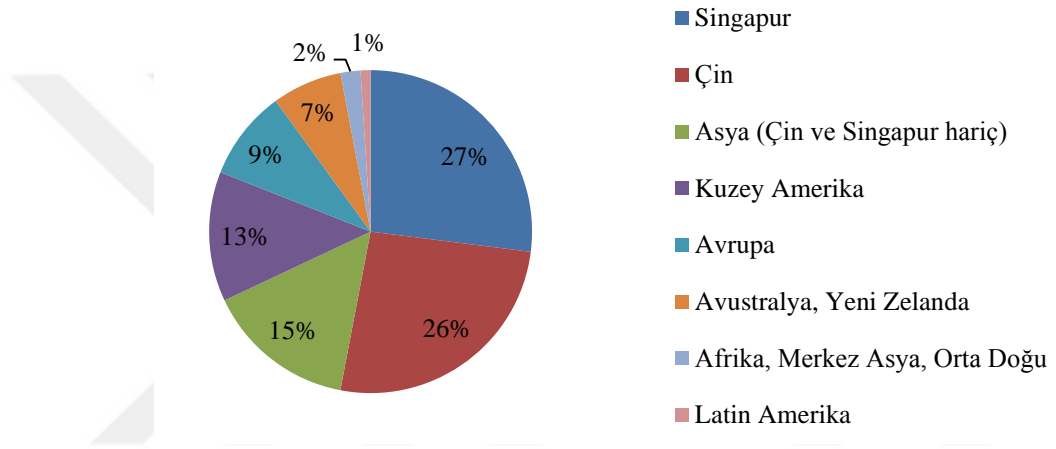
GIC'in yatırım çerçevesi Referans Portföyü, Politika Portföyü ve Aktif Portföy olarak üç yapı taşına sahiptir. Referans Portföyü, aşırı riske maruz kalmadan zaman içinde iyi getiri sağlamak için küresel hisse senetlerine ve tahvillerine yatırım yapılmasını sağlamaktadır. Politika portföyü, sistematik riskler olarak zaman içinde daha yüksek getiri elde etmeyi amaçlamaktadır. Politika portföyünde gelişmiş piyasa varlıkları, gelişmekte olan piyasa varlıkları, nominal tahviller ve nakit, enflasyona bağlı tahviller, özel sermaye ve emlak olmak üzere altı varlık sınıfı bulunmaktadır. Aktif portföyü ise daha yüksek risk seviyelerini kabul etmektedir (www.gic.com.sg, 2019).

Risk yönetimi ve kontrolü, şirketin yatırım yönetimi faaliyetlerinin önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Risk yönetim çerçevesi kredi riskleri, piyasa riskleri, operasyonel riskler, karşı taraf riskleri ve yasal düzenleyici riskleri gibi geniş bir risk yelpazesini kapsayan politikaları içermektedir (IWG, 2008: 45).

#### **2.1.5.2. Temasek Holdings**

Singapur Hükümetine ait bir küresel yatırım şirketi olan Temasek Holding 1974 yılında Maliye Bakanlığı tarafından kurulmuştur. Emtia dışı UVF'ler arasında olan Temasek döviz rezervlerini yönetmektedir. SWFI Şubat 2019 verilerine göre Temasek'in yönetimi altındaki varlıkların toplam büyüklüğü 375 milyar dolardır. LTM endeksine göre şeffaflık puanı 10'dur. Merkezi Singapur'da bulunan Temasek'in Pekin'de 2 ofisi, Şangay, Mumbai, Hanoi, Londra, New York'ta 1 ofis olmak üzere 11 ofiste 31 farklı milletten 73 çalışanı bulunmaktadır (www.swfinstitute.org, 2019).

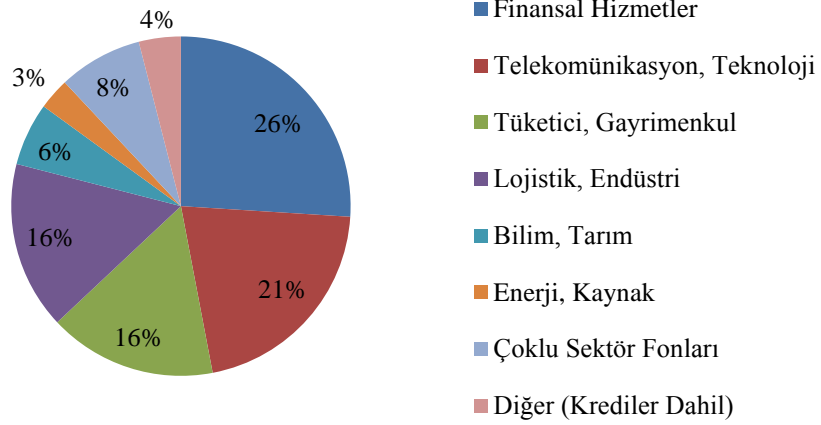
Temasek'in misyonu, aktif bir yatırımcı ve başarılı girişimlerin hissedarı olarak sürdürülebilir hissedar değeri yaratmak ve maksimize etmektir (IWG, 2008: 46). Temasek'in Singapur ve Kuzey Asya ülkelerinde önemli yatırımları bulunmaktadır (Haeney ve diğerleri, 2011: 110). 2018 yılı sonunda yatırımlarının coğrafi dağılımı incelendiğinde %27'si Singapur, %26'sı Çin, %15'i Asya (Çin ve Singapur hariç), %13'ü Kuzey Amerika, %9'u Avrupa, %7'si Avustralya ve Yeni Zelanda, %2'si Afrika, Merkez Asya ve Orta Doğu %1'i ise Latin Amerika'dadır (Temasek, 2018: 5).



**Şekil 14. Temasek Holding Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı**

**Kaynak:** Temasek, 2018: 5.

Temasek finansal hizmetler, gayrimenkul, lojistik, altyapı, telekomünikasyon, biyoloji, sağlık, eğitim, tüketim, enerji ve kaynaklar gibi çeşitli sektörlerde yatırımcıdır (IWG, 2008: 46). Gerçekleştirdiği bu yatırımların 2018 yılı sonu itibariyle %26'sı finansal hizmetler, %21'i telekomünikasyon, medya ve teknoloji, %16'sı tüketici ve gayrimenkul, %16'sı lojistik ve endüstri, %6'sı yaşam bilimi ve tarım, %3'ü enerji ve kaynak, %8'i çok sektörlü fonlar ve %4'ü diğer sektörlerde gerçekleştirmiştir (Temasek, 2018: 5). Böylece Temasek Singapur'un önde gelen endüstrileri üzerinde önemli bir kontrole sahiptir (Chen, 2016: 314).



**Şekil 15. Temasek Holdings Yatırımlarının Sektörel Dağılımı**

**Kaynak:** Temasek, 2018: 5.

Singapur Maliye Bakanı, şirketin tek hissedarı olmasına rağmen Singapur Hükümeti şirketin herhangi bir seviyesindeki yatırım veya operasyonel kararların hiçbirinde doğrudan yer almamaktadır. Temasek, bağımsız bir kurul tarafından yönlendirilen ve özerk bir şekilde yönetilen bir yatırım kurumudur. Yatırımları ve diğer operasyonel kararları Singapur Hükümeti'nden bağımsız olarak Yönetim Kurulu tarafından alınmaktadır (IWG, 2008: 46). Yönetim Kurulu, fonun geçmiş rezervlerini korumak için fonun yöneticisiyle birlikte anayasal sorumlulukla ticari olarak faaliyet göstermektedir. Yönetim Kurulu başkan, başkan vekili, üst yönetici ve 10 üyeden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu, üç ayda bir iki gün toplanmaktadır ve gerektiğinde ek toplantılarda düzenlenmektedir. Yönetim Kurulu, yetkilerini Yürütme Komitesi, Denetim Komitesi ve Liderlik Gelişimi ve Ücretlendirme Komitesi olmak üzere 3 komiteye paylaşmıştır. Yürütme Komitesi, belirli bir eşiğe kadar yeni yatırım yapma ve yatırıma son verme kararlarını alması için yetkilendirilmiştir. Bu eşiğin üzerindeki işlemlerin kararları Yönetim Kurulu tarafından alınmaktadır. Yürütme Komitesi yılda üç kez toplanmaktadır. Denetim Komitesi, bağımsız yöneticileri içermektedir. Komite iç denetim sisteminde finansal raporlama ve işlemlerin denetim ve yasalara uygunluğunu izlemek için kullanılan süreçleri gözden geçirerek desteklemektedir. Denetim Komitesi, İç Denetim tarafından da desteklenmektedir. Denetim Komitesi, fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getirmek için tüm kayıtlara ve personele tam ve sınırsız erişime sahiptir. Komite yıl boyunca 4 kez bir araya gelmektedir. Denetim Komitesi, Liderlik

Gelişimi ve Ücretlendirme Komitesi, Yönetim Kurulu ve yönetim liderlik planlarını Temasek Kuruluna tavsiye etmekten sorumludur (www.temasekreview.com, 2019).

Temasek, uluslararası denetim firması tarafından denetlenen yıllık yasal mali tabloların periyodik güncellemelerinin yanı sıra fonun performansı ve riski hakkında detaylı bilgiyi Maliye Bakanlığına sunmaktadır. Temasek hissedarına düzenli olarak temettü ödemektedir ve diğer ticari şirketler gibi Temasek'de vergi ödemektedir (IWG, 2008: 46).

#### **2.1.6. Katar-Qatar Investment Authority (QIA)**

Qatar Investment Authority (QIA), 2005 yılında bağımsız bir devlet yatırım kurumu olarak kurulmuştur ve faaliyete 2006 yılının başlarında geçmiştir. Katar, dünyadaki en büyük doğal gaz ve petrol ihracatçılarından biridir. Bundan dolayı QIA bütçe fazlası, petrol ve gaz gelirlerini yönetmektedir. QIA'nın yönetimi altındaki toplam varlık büyüklüğü 320 milyar dolardır. LTM endeksine göre şeffaflık puanı 5'dir QIA'nın 40'tan fazla ülkeden 300'den fazla çalışanı bulunmaktadır. (www.swfinstitute.org, 2019).

QIA'nın görevi Katar'ın rezervlerini hem devlet hem de gelecek nesiller için uzun vadeli değer yaratmak amacıyla yatırım yapmak, yönetmek ve büyütme. Diğer bir görevi ise Katar ekonomisinin gelişmesini desteklemek, yerel yetenekleri geliştirmek ve ekonomiyi çeşitlendirmeye yardımcı olmaktır. QIA hem yurt içinde hem de yurt dışında yatırım yapmaktadır ancak yatırımlarının çoğunu Katar dışına yapmaktadır. Fonun portföyü gelecek nesilleri için uzun vadeli bir değer yaratmayı amaçlamaktadır. Bu nedenle geleneksel ve kısa vadeli performans önlemlerine veya taktiksel portföy optimizasyonuna tabi değildir. QIA yatırım kararlarını genel kabul görmüş varlık yönetimi ilkeleri doğrultusunda ve riske uyarlanmış finansal getirileri en üst düzeye çıkarmak için QIA yatırım politikası ile tutarlı bir şekilde ve sadece ekonomik ve finansal temellere dayandırmak amacıyla yürütmektedir. QIA portföyünün yatırımı için izin verilen varlık sınıfları listelenen, listelenmeyen, gerçek varlıklar, emlak, kredi ve sabit gelir menkul kıymetleri ve nakit, yabancı para birimleri ve türevleri olarak belirtilmiştir ancak varlık sınıfları bunlarla sınırlı değildir. QIA'nın ana

varlıkları Volkswagen, Barclays, Canary Wharf, Harrods, Credit Suisse, Heathrow, Glencore, Tiffany ve Co'dur (www.qia.qa, 2019).

QIA'nın amacı kendi çıkarları doğrultusunda sürdürülebilir risk ayarlı finansal getiri elde etmektir. Bu nedenle hisse senetleri, kredi ve sabit gelir menkul kıymetleri, borsa dışı şirketlerdeki piyasa dışı işlemler gibi özel sermaye, emlak ve gerçek varlıklara doğrudan veya fon aracılığıyla yatırım yapmaktadır. QIA şirketlere, fonlara, gayrimenkul varlıklarına, spor kulüplerine, petrokimya projelerine, otomobil üretimine, eğlenceye, emlak ve bankacılık sektörüne milyarlarca dolar yatırım yapmaktadır (Talebi, 2014: 74-75). Tablo 2.3'te varlık sınıflarına yer verilmiştir.

**Tablo 2.3. QIA Varlık Sınıflarının Oranları**

Varlık Sınıfları	Oran %
Listelenen Varlıklar / Özel Sermaye	50-80
Kredi / Sabit Gelir	10-25
Gayrimenkul	15-25
Çok Stratejili	0-5

**Kaynak:** QIA, 2016: 36.

QIA, İngiltere, Fransa, İspanya İtalya, Kanada, ABD, Brezilya, Güney Afrika, Ukrayna, Rusya, Japonya, Singapur, Endonezya, Güney Kore, Hindistan, Malezya, Tayvan, Suudi Arabistan, BAE, Umman, Mısır, Türkiye ve daha birçok ülkeye yatırım yapmaktadır. QIA sadece yurt dışında değil kendi ekonomisinde de önemli bir rol oynamaktadır. QIA, Katar'da birçok önde gelen şirketin (Katar Ulusal Bankası, Katar Telekom, Katar Havayolları, Katar Diar Gayrimenkul, Katar Borsası, Katara Otel, Mowasalat Nakliyat, Al Rayyan Otel ve Hassad Food) hissedarıdır (QIA Annual Report, 2016: 38).

QIA tamamen Katar Devleti Hükümeti'nin denetimine tabidir ve Kurum, Katar Devleti Hükümeti'ne Ekonomik İşler ve Yatırım Yüksek Kurulu tarafından kendisine verilen ve Ekonomik İşler ve Yatırım Yüksek Kurulu tarafından onaylanan politika, strateji ve planlara uygun olarak yatırım yapmayı ve yönetmeyi amaçlamaktadır. QIA yatırım sürecinde doğrudan yatırım veya fon yatırımı olsun her yatırım için oluşturma, değerlendirme, uygulama ve aktif portföy yönetimi ile dört aşamalı bir yatırım

yaklaşımı sergilemektedir. QIA, Katar'da enerji, yatırım ve ekonomi ile ilgili en yüksek karar organı olan Ekonomik İşler ve Yatırım Kuruluna rapor vermektedir. (www.qia.qa, 2019).

QIA'nın Yönetim Kurulu, fonun işlemleri üzerinde tam kontrole sahip en üst düzey organdır. Kurul bir Başkan, bir Başkan Yardımcısı ve birkaç üyeden oluşmaktadır. Kurul QIA'nın stratejik politikasını belirlemek ve gözden geçirmek için düzenli ve gerektiğinde toplanmaktadır. Yönetim Kurulu, QIA'nın mali tablolarını denetlemek ve QIA kuruluna ve Ekonomik İşler ve Yatırım Kuruluna raporunu sunmak için dört büyük denetim firmasının denetçisini tayin etmektedir. Kurul günlük işlerle ilgili kararlara katılmaktadır (www.ifswf.org, 2019). QIA'nın İcra Kurulu Başkanı ise QIA'nın iç kontrolünden, işlerinin yönetiminden ve genel politikasının uygulamasından sorumludur. Bu işlevleri yerine getirmek için iç denetim, hukuk, idare ve finans departmanları tarafından desteklenen gayrimenkul ve özel sermaye yatırımlarını kapsayan bir yatırım komitesi ve iş bölümlerini içeren bir yönetim ekibi tarafından desteklenmektedir. QIA'nın risk yönetimi kurumun merkezinde yer almaktadır ve QIA kurulurken Risk Departmanı oluşturulmuştur. Kurumun riskleri yönetme yaklaşımı IFSW tarafından yayınlanan Santiago Prensiplerini dikkate almaktadır. QIA'nın maruz kaldığı riskler Yatırım ve Operasyonel riskler olarak sınıflandırılmaktadır. Kurumun risk yönetimi çerçevesi bu risklerin belirlenmesi ve yönetimi ayrıca raporlanması için bir yapı oluşturmaktadır (IWG, 2008: 42).

### **2.1.7. Malezya-Khazanah Nasional**

Gelir kaynağı emtia dışı olan Khazanah Nasional Fund 1993 yılının Eylül ayında kurulmuştur ancak faaliyete 1994 yılında başlamıştır. Khazanah'ın tüm sermayesi Maliye Bakanlığına aittir. Fonun yönetimi altındaki toplam varlık büyüklüğü 38,7 milyar dolardır. SWFI'ya göre dünyanın yirmi beşinci en büyük varlık fonu olarak sıralanmıştır. LTM endeksine göre şeffaflık puanı 9'dur (www.swfinstitute, 2019).

Khazanah'ın görevi, Malezya'nın uzun vadeli servetini büyütmektir. Bu bağlamda büyümek fonun içine enjekte edilen sermayeyi korurken yatırımların değerini sürdürülebilir bir şekilde arttırmaktadır. Khazanah'ın ticari ve stratejik olarak iki yatırım hedefi bulunmaktadır. Ticari amaç, finansal varlıkları büyütmek ve ülke için gelir



kaynaklarını çeşitlendirmek için optimal riske uyarlanmış getiri elde etmektir. Stratejik amaç ise stratejik ulusal varlıklar da dahil olmak üzere Malezya ve halkı için uzun vadeli ekonomik faydalar sağlayacak stratejik yatırımlar yapmaktadır. Khazanah faaliyete geçtikten sonra hükümetin ticari varlıklarını yönetmenin yanı sıra stratejik ve yüksek teknoloji sektörlerine yatırım yapmakta da önemli bir rol üstlenmiştir. 2004 yılında başlayan yenilenen görev uyarınca Khazanah yeni ekonomi sektörlerinde ve coğrafyalarında fırsatlar ararken mevcut ana varlıklarının performansını arttırmaya yönelik genişletilmiş ve daha aktif bir yatırım üstlenmiştir (khazanah.com.my, 2019).

Khazanah'ın ilk büyük yatırımı Çin'de otomobille ilgili ürünler üretmek ve bu ürettiği ürünleri dağıtmak için 1994'te Çin, Japonya ve Malezya ortaklığıyla yapılan 100 milyon dolarlık bir ortak girişimdir. Khazanah 1996'da, Çin'de benzinli motor üreten bir Malezya firmasından yüzde 50 oranında hisse satın almıştır. Faaliyetlerinin ilk iki yılında Khazanah çoğunluğu ortak girişimler olmak üzere toplam 2.041 milyar MYR yatırım yapmıştır. 2005 yılının Ağustos ayında Khazanah Malezya'nın Telekom şirketi ile ortak girişim yaparak Singapur'daki ilk yatırımını bir telefon şirketi olan Mobileone'daki yüzde 17.7'lik hissesiyle gerçekleştirmiştir. Ocak 2006'da Khazanah, Parkson Reatail Group'tan yaklaşık yüzde 10 hisse satın almıştır. Khazanah'ın yatırımları bir dizi sektöre yayılmış olsa da uluslararası faaliyetlerinin büyük bir kısmı finans ve sağlık sektörüne odaklanmıştır (Lai, 2012: 242).

Khazanah'ın finans sektöründe yatırımlarını Endonezya'da yoğunlaştırmıştır. 2008 yılında Suudi Arabistan'da bulunan İslami finans uyumlu bir yatırım şirketi olan JadwaInvestment'in yüzde 10 hissesini satın almıştır. 2009'da Dubai'de bulunan İslami yatırım firması Fajr Capital'in yüzde 25'ine 150 milyon dolar yatırım yapmıştır. Sağlık sektöründe ilk yatırımını 2005 yılında Hindistan'daki en büyük özel hastane grubu olan Apollo Hospitals Enterprise'a 44 milyon dolarlık bir yatırımla başlamıştır. 2006 yılında Malezya'daki Uluslararası Tıp Üniversitesi'ne sahip olan ve onu yöneten IMU Education'ı satın almıştır. Bununla birlikte en büyük bölgesel özel hastane ve sağlık hizmeti sağlayan Parkway Holdings'i satın almıştır ve uluslararası alanda büyük bir ilgi görmüştür (Lai, 2012: 243-244).

Khazanah, çeşitli mesleki uzmanlığa sahip bir Yönetim Kurulu tarafından yönetilmektedir. Kurul, genel yönetim ve Khazanah'ın performansından sorumludur. Khazanah'ın performansı ve faaliyetleri kanun veya ilgili makamlar tarafından talep edilmesi durumunda net bir şekilde açıklanmaktadır. Khazanah, halka kapsamlı bir yıllık rapor ve denetlenmiş finansal hesaplarını sunmamaktadır ancak kamuya çeşitli platformlarda ve forumlarda sınırlı sayıda faaliyetleri hakkında bilgi vermektedir. Hesaplar bağımsız bir dış denetçi ve denetçi genel müdürlüğü tarafından denetlenmektedir. Denetlenen mali tablolar Malezya Şirketler Komisyonuna sunulmaktadır. Bu bilgiler resmi web sitesi üzerinden de üç ya da dört sayfalık raporlarla yıllık olarak yayınlanmaktadır (khazanah.com.my, 2019). Böylece 2004 yılından sonra Khazanah daha şeffaf ve hesap verebilir olmaya çalışmıştır. Bu dönüşüm ile Khazanah'ın serveti de artmıştır. 1994 yılında yaklaşık 7 milyar MYR (Malesia Ringginti) gerçekleştirilebilir varlık değeri varken 2004 yılında bu değer 51 milyar MYR değerindedir. 2018 yılına ise bu değer 135,5 milyar MYR olmuştur (Lai, 2012: 237).

Khazanah'ın faaliyetlerini Yönetim Kurulu düzenlemektedir. Khazanah faaliyetlerini net bir sorumluluk, otorite, yönetim ve hesap verebilirlik çerçevesiyle yönetmektedir. Yönetim Kurulu farklı mesleki uzmanlığa sahip hükümet ve kurumsal sektör temsilcileri olmak üzere 6 üyeden oluşmaktadır. Kurul düzenli olarak toplanmaktadır ve fonun genel yönetimi ve performansından sorumludur. Kurula Denetim ve Risk Komitesi, İcra Komitesi ve Aday Gösterme ve Ücretlendirme Komitesi olarak üç alt komite yardımcı olmaktadır (khazanah.com.my, 2019).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE VARLIK FONU

#### 3.1. Türkiye Varlık Fonu

26 Ağustos 2016 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 6741 sayılı "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.'nin Kurulması İle Bazı Kanunların Değiştirilmesi" kanun ile Türkiye Varlık Fonu (TVF) AŞ'nin kurulmasına karar verilmiştir (T.C. Resmi Gazete, 2016).

TVF, ülkenin istikrarının artırılması ve kalkınmasına katkı sağlamak, kamuya ait olan varlıkları daha etkin ve verimli bir şekilde yönetmek, mevcut kamu varlığına değer katarak gelecek nesiller için daha güçlü bir Türkiye hazırlamak amacıyla kurulmuş bir yapıdır. Kurulan TVF Cumhurbaşkanlığı'na bağlı, profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilen ve özel hukuk hükümlerine tabi bir Anonim Şirket (A.Ş.) yapısındadır (türkiyevarlifonu.com, 2019).

TVF'nin misyonu, Türkiye'nin stratejik varlıklarını geliştirmek, değerlerini arttırmak ve böylece ülkemizin öncelikli yatırımları için kaynak sağlamaktır. Türkiye'nin büyümesi için tasarrufların ve yatırımların artırılması zorunludur. Mevcut durumdaki piyasalarda bulunan yüksek faiz baskısı büyüme üzerindeki önemli engellerden birisidir. Türkiye Varlık Fonu'nun büyük projelere sağlayacağı finansman, hem bu projelerin hayata geçmesiyle oluşturulacak istihdam yoluyla, hem de faiz üzerindeki baskıyı azaltarak, ülkenin büyüme ve kalkınması üzerinde olumlu etkilerde bulunacaktır. Devredilen tüm kamu varlıkları ve fonlar Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. ile bağlı şirket veya iştirakleri ile fon ve bünyesinde kurulacak alt fonları kapsayan yatırım planlarına uygun olacak şekilde, yine şirketlerin mevcut yönetimleri ve işletme politikaları, iş planları, yatırım ve büyüme stratejilerine uygun olarak değerlendirilecektir. Ulusal ve uluslararası finans kuruluşları da dâhil olmak üzere ilgili paydaşlarla sağlanan iş birlikleri ile sürdürülebilirlik ilkesi dahilinde uzun vadede bu kurum ve kuruluşların devamlılığı ve ekonomiye katkısını artıracak yatırımlar gerçekleştirilecektir (türkiyevarlifonu.com, 2019).

### **3.1.1. Türkiye Varlık Fonu'nun Kuruluş Amaçları ve Faaliyet Alanı**

Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğünün 01.08.2016 tarihli 3105 sayılı "Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı" da TVF'nun kuruluş gerekçesine şu şekilde yer vermiştir (TC. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü, 2016);

"Sürdürülebilir büyüme ve finansal kalkınmayı sağlamak üzere son on yıllık süreçte Körfez ülkeleri, Norveç ve ABD'nin yanı sıra Çin Halk Cumhuriyeti, Rusya, Singapur gibi gelişmiş ülkelerde UVF modeli ön plana çıkmaktadır. Ülkemiz, G20 ülkeleri içerisinde UVF'si olmayan tek ülkedir. Türkiye, özellikle Kamu otoritesi olarak oldukça çeşitli ve büyük bir varlık portföyüne sahiptir. Ayrıca verilen teşvikler ile emeklilik sistemi üzerinden büyüyen bir fon pazarı bulunmaktadır. Mevcut durumda kamuya ait gelir ve fon fazlalarının çeşitli yatırım araçlarına yönlendirildiği görülmektedir. Söz konusu fonların, reel sektöre uzun vadeli yatırım çerçevesine olanak sağlayacak bir üst fonda birleştirilmesi ile ülkemizin 2023 hedeflerine sağlıklı bir şekilde ulaşması sağlanacaktır. Söz konusu fon, bir çarpan etkisi ile sadece ülkemizde planlanan mega yatırımların finansmanını sağlamakla kalmayacak, aynı zamanda sermaye piyasalarının da gelişimine katkıda bulunacaktır. Bu yolla, bankacılık sisteminin finans sektöründeki hakim rolü azaltılarak, altyapı ve gayrimenkul fonları gibi sermaye piyasası ürünleri de ön plana çıkarılabilecektir."

Aynı kanun tasarısında yukarıdaki gerekçeye ek olarak "Yurtiçi ve yurtdışında finansal risklerin artmasıyla yaşanan ekonomik dalgalanma dönemlerinde, yabancı yatırımcıların gerçekleştirdikleri fon çıkışlarının varlık fiyatlarında ani düşüşlere yol açması ve yerli yatırımcıların spekülâtif döviz talebinin artması, piyasalarda likitidenin azalmasına ve finansal istikrara yönelik endişelere yol açmaktadır. Bu sorunların çözümü için, finansal stres ortamında piyasalarda stabilize edici bir görev üstlenecek, kamu fonlarının konsolide olarak yönetildiği, güçlü bir UVF'nin bulunması, ülke tasarruflarının büyüklüğünü ve gücünü görünr kılarak piyasalarda gerekli güven ortamını yaratacak ve ülkemizin uluslararası kredibilitesinin artmasını sağlayacaktır." belirtilmiştir.

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. 19.08.2016 tarihli ve 6741 sayılı "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.nin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" da TVF'nun kurulmasındaki amaç "Sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurt içinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek için Türkiye Varlık Fonunu ve bu fona ait alt fonları kurmak ve yönetmektir." şeklinde belirtilmiştir.

TVF'nun kurulmasıyla yukarıdaki amaca ek olarak (TBMM, 2016; 35):

1. Önümüzdeki 10 yıl içinde büyüme oranlarında %1,5'luk bir artış, büyümenin hızlanması ve sermaye piyasalarının derinleştirilmesi,
2. Sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesinin hızlandırılması,
3. İslami finans araçlarının kullanımının yaygınlaştırılması,
4. Yapılması planlanan yatırımlarla yüz binlerce insan için ek istihdam,
3. Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerdeki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması,
4. Otoyolları, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer santral gibi büyük alt yapı projelerine kamu kesimi borcu atılmadan finansman sağlaması,
5. Katılım finansmanı sektör payının artırılması,
6. Arz güvenliği sağlamak üzere, Türkiye için önlem taşıyan doğal gaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlerle yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapabilmesi hedeflenmektedir.

Böylece fon, Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarını aşmasına yardımcı olacak ve dış politikanın önemli bir enstrümanı olarak Türkiye'nin uluslararası arenada daha fazla söz sahibi olmasına da katkı sağlayacaktır. TVF, stratejik yatırım planında belirtilen hedefler ile likidite, yatırım, risk ve getiri tercihlerini dikkate alarak

hedeflerini gerçekleştirebilmesi için yapacağı işlemleri aşağıda belirtilmiştir (T.C. Resmi Gazete, 2016);

1. Yerli ve yabancı şirketlerin paylarının, Türkiye'de ve yurt dışında kurulan ihraççılara ait payların ve borçlanma araçlarının, kıymetli madenler ve emtiaya dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının, fon katılma paylarının, türev araçlarının, kira sertifikalarının, gayrimenkul sertifikalarının, özel tasarlanmış yabancı yatırım araçlarının ve diğer araçların alım satımını gerçekleştirecektir.

2. Her türlü piyasa işlemlerini,

3. Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar ile her türlü gayri maddi hakların değerlendirilmesini,

4. Her türlü proje geliştirme, projeye dayalı kaynak yaratma, dış proje kredisi sağlama ve diğer yöntemlerle kaynak temini işlemlerini,

5. Her türlü ticari ve finansal faaliyetleri,

ulusal ve uluslararası birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleştirilir. Şirket tarafından, ulusal yatırımlar ile uluslararası alanlarda diğer devletler ve/veya yabancı şirketlerce yapılacak yatırımlara iştirak edilebilir. Görüldüğü üzere şirketin faaliyet konuları sermaye piyasası, para piyasası ve finansal piyasası işlemlerini kapsar şekilde oldukça geniş tutulmuştur.

### **3.1.2. Türkiye Varlık Fonu'nun Kaynakları**

Başbakanlık Kanun ve Kanunlar Genel Müdürlüğünün hazırlamış olduğu kanun tasarısında kamu kaynakları ve çeşitli fonlardan aktarmalarla oluşturulan TVF kaynakları, zamanla kendi kaynağını yaratan bir yapıya sahip olabilecektir. Bu çerçevede, ilk aşamada Devlete ait çeşitli fon ve gelirlerin belirli bir yüzdesi alınarak TVF'nin kaynaklarını oluşturması planlanmaktadır (TC. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü, 2016)

Türkiye Varlık Fonları A.Ş'nin 50.000.000 Türk Lirası (TL) kuruluş sermayesi Özelleştirme Fonundan karşılanmıştır. Tamamı ödenmiş olan bu sermayeyi temsil eden paylar Özelleştirme İdaresi Başkanlığına aittir. Türkiye Varlık Fonlarının kaynakları (T.C. Resmi Gazete, 2016);

- Özelleştirme kapsam ve programındaki, Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonu'na devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan aktarılmasına karar verilen nakit fazlasından,

- Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonu'na aktarılmasına karar verilen ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan,

- Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklardan,

- Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklardan,

- İktisadi devlet teşekküllerinden, bunların müessese, bağlı ortaklık, işletme, işletme birimleri ile varlıkları ve iştiraklerindeki kamu paylarından, sermayesinin tamamı veya yarısından fazlası Devlete ve/veya diğer kamu tüzel kişilerine ait olan ticari amaçlı kuruluşlardaki kamu paylarından, sermayesinin tamamı kamuya ait olan ticari amaçlı kuruluşların sahip olduğu hisse ve varlıklardan, Devletin diğer iştiraklerindeki kamu paylarından ve Hazineye ait paylardan Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenlerden oluşmaktadır.

### **3.1.3. Türkiye Varlık Fonu'nun Portföyü**

SWFI Şubat 2019 verilerine göre TVF'nin portföyü 40 milyar dolardır ve en büyük UVF'ler arasında 24. sıradadır (www.swfintitute, 2019). TVF'nin portföyü 5 stratejik sektörde 14 şirketi, 46 değerli gayrimenkul ve 2 tane oyun lisansını kapsamaktadır. Portföyündeki stratejik sektörler ise Bankacılık & Finans; Telekom, Medya & Teknoloji; Ulaştırma, Lojistik & Altyapı, Enerji & Madencilik; Tarım, Gıda & Gelişmekte Olan Sektörlerdir. TVF'nin portföyündeki şirketlerin çoğunluğu bulunduğu sektörün lideri konumundadır. TVF'nin portföyünde bulunan kurumların 9'u Bakanlar Kurulur Kararı (BKK) ile 5'i Özelleştirme Yüksek Kurulu Kararıyla ve 2'si Kanun Hükmünde Kararname (KHK) devredilmiştir (İYMMO, 2018).

Türkiye Varlık Fonları A.Ş'nin 50.000.000 TL kuruluş sermayesi Özelleştirme Fonundan karşılanmıştır. 19.8.2016 tarihli ve 6741 sayılı Kanununun 4. maddesine göre

31.01.2017 tarihli ve 2017/9758 sayılı kararnameyle Sanayii Destekleme Fonuna ait veya bu Fonun tasarrufunda bulunan 3 milyar TL tutarındaki kaynağın, en geç aktarım tarihini izleyen 3 ay içerisinde geri ödenmek kaydıyla TVF'na aktarılmıştır. Tablo 3.1'de TVF portföyüne devredilen kurumlar listelenmiştir.

**Tablo 3.1. Türkiye Varlık Fonu Portföyüne Devredilen Kurumlar**

<b>24/01/2017 - 9756 sayılı BKK ile Devredilenler</b>	<b>Devredilen</b>
Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası A.Ş.	Hazine Hissesi % 100
Türkiye Petrolleri A.O.	Hazine Hissesi % 100
Boru Hatları Petrol Taşıma A.Ş.	Hazine Hissesi % 100
Posta ve Telgraf Teşkilatı A.Ş.	Hazine Hissesi % 100
Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme A.Ş.	Hazine Hissesi % 100
Borsa İstanbul A.Ş.	Hazine Hissesi % 100
Türk Telekomünikasyon A.Ş.	Hazine Hissesi % 6,68
ay İşletmeleri Genel Müdürlüğü	Kurum olarak
Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü	Kurum olarak
<b>03/02/2017 zelleştirme Yüksek Kurulu Kararı ile Devredilenler</b>	
Türk Hava Yolları A.O.	%49,2
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	%51,11
TCDD İzmir Limanı	Kullanım Hakkı
Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.	%49
Kayseri Şeker Fabrikası	%10
<b>06/01/2017- 680 Md:82 KHK ile Devredilenler</b>	
Milli Piyango İdaresi	49 yıllık
Türkiye Jokey Kulübü	49 yıllık

**Kaynak:** İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası (İYMMO), Şubat 2017. (Erişim Tarihi:01.04.2019).

Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası A.Ş., Boru Hatları ve Petrol Taşıma A.Ş., Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı, Posta ve Telgraf Teşkilatı A.Ş., Borsa İstanbul A.Ş., Türksat Uydu Haberleşme Kablo Tv ve İşletme A.Ş. sermayelerinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Türk Telekomünikasyon A.Ş.'nin %6,68 oranındaki Hazineye ait hissesi ile Eti Maden İşletmeleri ve ay İşletmeleri Genel Müdürlüğünün kurum olarak TVF'ye aktarılmıştır. Türk Hava Yolları A.Ş.'nin %49,12 oranındaki



hissesi, Türkiye Halk Bankası A.Ş.'nin %51,11 oranındaki hissesi, Türkiye Denizcilik İşletmeleri A.Ş.'nin %49 oranındaki hissesi, Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.'nin %10 oranındaki hissesi ve TCDD İzmir Limanı'nın kullanım hakkı özelleştirme kapsam ve programından çıkartılarak TVF'ye devredilmiştir. Milli Piyango İdaresinin karşılığı nakit olmak üzere oynatılan Piyango, Hemen-Kazan, Sayısal Loto, Şans Topu, On Numara ve Süper Loto oyunları ile ilgili mevzuat çerçevesinde izin verilebilecek olan benzer şans oyunlarına ilişkin lisansları ve Türkiye Jokey Kulübü'nün yurt içince ve yurt dışında düzenlenen at yarışları üzerine yurt içinden ve yurt dışından müşterek bahis kabul etme hak ve yetkilerine ilişkin lisansları 49 yıl süreyle TVF'ye devredilmiştir. Ayrıca Gıda ve Tarım ve Hayvancılık Bakanlığına at yarışları düzenleme amacına yönelik olarak tahsis edilmiş veya fiilen bu amaçla kullanılan taşınmazlar ile üzerindeki yapı ve tesisler Türkiye Varlık Fonunun kullanımına verilmiştir. TVF portföyüne aktarılan kurumlara ek olarak, Mülkiyeti hazineye ait Antalya, Aydın, İstanbul , Isparta, İzmir, Kayseri ve Muğla'da bulunan 46 taşınmazın tahsisleri kaldırılarak Türkiye Varlık Fonuna aktarılmıştır (turkiyevarlikfonu.com.tr, 2018).

TVF bugün 23 milyar TL öz sermaye ve 734 milyar TL aktif büyüklüğe sahiptir. Yaklaşık olarak 196 milyar dolar aktif büyüklüğü ve çok sayıdaki gayrimenkul ile TVF, dünya UVF'ler arasında göze çarpan bir fondur (Akagündüz, 2018: 56).

#### **3.1.4. Türkiye Varlık Fonu'nun Organizasyon Yapısı**

TVF Cumhurbaşkanlığı'na bağlı ve özel hukuk hükümlerine tabidir. 6741 sayılı kanunun 2. maddesi 4. fıkrasında "Şirketin organizasyon yapısında; portföy yönetim birimi, araştırma birimi, muhasebe, kayıt, bilgi ve belge sistemleri ile düzenli iş akışı ve haberleşmeyi sağlayacak organizasyon, iç kontrol ve risk yönetim sistemi ile iç denetim birimi, fon hizmet birimi ile gerekli diğer birimler kurulmuştur" açıklaması yer almaktadır (T.C. Resmi Gazete, 2016).

Şirketin yapısına ve işleyişine ilişkin usul ve esaslar Bakanlar Kurulu tarafından belirlenmektedir. Bakanlar Kurulu'nun 09.11.2016 tarihli resmi gazetedede yayınlanan ve 29883 sayılı "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.'nin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Kararın Yürürlüğe Konulması Hakkında Karar"ın 6. maddesinde

şirketin oraganizasyon yapısına ilişkin bilgiler dört fıkrayla belirtilmiştir. Bu fıkralar (T.C. Resmi Gazete, 2016);

1. Şirket ve fonlar için gerekli birimler, yönetim kurulu kararı ile oluşturulur. Bu birimlerin görev tanımları ve iş akışları yazılı hale getirilerek yönetim kurulu kararı ile onaylanır.

2. Şirket nezdinde bir danışma kurulu oluşturulur. Kurul yılda asgari iki defa toplanır. Kurulun fonksiyonu ve çalışma usulleri yönetim kurulu kararıyla belirlenir.

3. Yönetim kurulu kararı ile şirket nezdinde bir icra kurulu oluşturulabilir. Bu kurulun görev ve yetki sınırları yönetim kurulu kararı ile belirlenir.

4. TVF kapsamında kurulacak her bir alt fon için yatırım komitesi oluşturulur. Yatırım komitelerinde, en az bir yönetim kurulu üyesi, genel müdür ile bir portföy yöneticisi yer alır. Bunların dışında şirket içinden veya dışından ilgili alt fonun yatırım stratejisine uygun kişiler de yatırım komitelerinde görevlendirilebilir. Yatırım komitelerinin görevleri ve yetkileri TVF içtüzüğü ile ilgili alt fon kuruluş belgesinde belirtilir.

6741 sayılı TVF kuruluş kanununun 2. maddesi 7. fıkrasında "En az 5 kişiden oluşan yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdür Cumhurbaşkanlığı tarafından atanır. Yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdürün ekonomi, finans, hukuk, maliye ve bankacılık alanlarından en az birinde beş yıldan az olmamak üzere tecrübe sahibi olmaları aranır" ifadesi yer almaktadır (T.C. Resmi Gazete, 2016).

Resmi Gazete'de 11/09/2018 tarihli ve 162 karar sayılı "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.'nin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Değişiklik Yapılmasına Dair Kararın"da, "Şirketin Yönetim Kurulu Başkanı Cumhurbaşkanlığı Recep Tayyip Erdoğan'dır." diye belirtilmiştir. Resmi Gazete'de aynı gün yayınlanan 163 karar sayılı Cumhurbaşkanlığı kararında "Yönetim Kurulunun ekli listesinde başkan vekili ve üyelerden oluşmasına ve Genel Müdürlüğe Zafer Sönmez'in atanmasına karar verilmiştir" denilmiştir. TVF'nin Yönetim Kurulu üyeleri ekli listesi Tablo 3.2'de verilmiştir.

**Tablo 3.2. TVF Yönetim Kurulu Üyeleri**

1	Başkan Vekili	Berat ALBAYRAK
2	Üye	Salim Arda ERMUT
3	Üye	Hüseyin Aydın
4	Üye	M. Rifat HİSARCIKLIOĞLU
5	Üye	Prof. Dr. Erişah ARICAN
6	Üye	Fuat TOSYALI
7	Üye (Genel Müdür)	Zafer SÖNMEZ

**Kaynak:** T.C. Resmi Gazete, 2018.

6741 sayılı kuruluş kanununun 8.maddesinde TVF için bellirlenmiş muafiyet ve istisnalara yer verilmiştir. TVF ve bu şirket tarafından kurulacak şirketler ve alt fonlar gelir ve kurumlar vergisi, emlak vergisi, tapu ve kadastro döner sermaye bedellerinden, damga vergisi, banka ve sigorta muameleleri vergisinden, Sayıştay Kanunu, Kamu İktisadi Teşebbüşleri hakkındaki kanun hükmünde kararnemeden, Devlet memurları kanunu, Devlet ihale kanunu, Kamu ihale kanunu, devlet ihale kanunu gibi vergi, sermaye bedeli, kanunlar ve dava ve her türlü icra işlemlerinde teminat yatırma mükellefiyerlerinden muaftır.

12/03/2019 tarihli ve 30712 sayılı Sermaye Piyasası Kurulunca "Yatırım Fonlarına İlişkin Esalar Tebliği (III-52.1)' nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-521.c)" ile TVF'yi ilgilendiren bazı değişiklikler yapılmıştır. Bunlar;

- 9/7/2013 tarihli ve 28702 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin (III-52.1) 15. maddesinin altıncı fıkrası "Kurucu ve/veya yönetici tarafından katılma paylarının fon adına alım satımı esastır. Kurucu, fonun katılma paylarını kendi portföyüne dahil edebilir ve katılma paylarının satışına başlanmadan önce kurucu ve/veya yönetici tarafından fona avans tahsis edilebilir." şeklinde değiştirilmiştir. Bu değişiklikle yatırım fonu ve kurucusunun, fonun katılma paylarını kendi portföylerine dahil etmesine ilişkin yüzde 20'lik sınır kaldırılmıştır.

- Aynı Tebliğin 17. maddesinin birinci fıkrasının (d) bendi de, "TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, ipotek finansmanı kuruluşları ve TVF tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçları için bu fıkroda yer alan sınırlamalar uygulanmaz. Ancak bu

bent kapsamında tek bir varlığa yapılan yatırım, fon toplam değerinin yüzde 35'ini aşamaz." olarak değiştirildi. Böylece, TVF'de fon portföyüne alınacak varlıklar ve ihraççılara ilişkin sınırlamalardan muaf tutulan kurumlara eklenmiştir (Resmi Gazete 30712, 2019)

24/12/2017 tarihinde 696 karar sayısıyla resmi gazete yayınlanan "Olağanüstü Hal Kapsamında Bazı Düzenlemeler Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname" ile TVF'ye dış borçlanmayla ilgili maddeler eklenmiştir. Bu maddeler;

Ek madde 4 "19/8/2016 tarihli ve 6741 sayılı Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile kurulmasına karar verilen Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş., Türkiye Varlık Fonu ile sermayesinin yüzde ellisinden fazlası kamuya ait olmak kaydıyla 6741 sayılı Kanunun 4 üncü maddesi ve sair mevzuat çerçevesinde Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına karar verilen kuruluşlar ile sermayesinin yüzde ellisinden fazlası kamuya ve/veya Türkiye Varlık Fonu A.Ş. ile Türkiye Varlık Fonuna ait olmak kaydıyla Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. tarafından kurulacak şirket ve alt fonlara dış borcun devri, dış borcun ikrazı ve Hazine geri ödeme garantisi hususlarında bu Kanunda düzenlenen hükümlerin uygulanmasına Bakanın teklifi üzerine Bakanlar Kurulunca karar verilebilir. Bu madde uyarınca verilen dış borcun devri, dış borcun ikrazı ve Hazine geri ödeme garantileri kapsamında doğacak Hazine alacakları hakkında 21/7/1953 tarihli ve 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun hükümleri uygulanır."

Ek madde 5 ise "Savunma ve güvenlik hizmetleri sektörleri ile sınırlı olmak üzere nihai kullanıcısının genel bütçe kapsamındaki kamu idarelerinden olması durumunda projeyi yürüten özel bütçe kapsamındaki kuruluşlar bu Kanunun 8 inci maddesinin onuncu fıkrasında yer alan hükümlere tabi olmaksızın dış imkân sağlayabilir." şeklinde ifade edilmiştir.

### **3.1.5. Türkiye Varlık Fonu Denetimi**

6741 sayılı Kanunun 6. maddesi TVF'nin denetimini açıklamaktadır. Bu madde üç fıkra ile;

(1) "Şirket, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, TVF ve bünyesinde kurulacak alt fonlar bağımsız denetime tabidir. Şirket, 6362 sayılı Kanun kapsamında kurumsal yönetim düzenlemelerine uyar."

(2)"Şirket, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonlarınbağımsız denetiminden geçmiş yıllık mali tabloları ile faaliyetleri, Başbakan tarafından görevlendirilecek sermaye piyasaları, finans, ekonomi, maliye, bankacılık, kalkınma alanlarında uzman en az üç merkezi denetim elemanı tarafından bağımsız denetim standartları çerçevesinde denetlenir. Denetim sonucunda hazırlanacak rapor her yıl haziran ayı sonuna kadar Bakanlar Kuruluna sunulur."

(3) "Şirket, Şirket tarafından kurulacak diğer şirketler, Türkiye Varlık Fonu ve Türkiye Varlık Fonu bünyesinde kurulacak alt fonların bir önceki yıla ait mali tabloları ile faaliyetleri, her yıl ekim ayında Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından, birinci ve ikinci fıkralar kapsamında hazırlanan ve Başbakanlık tarafından gönderilen denetim raporları üzerinden görüşülerek denetlenir." açıklanmıştır.

Ancak TBMM'nin "Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Katma Değer Vergisi Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Teklifi (2/1319) ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu" nda karşı oy verenlerin yukarıdaki maddenin anayasaya aykırı olduğunu Anayasanın 165'nci Maddesi "Sermayenin yarısından fazlası doğrudan doğruya veya dolaylı olarak Devlete ait olan kamu kuruluş ve ortaklıklarının Türkiye Büyük Millet Meclisince denetlenmesi esasları kanunla düzenlenir." ile açıklamıştır. Buna ek olarakta kanunun "denetim" başlıklı 6'ncı maddesinde yer verilen denetim şekli ve içeriği şirketin ve fonun TBMM tarafından denetimine değil, sadece bağımsız denetim ve üçlü komisyon raporlarının görüşülmesinden ibaret olduğunu belirtmişlerdir.

TVF'nin varlığının kamuya ait olmasına rağmen özel hukuk hükümlerine tabi anonim şirket olarak kurulduğu için Sayıştay denetimine değil bağımsız denetim kurumlarınca denetlenecektir. Bağımsız bir kurumun yaptığı denetim ile Sayıştay'ın yaptığı denetim aynı değildir. Özel denetim TVF'nin, muhasebe standartlarına ve vergi

kanunlarına uygun olup olmadığını denetlerken fonun yasal mevzuatlara uygunluğunu denetlemez (Güçlü, 2018: 48).

### 3.2. SWOT (GZFT) Analizi

1960'larda Stanford Üniversitesin'de Albert Humphery'in çalışmalarıyla geliştirilmiş olan SWOT Analizi, bir kuruma, kişiye veya projeye dahil olan güçlü yönleri, zayıflıkları, fırsatları ve tehditleri veya karar gerektiren diğer durumları değerlendirmek için kullanılan olası stratejik planlama araçlarından biridir (Hay ve Castilla, 2006: 2). Ayrıca SWOT Analizi değişimi yönetme, stratejik yön belirleme ve gerçekçi amaç ve hedefler koymada da etkili bir araçtır (Simoneaux ve Stroud, 2011: 75).

SWOT Analizi, kurumun hem iç hem de dış çevresinin nitelik ve niceliğini belirleyen bir teknik olduğundan geniş kapsamlıdır. SWOT kelimesi İngilizce Strength, Weakness, Opportunities ve Treats kelimelerin baş harfleriyle oluşturulmuş bir kısaltmadır. Türkçe'de ki karşılığı ise güçlü yönler, zayıf yönler, fırsatlar ve tehditler kelimelerinin kısaltması olan GZFT'dir (Cebecioğlu, 2006: 80).

SWOT aşağıdaki kriterlere göre tanımlanmaktadır (Hay ve Castilla, 2006: 2);

**S: Strength (Güçlü yönler)**, kuruluşun amacın gerçekleştirilmesine yardımcı olan iç nitelikleridir.

**W: Weakness (Zayıf yönleri)**, kuruluşun amacın gerçekleştirilmesine zararlı olan iç nitelikleridir.

**O: Opportunities (Fırsatlar)**, amacın gerçekleştirilmesine yardımcı olan dış koşullardır.

**T: Threats (Tehditler)**, hedefin gerçekleştirilmesine zararlı olan dışsal koşullardır.

SWOT Analizinin iç ve dış faktör olmak üzere iki boyutu vardır. İç boyut örgütsel faktörleri, ayrıca güçlü ve zayıf yönleri içerirken dış boyut ise çevresel faktörleri, fırsatları ve tehditleri içermektedir (Gürel ve Tat, 2017: 995). Güçlü ve zayıf yönler, kurumların sırasıyla görevlerini gerçekleştirmelerini destekleyen ve engelleyen

içsel (kontrol edilebilir) faktörlerdir. Fırsatlar ve tehditler ise kuruluşların görevlerini yerine getirmelerini sağlayan ve engelleyen dışsal faktörlerdir. Bu dört alandaki faktörleri belirleyerek kuruluş karar verme, planlama ve strateji oluşturma konusundaki temel yeterliliklerini tanıyabilmektedir (Phadermrod, Crowder, Wills, 2016: 195). Tablo 3.3'te SWOT Analizi boyutları ile birlikte verilmiştir.

**Tablo 3.3. SWOT Analizi**

SWOT Analizi	
İç Faktörler	Dış Faktörler
Güçlü yönler	Fırsatlar
Zayıf Yönler	Tehditler

**Kaynak:** Gürel ve Tat, 2017: 995

Stratejik planlamada güncel durumu açıklamak amacıyla, sisteme bağlı olan SWOT değişkenlerini saptadıktan sonra, güncel durum analizini gerçekleştirmek için SWOT matrisi oluşturulmuştur (Uçar ve Doğru, 2005: 4). Saptanan fırsat, tehdit, güçlü ve zayıf yönler SWOT Analizi matrisi aracılığıyla; güçlü yönlere karşı fırsatlar (GF), zayıf yönlere karşı fırsatlar (ZF), güçlü yönlere karşı tehditler (GT) ve zayıf yönlere karşı tehditler (ZT) olmak üzere dört strateji oluşturulmuştur (Lin, 2016: 10). Tablo 3.4'te oluşturulan stratejiler ile SWOT matrisine yer verilmiştir.

**Tablo 3.4. SWOT Matrisi**

	Güçlü Yönler (G)	Zayıf Yönler (Z)
Fırsatlar (F)	GF Stratejileri, fırsatlardan yararlanmak için güçlü yönleri kullanmaktadır.	ZF Stratejileri, zayıf noktaların üstesinden gelerek fırsatlardan yararlanılmaktadır.
Tehditler (T)	GT Stratejileri, tehditleri önlemek için güçlü yönler kullanılmaktadır.	ZT Stratejisi, zayıflıkları en aza indirmek ve tehditlerden kaçınılmak için kullanılmaktadır.

**Kaynak:** (Lin, 2016: 11)

SWOT analizinin özü, güçlü ve zayıf yönlerden, fırsatlardan ve tehditlerden faydalanma ve hedefin ortamındaki koşullar ve koşullar arasında uyumluluğu sağlama yeteneğidir. Sonuç olarak, güçlü yönler kullanılmalı, zayıf yönler kaldırılmalı, fırsatlar

değerlendirilmeli ve tehditler etkisiz hale getirilmelidir (Goranczewski ve Puciato, 2010: 49).

### **3.3. Türkiye Varlık Fonunun SWOT Analiz ve Matrisi**

Çalışmanın bu kısmında TVF'nin yukarıda belirtilen analiz yöntemiyle değerlendirilmesi yapılarak Türkiye ekonomisine olası etkileri saptanacaktır. Saptanan bu sonuçlar SWOT matrisine uyarlanacaktır. Böylece hem daha sonraki araştırılacak çalışmalar için hem de TVF için stratejik bir görüş ortaya konulacaktır.

#### **3.3.1. SWOT Analizi Bulguları**

##### **3.3.1.1. Güçlü Yönler**

TVF'nin SWOT analizinin değerlendirilmesi yapılarak, iç faktör boyutundan fonun amacını gerçekleştirilmesine yardımcı olan güçlü yönlerinin iç nitelikleri aşağıda sırasıyla verilmiştir;

1. Ülkemizin ekonomik, ticaret, ulaşım, coğrafi konum, iklim, yer altı zenginlikleri ve boğazlar gibi jeopolitik konum bakımından bir çok yönden artıları bulunmaktadır. Ayrıca dünyada zengin petrol yataklarının olduğu ülkelere yakın olması jeopolitik konumu bakımından çok önemli bir rol oynamaktadır.

2. Türkiye hızlı gelişen, diğer ülkeler ile ekonomik ve kültürel bütünleşmesini sürdüren, genç nüfuslu, gelişen teknolojiye ve tüketen bir ülke olmasıyla büyük bir iç pazara sahiptir. Bu büyük iç pazardan kaynaklı yabancı yatırımcıların odağında bulunmaktadır.

3. Son dönemde gerçekleştirilen büyük altyapı projelerine ilave yatırımlar planlayan Türkiye ulaşım, telekomünikasyon ve enerji sektörlerinde yeni ve gelişmiş teknik altyapıya sahiptir. Özellikle ulaşım, sosyal altyapı ve elektrik üretim sektöründe yoğunlaşan bu yatırım planı ile kamunun yanı sıra gerek yatırımcılar gerekse finansman sağlayıcılar açısından bir çok fırsat bulunmaktadır.

4. Türkiye'nin sektöründe öncü kamuya ait çeşitli ve büyük varlık portföyü vardır. Birbirleriyle ilişki içerisinde olmayan ve etkin bir şekilde kullanılmayan kamuya ait kaynakların tümü bir araya getirilerek ülke içinde büyük yatırımlara daha uygun



maliyetli uzun vadeli mali destek sağlamaktadır. Böylece kamuya ait bu kaynaklar büyüme ve istihdama yardımcı olabilmektedir.

5. Fon, sadece büyük yatırımlara finansman sağlamakla kalmayacak sermaye piyasalarının da gelişmesine yardımcı olacaktır.

6. Gelir ve kurumlar vergisi muafiyeti gibi istisna durumlarla beraber fon maliyetinin ve yatırımların maliyeti düşük olmaktadır.

### **3.3.1.2. Zayıf Yönler**

TVF'nin SWOT analizinin değerlendirilmesi yapılarak, iç faktör boyutundan fonun kuruluş amacını gerçekleştirilmesine zararlı olan zayıf yönlerinin iç nitelikleri aşağıda sırasıyla verilmiştir;

1. Türkiye'nin petrol veya doğal gaz gibi doğal kaynağı bulunmamaktadır. Fakat UVF'lerin diğer örneklerine bakıldığında çoğunluğunun emtiaya dayalı olduğu görülmektedir. Türkiye ihtiyacı olan petrol ve doğal gazı ithal etmektedir ve giderek artan petrol fiyatları hazineye önemli bir maliyet getirmektedir.

2. Enerji alanında dışa bağımlı olan Türkiye kullandığı enerjinin yaklaşık dörtte üçünü başka ülkelerden karşılamaktadır. Enerjide dışa bağımlılığını azaltmak için yerli kaynak rezervlerinde artış sağlamalıdır. Dünyada bor rezervinin bakımından oldukça zengin olan ülkemiz enerji üretiminde alternatif kaynak olarak bor madenini ya da coğrafi konumundan kaynaklı yenilenebilir kaynaklara (rüzgar, güneş, su, dalga vb.) yönelerek dışa bağımlılığını azaltmalıdır.

3. TVF, diğer kamu kurumlarının tabi olduğu sayıştay denetimi yerine yaptırımı olmayan bir bağımsız denetim sistemine tabi olduğundan denetim mekanizması yetersiz kalabilir. Ayrıca fon faaliyete başladığından beri herhangi bir finansal rapor yayınlamadığı için LMTI'da şeffaflık puanına sahip değildir. Böylece hem şeffaflık hem de denetiminde şu an için eksiklikler vardır.

4. Ülkemizde döviz kuru sürekli olarak artmakta ve küresel piyasalarda kurun artmasıyla TL değer kaybetmektedir. Döviz kurundaki istikrarsızlık yurtiçi ve yurtdışı

yatırımlarında maliyeti arttırmaktadır. Yatırımcının ülkeye yönelmesi için istikrarlı ve öngörülebilir kur çok önemlidir.

5. Türkiye ekonomisi krizlere karşı kırılgan bir yapıdadır. Bu durum ülkede finansman sıkıntısı yaratmakta ve yatırımcıların yüksek faiz talep etmesine sebep olmaktadır.

6. Türkiye'de kurumsal yatırımcı tabanı ve finansal piyasa araç çeşitliliği yetersiz kalmaktadır. Finansal piyasaların gelişmesi için tasarruf düzeyinin yüksek düzeyde ve uzun vadeli olması gerekmektedir. Tasarrufların yetersiz olmasından kaynaklı Türkiye'de yatırımlar kısa vadeli.

### **3.3.1.3. Fırsatlar**

TVF'nin SWOT analizinin değerlendirilmesi yapılarak, dış faktör boyutundan fonun amacını gerçekleştirilmesine yardımcı olan dış koşullar aşağıda sırasıyla verilmiştir;

1. TVF'nin portföyündeki varlıklar etkin bir şekilde yönetilirse gerçekleştirilecek stratejik alanlardaki projelere (savunma sanayii, sağlık, nükleer santral, köprü projeleri, otoyol, demir yolu gibi) finansman sağlayarak ülkenin dışa bağımlılığı azaltılabilir. Ayrıca gerçekleştirilecek yatırımlarla mevcut istihdam düzeyi korunurken yeni istihdam alanları yaratılabilir ve gelecek nesillerin refahı korunabilir.

2. Ekonomiye karşı güvenin azaldığı kriz dönemlerinde ekonomik dalgalanmaların seviyeleri azaltılarak ekonomik istikrar sağlanabilir ve finansal sistemin işleyişine katkıda bulunabilir. Yani ekonominin likitide sıkıntısı yaşadığı kriz dönemlerinde yatırımların devam etmesini ve piyasaların dengede kalmasına yardımcı olabilir.

3. Uluslararası arenadaki yatırımcıların ülkeye yatırım yapmaları için gerekli ekonomik ve siyasi istikrar ortam oluşturularak dış kaynak temini sağlanabilir.

4. Fon, ülke içinde ve dışında stratejik sektörlerdeki yatırımların finansmanına kaynak sağlayarak küresel bir oyuncu olabilir. Böylece hem ulusal hem de uluslararası alanlarda daha fazla söz sahibi olarak ekonomik ve rekabet gücünü arttırabilir.

5. Türkiye'nin enerji koridorunda önemli bir yere sahip olması TVF'nin yabancı yatırımcılar ve diğer UVF'lerle birlikte müşterek yatırım yapabilme olanağı sunmaktadır.

6. Fon, şeffaf ve etkili bir kurumsal alt yapıyla yönetilirse uluslararası yatırımcılar doğrudan Türkiye'ye yatırım yapabilecek ve böylelikle ülke ekonomisinin büyümesine katkıda bulunabilecektir.

7. Türkiye'nin genç nüfusa ve nitelikli iş gücüne sahip olması ülkeye katma değer sağlayabilir.

8. Gelecek nesillerin ve hayata geçirilecek büyük projelerin devlet bütçesi üzerinde oluşturacağı yükler azaltılabilir ve ödemeler bilançosundaki dengesizliklerin giderilmesine katkı sağlayabilir.

9. Bankacılık sisteminin finans piyasasındaki baskın rolü hafifletilerek sermaye piyasası araçlarının önü açılabilir.

10. Farklı yatırım araçlarında yatırıma yönlendirilen devlete ait gelirler ve fonda biriken fazlalıklar varlık fonuyla uzun süreli yatırımlara imkan sağlayabilir. Böylece orta ve uzun süredeki yatırımlar Türkiye'nin ekonomisine yüksek katma değer sağlayacaktır.

11. Kamuya ait varlıklar ekonomiye kazandırılarak atıl varlıklarda etkin bir şekilde değerlendirilebilir.

12. Refah seviyesini arttıracak alt yapı çalışmalarının hayata geçirilmesine ve ülke genelinde AR-GE faaliyetlerinin yapılmasına katkı sağlayabilir.

7. Fon, finansal kırılganlıklara duyarlılığın arttığı durumlarda piyasaları dengede tutarak Türkiye'nin uluslararası kredibilitésinin artmasını sağlayacaktır.

#### **3.3.1.4. Tehditler**

TVF'nin SWOT analizinin değerlendirilmesi yapılarak, dış faktör boyutundan fonun hedefinin gerçekleştirilmesine zararlı olan dışsal koşullar aşağıda sırasıyla verilmiştir;

1. Kamuya ait varlıklar teminat veya rehin gösterilerek borçlanmaya gidilmesi ülkeyi zora sokabilir ve bu varlıklar zamanla kaybedilebilir. Böylece gelecek nesillerin refahı tehlikeye girebilir.

2. Daha önce hazineye ait olan kamu varlıkları fona devredilerek hazinenin geliri azalmaktadır ve bu durum kamunun borçlanma gereksinimini arttırmaktadır.

3. Varlık fonuna tanınan vergi muafiyeti ve istisnalarla kurumun karı arttırılırken hazinenin gelirleri azalmaktadır ve böylece bütçe açık verebilmektedir.

4. TVF ve alt fonlarının sayıştay denetiminden muaf tutulması kamuoyunda bazı kaygılara yol açmaktadır.

5. TVF'nun doğrudan Cumhurbaşkanlığına bağlı olmasından ötürü ekonomik güdülerle hareket edilmesi yerine siyasi güdülerle hareket edebilme olasılığı vardır ve fon yöneticisi TVF'nu kendi çıkarları doğrultusunda kullanabilir.

6. Ülkede siyasi ve ekonomik istikrarsızlıktan kaynaklı yabancı yatırımcılar Türkiye'ye yatırım yapmaktan kaçınmaktadır.

7. Borçlanma yetkisinin sınırsız olmasından dolayı ülkenin borç yükünü ve ekonomik kırılganlığını arttırabilme olanağı vardır.

8. Faaliyetlerini kamuoyuna açık bir şekilde paylaşmazsa piyasalarda belirsizliğe sebep olabilir ve yeteri kadar şeffaf olmadığı için piyasalarda rekabeti aksatabilir.

9. Türkiye'nin doğal gaz ve petrol gibi doğal kaynağının olmayışı, kurlardaki istikrarsızlık ve otomotiv, elektronik, tarım gibi birçok önemli sektörlerde ithalata bağımlı olması ülkemizi dışa bağımlı yapmaktadır.

10. Türkiye jeopolitik konumundan dolayı siyasi ve ekonomik olarak hedef bir ülke durumundadır.

### **3.3.2. Türkiye Varlık Fonu SWOT Matrisi**

Yukarıda swot analizinde saptanan sonuçlar Tablo 3.5'te swot matrisine uyarlanarak TVF için izlenebilecek başlıca stratejiler geliştirilmiştir. Bu stratejilerle swot analizinde ele alınan TVF'nin tehdit unsurlarını ve zayıf noktalarını en aza indirmesi

veya ortadan kaldırılması için güçlü yönleri ve fırsatlarıyla stratejileri değerlendirilmiştir.



**Tablo 3.5. Türkiye Varlık Fonu SWOT Matrisi**

	<b>Güçlü Yönler (G)</b>	<b>Zayıf Yönler (Z)</b>
<b>Fırsatlar (F)</b>	<p><b>GF Stratejisi</b></p> <p>* Güçlü yön olarak belirtilen Türkiye'nin büyük bir iç pazarı ve jeopolitik konumu yabancı yatırımcıların ülkemize yatırım yapmasına olanak tanınmasıyla, ülkemizde artan işsizlik sorunu için fırsat oluşturmaktadır.</p> <p>* Kamunun kaynaklarıyla uygun maliyetli uzun vadeli finansman sağlamanın yanı sıra Türkiye ekonomisine katma değer sağlayabileceği gibi büyüme ve kalkınmasına da fırsat oluşturmaktadır.</p> <p>* Güçlü yön olarak belirtilen Türkiye'nin ulaşım, telekomünikasyon ve enerji sektörlerinde yeni ve gelişmiş alt yapısı ülkenin refah seviyesinin artmasına fırsat oluşturmaktadır.</p>	<p><b>ZF Stratejisi</b></p> <p>* Doğal kaynağı bulunmayan ve enerjide dışa bağımlı olan Türkiye kendi enerji üretiminde alternatif kaynaklara yönelerek dışa bağımlılığını azaltabilir ayrıca yabancı yatırımcılar ve diğer UVF'lerle müşterek yatırım fırsatı yakalayabilir.</p> <p>* Döviz kurundaki istikrarsızlık giderilerek yabancı yatırımcıların ülkemize yatırım yapmasıyla dış kaynak temini sağlanabilir ve döviz kurundaki istikrar ile TL değer kazanabilir böylece ülke ekonomisi güçlenerek insanlar tasarrufa yönelebilir.</p> <p>* Kriz dönemlerinde finansman sıkıntısı yaşayan ekonomimizin dengede kalmasını sağlayarak yatırımların devam etmesi ve ülkenin uluslararası kredibilitésinin artması sağlanabilir.</p>
<b>Tehditler (T)</b>	<p><b>GT Stratejisi</b></p> <p>* Kamu kurumlarının teminat veya rehin gösterilerek borçlanmaya gidilmesi ülkeyi zora sokabileceği gibi bu kurumlar zamanla kaybedilebilir.</p> <p>*Varlık fonuna uygulanan bazı muafiyet ve istisnalar hazinenin gelirini azaltmaktadır.</p> <p>*Büyük iç pazarı olan Türkiye bu gücünü kullanarak siyasi ve ekonomik istikrarsızlıktan kaynaklı yabancı yatırımcının ülkeden kaçmasını önenebilir.</p>	<p><b>ZT Stratejisi</b></p> <p>* TVF'nin denetimin mekanizmasının yetersiz olması fon yöneticisi ve üyeleri tarafından fonun kendi çıkarları için kullanılması tehditini oluşturmaktadır. Bunun önlenmesi için denetim mekanizmasında eksikliklerin giderilmesi ve şeffaflık ilkesine uyum gereklidir.</p> <p>*Dış güçler tarafından ekonomik ve siyasi olarak hedef ülke olan Türkiye'de bu durum istikrarsızlık ortamı yaratabilmekte ve yabancı yatırımcılar yatırım yapmaktan kaçınabilmektedir.</p>

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Genellikle devlet kontrolünde ve mülkiyetinde olan UVF'ler reel ve finansal sektörlerde mevcut küresel ekonomiye kayda değer yatırımlar yapmaktadır. Yatırımlarının önemli bir kısmını yabancı yatırımlarda ve yabancı şirketlerin alınmasında değerlendirmektedir. Temel hedefleri bütçeyi ve ekonomiyi gelir ve ihracattaki aşırı dalgalanmalara karşı korumak ve dengelemek ayrıca döviz rezervlerinden daha fazla getiri elde etmeyi amaçlamak ve gelecek nesiller için birikimi arttırmaktır.

SWFI'nin Şubat 2019 verilerine göre 53 ülkede toplamda 80 UVF bulunmaktadır. UVF'lerin sayısında 2000'li yıllardan sonra önemli bir artış olmuştur ve söz konusu fonların yüzde 67'si 2000'li yıllardan sonra kurulmuştur. Bu fonların yüzde 40'ı Orta Doğu yüzde 40'ı ise Asya'da bulunmaktadır. Hızlı bir şekilde büyümesini sürdüren varlık fonları 1990'da 500 milyar dolarken bugün 8,1 trilyon dolar bir varlık büyüklüğüne ulaşmıştır. Bu büyümenin büyük bir kısmı petrol fiyatlarının sürekli olarak artış göstermesi ve petrolün artan fiyatından dolayı daha çok Kuveyt, Birleşik Arap Emirlikleri ve Norveç gibi üretici olan ülkelerde yoğunlaşmıştır. Fakat diğer önemli büyüme gösterenler arasında Çin gibi sürekli ticaret fazlası veren ve yabancı para biriktiren ülkelerde bulunmaktadır

Ulusal Varlık Fonları kuruldukları ülkelerde devletlerin bütçelerindeki fazlalıkları, gelecek kuşaklara aktarmak amacıyla kurulur. Ancak Türkiye Varlık Fonuna baktığımızda bütçe fazlası bulunmamakta ve sürekli olarak bütçe açığı vermektedir. Fonun ayrıca doğal kaynağa dayalı bir geliri de mevcut değildir. Zaten bütçe açığı olan Hazine'nin önemli gelir kalemlerini oluşturan şirketlerin, ayrılarak bir A.Ş. bağlanmış olmasının temel sebebinin "borca karşılık hisse" teminat gösterilerek borçlanmanın kolaylaştırılmasının amaçlandığı düşünülmektedir. Bu yöntem borçlanmayı kolaylaştırıcı bir etki yaratsa da ülkenin kıymetli varlıklarını riske atacağı açıktır. Benzer bir borçlanma modelinin 1990'lı yıllarda Rusya'da oligark sınıfın yaratılmasında kullanılmış olması, potansiyel risklerin neler olabileceği konusunda fikir vermektedir. Ayrıca fonun portföyündeki şirket gelirlerinin Hazine'ye eklenmemesi sonucunda oluşacak açık için Hazine'nin ek borçlanmaya ihtiyacı doğacaktır.

Dolayısıyla artan borçlanma ihtiyacı, teminat gösterilerek yapılan borçlanma yoluyla elde edilecek faydayı ortadan kaldırılabilecektir. Fon bu haliyle dünyadaki varlık fonu örneklerinden çok, kamu harcamalarını merkezi yönetim dışında bir kaynaktan finanse etmeye çalışan bir ulusal kalkınma bankası görüntüsü sunmaktadır.

Kuruluşu üzerinden yaklaşık 3 yıl geçen fon halen aktif bir şekilde işlem yapmamaktadır. Fonun şu ana kadarki faaliyeti ağırlıklı olarak elinde bulunan fonları banka mevduatında tutmaktan ibarettir. Bu nedenle fonun işleyişine getirilebilecek eleştiriler sınırlıdır. Ancak burada dikkat çekilecek bir husus fonun denetlenmesi ile ilgilidir. Fonun işlemlerinin ve denetlenmesinin Norveç'e benzer şekilde şeffaf yapılması fonun işleyişi konusunda soru işaretlerini ortadan kaldıracaktır. Ayrıca bu şeffaflık güven oluşturmaya yardımcı olacağı gibi fon yöneticisi tarafından kötü yönetim ve yolsuzluk riskini de azaltmaktadır.

TVF'nin Singapur ve Malezya fonu model alınarak kuruluş gerekçesinde ifade edilmiştir. Malezya cari fazla veren bir ülke olarak, ekonomisini geliştirmek ve uzun vadeli servetini büyütmek için varlık fonunu kullanmaktadır. Singapur'da aynı şekilde cari fazla veren bir ülke konumundayken Türkiye yıllardır cari açık veren bir ülkedir. Özelleştirme gelirleriyle kurulmuş olan TVF Singapur'un Temasek Holding'in de özelleştirme gelirleriyle kurulmasından dolayı birbirleriyle benzerlik gösterdiği söylenebilmektedir. Ancak Temasek kaynaklarını bünyesindeki şirketlerin gelişmesi ve uluslararası alanda rekabet edebilmesi için kullanırken TVF büyük altyapı projelerini hayata geçirebilmek için borç sermayesi temin ederek bu kaynağı ülkenin kalkınması için kullanmaktadır. Bundan dolayı Temasek Holding ve TVF arasında fonun hedefleri bakımından farklılık bulunmaktadır. Buna ek olarak Singapur'un kaynağı bütçe fazlası ya da cari fazlası olan (GIC) ikinci bir fonu bulunmaktadır. Bu bakımdan Türkiye'nin oluşturmuş olduğu fon Singapur'un oluşturmuş olduğu varlık fonundan ayrılmaktadır. Sonuç olarak TVF klasik yapıdan farklı bir varlık fonu olarak karşımıza çıkmaktadır. Kısacası TVF kendine özgü yapısıyla sınırsız yetkileri ve kamusal ayrıcalıkları olan özel hukuk hükümlerine tabi bir A.Ş. olarak kurulmuştur.

TVF'nin Türkiye ekonomisinin yapısal sorunlarını aşması, büyük yatırımlara finansman sağlaması, 2023 hedeflerine ulaşması, sermaye piyasalarının gelişmesi, Türkiye'nin uluslararası pazarda daha çok söz sahibi olması ve ekonomik kalkınmayı



desteklemesi hedeflenmektedir. TVF'nin bu hedefleri gerçekleştirebilmesi için daha iyi yönetim, şeffaf ve hesap verebilir bir şekilde yönetilmesi gerekmektedir. Eğer bu hedefler gerçekleştirilebilirse ve TVF'nin portföyündeki varlıklar etkin bir şekilde yönetilirse stratejik alanlardaki büyük projelere finansman sağlayarak ülkenin dışa bağımlılığı azaltılabilecek, mali kriz dönemlerinde ekonomik dalgalanmaların seviyeleri azaltılarak ekonomik istikrar sağlanabilecek ve gerçekleştirilecek yatırımlarla mevcut istihdam düzeyi korunurken yeni istihdam alanları yaratılabilecektir. Böylece ülke ekonomisinin büyümesine katkıda bulunabilecektir. Ancak etkin bir şekilde yönetilmeyen kaynaklar Türkiye ekonomisini ve gelecek nesillerin refahını ciddi anlamda sıkıntıya sokacaktır. Fonun faaliyeti başladıktan ve işleyiş süreçleri açıkça görüldükten sonra fona yönelik eleştirilerin sınırları daha da netleşecektir.

## KAYNAKÇA

- ADIA (2019) "Çevrimiçi" <https://www.adia.ae/En/Home.aspx>, Erişim Tarihi: 01/03/2019.
- ADIA (2017) Annual Report 2017, Abu Dhabi.
- AİZENMAN, J.; GLİCK, R. (2009) " Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts About Their Determinants and Governance", **International Finance**, Volume 12, Issue 3, ss. 351-386.
- AİZENMAN, J.; GLİCK, R. (2007) "Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?", **Center for Pasific Basin Studies (CPBS) 2007 Annual Report**, ss. 11-14.
- ALSWEİLEM, K.A.; ve diğerleri. (2015) "Sovereign Investor Models: Institutions and Policies for Managing Sovereign Wealth", **Harvard Belfer Center for Science and International Affairs**, Harvard Kennedy School, Cambridge.
- AKAGÜNDÜZ, Ö. (2018) "Varlık Fonları, Dünyadaki Örnekleri Işığında Öneriler", Yayınlanmamış Uzmanlık Tezi, **İller Bankası Anonim Şirketi**, Ankara.
- AKBULAK, S.; AKBULAK, Y. (2008) " Ulusal Varlık Fonları", **Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 25, Sayı 2, ss. 237-262.
- AKBULAK, S. (2008) "Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Funds): Gelişmeler ve Düzenleme Çalışmaları", **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, Ankara.
- AL-HASAN, A. ve diğerleri (2013) "Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management", **IMF Working Paper**, WP/13/231, Intenational Monetary Fund, Washington, DC.
- ALAOUİ, I.M. (2012) "Sovereign Wealth Funds", Unpublished Master Thesis, **HEC Paris Business School**, Franche.
- ALLEN, M; CARUANA, J. (2008) "Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda", **International Monetary Fund**, ss. 3-29.
- ANDER, J.; TEPLY, P. (2014) **Sovereign Wealth Funds In Theory and Practice**, Prague, Charles Univesity in Prague, Karolinum Press.
- ARSLAN, S.; BERKMAN, A.N., KAYIKCIOĞU, T. (2018) "Sovereign Wealth Fund Applications in Turkey an the World", **Turkish Studies Social Science**, Cilt 13, Sayı 26, ss. 107-124.
- AYKIN, H. (2011). "Ulusal Refah Fonları: Risk mi, Fırsat mı?", **Stratejik Düşünce Enstitüsü**, Ağustos 2011.

- AYKIN, H. (2017). "Ulusal Refah Fonlarının Ekonomik Güvenlik Perspektifi İle Analizi", **Vergi Dosyası**, ss. 1-27, "Çevrimiçi" <https://vergidosyasi.com/2017/02/07/ulusal-refah-fonlarinin-varlik-fonlari-ekonomik-guvenlik-perspektifi-ile-analizi/> Erişim Tarihi 31/01/2019.
- BACKER, L.C. (2009) "Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chamelons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment", **Georgetown Journal of International Law**, Volume 41, Sayı 2, ss. 101-192.
- BAHGAT, G. (2008) "Sovereign Wealth Fund: Dangers and Opportunities", **Royal Institute of International Affairs**, Volume 84, Sayı 6, ss. 1189-1204.
- BALDING, C. (2008) "A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds", Christopher Balding, **University of California**, Irvine.
- BAYAR, Y.; YILDIRIM, M. (2013) "Ulusal Varlık Fonlarının Regülasyonuna Yönelik Çabalar: Santiago İlkeleri", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt 50, Sayı 585, pp. 67-79
- BAZOOBANDI, S. (2011) "Political Economy of The Gulf Sovereign Wealth Funds: A Case Study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and United Arap Emirates", Unpublished Doctoral Thesis, **University of Exeter**, England.
- BECK, R.; FİDORA, M. (2008). "The Impact of Sovereign Wealth Funds On Global Financial Markets", **European Central Bank Occasional Paper Series**, Sayı 91, July 2008.
- BECK, R.; FİDORA, M. (2009) "Sovereign Wealth Funds-Before and Since the Crisis", **European Business Organization Law Review(EBOR)**, Valume 10, Issue 3, ss. 353-367.
- BERNSTEİN, S.; LERNER, J., SCHOAR, A. (2013) "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds", **Journal of Economic Perspectives**, Volume 27, Issue 2, ss. 219-238.
- BETBEZE, J.P. (2009) "Sovereign Wealth Fund: A Solution the Crisis?", **Revue d'Economie Financiere**, Volume 9, Issue 1, ss. 157-162.
- BUTT, S.; ve diğerleri (2007) "Sovereign Wealth Funds: A Growing Global Force in Corporte Finance", **Journal of Applied Corporate Finance**, Volume 19, Issue 1, ss. 73-81.
- BRAUNSTEİN, J. (2009) "Sovereign Wealth Funds: The Emergence of State Owned Financial Power Brokers", Unpublished Master Thesis, **Universitat Wien**, Austria.
- Bremmer, I. (2009) "State Capitalism of Age:The End of the Free Market?" **Foreign Affairs**, 88(3): 40-55.

- CASTELLÌ, M.; SCACCIÀVILLANÌ, F. (2012) **New Economics of Sovereign Wealth Funds**, John Wiley & Sons, Incorporated.
- CEBECİOĞLU, C. (2006) "SWOT Analizi ve Bir İşletme Üzerine Uygulama" Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü, S.B.E.** Gebze.
- CHEN, C. (2016) "Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Sinagapore and Lessons for China", **Northwestern Journal of International Law & Business**, Volume 36, Issue 2, ss. 303-370.
- China Investment Corporation (2019) "Çevrimiçi" <http://www.china-inv.cn/en/>, Erişim Tarihi: 21/02/2019.
- CURZİO, A. Q.; MİCELİ, V. (2010) **Sovereign Wealth Funds: A Complete Guide To State-Owned Investment Funds**, Harriman House.
- CLARK, G.L.; MONK, H.B. (2009) "The Oxford Survey of Sovereign Wealth Funds' Asset Managers", **SSRN 1432078**, ss. 1-28. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1432078>.
- CLARK, G.L.; MONK, A. (2010) "The Norwegian Government Pension Fund: Ethics Over Efficiency", **Rotman International Journal of Pension Management**, Volume 3, Sayı 1, ss. 14-19.
- CIC (2017) **Annual Report 2017**, China, China Investment Corporation.
- DAS, U.S.; ve diğerleri (2009) "Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy And Operational Considerations", **International Monetary Fund Working Paper**, Sayı 09/179.
- DoT. (2007) **Sovereign Wealth Funds Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies**, Washington, D.C. Department of the Treasury (DoT).
- DoT. (2007a) **Sovereign Wealth Funds Appendix 3**, Washington, D.C. Department of the Treasury (DoT).
- ELDREDGE, C.D. (2016) "The Political Determinants of Sovereign Wealth Funds", Unpublished Doctoral Thesis, **University of Colorado**, ABD.
- FERNANDEZ, D.G. (2008) "Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer", **JP Morgan Research**, Issue 65, ss. 3-95.
- FERNANDES, N. (2009) "Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the Worl", **International Institute for Management Development**, ss. 1-48.

- FOTAK, V.; BORTOLOTTI, B., MEGGİNSON, W. (2008) "The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies", **ResearchGate**, ss. 1-45.  
<https://www.researchgate.net/publication/241758435> The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies.
- GeoEkonomica (2014) "The Santiago Compliance Index 2013", **Benchmarking Series SCI January 2014.**
- GÜÇLÜ, M. (2018) "Ulusal Varlık Fonları: Türkiye Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme", **Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi**, Cilt 9, Sayı 1, ss. 39-53.
- GÜREL, E.; TAT, M. (2017) "SWOT Analysis: A Theoretical Review", **The Journal of International Social Research**" Volume 10, Issue 51, ss. 994-1006.
- GÜZEL, F.; ACAR, M., ŞEKEROĞLU, G. (2017) "Sovereign Wealth Funds: A Comparison of the Turkish Sovereign Wealth Fund with the World Samples", **Periodicals of Engineering and Natural Sciences**, Volume 5, Issue 2, ss. 165-175.
- GOMES, T. (2008) "The Impact of Sovereign Wealth Funds on International Financial Stability", **Bank of Canada Discussion Paper 2008-14.**
- GORANCZEWSKI, B.; PUCIATO, D. (2010) "SWOT Analysis in the Formulation of Tourism Development Strategies for Destinations", **Tourism**, Volume 20, Issue 2, ss. 45-53.
- GRİFFİTH-JONES, S. ve OCAMPO, J.A. (2009) " Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective" **ResearchGate**, pp.1-34.  
<https://www.researchgate.net/publication/252911393> Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective.
- GIC (2018) **Annual Report 2018**, Singapur, Government of Singapore Investment Corporation.
- Government of Singapore Investment Corporation (GIC), (2019) "Çevrimiçi" <https://www.gic.com.sg/>, Erişim Tarihi 08/03/2019.
- HACIHASANOĞLU, E.; SOYTAŞ, U. (2010) "Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü" **Management and Administration Research Center**, Sayı 2, ss. 1-23.
- HADJATRY-TARZABAN, A. (2009) "A Shift in Power: The Rise of Sovereign Wealth Funds in The Middle East", Unpublished Thesis, **Robert D. Clark Honors College-University of Oregon**, ABD.

- HAY, G. J.; CASTİLLA, G. (2006) "Object-Based Image Analysis: Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (SWOT)", **Proc. 1st Int. Conf. OBIA**, ss. 4-5.
- IMF (2008) **Global Financial Stability Report 2008**, Washington, International Monetary Fund.
- IFSWF, Dealing with Disruption: IFSWF Annual Review 2017, "Çevrimiçi" [https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF\\_ANNUAL\\_REVIEW\\_2018.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/IFSWF_ANNUAL_REVIEW_2018.pdf), Erişim Tarihi 24/05/2018.
- International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), (2019) "Çevrimiçi" <https://www.ifswf.org/>, Erişim Tarihi: 30/01/2019
- IWG, (2008) Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles", International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Erişim Tarihi 01/04/2019. [https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf)
- İYMM (2018) **Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi Raporu**, İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası, İstanbul.
- JEN, S. (2007) "Sovereign Wealth Funds: What They Are and What's Happening", **World Economics**, Volume 8, Issue 4, ss. 1-7.
- Khazanah (2019) "Çevrimiçi" <http://khazanah.com.my/Home>, Erişim Tarihi: 22/03/2019.
- KJAER, K.N. (2001). "A National Strategy for Investing Resource Wealth" **Presentation to the BSI Gamma Foundation Conference on Global Asset Management Long Term Asset Management Lugano**, ss. 1-8.
- KARASİOĞLU, F.; 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.
- KARAGÖL, E.T.; KOÇ, Y.E. (2016) "Dünyada ve Türkiye'de Varlık Fonu", **SETA**, Sayı 169, ss. 7-24.
- KERN, S. (2007) "Sovereign Wealth Funds- State Investments on the Rise", **Deutsche Bank Research**, ss. 1-20.
- KIA, (2008) KIA's Implementation of the Santiago Principles, "Çevrimiçi" <http://www.kia.gov.kw/en/Documents/IFSWF/Wsp.pdf>, Erişim Tarihi 20/11/2018.
- Kuwait Investment Authority (KIA), (2019) "Çevrimiçi" <http://www.kia.gov.kw/en/Pages/default.aspx>, Erişim Tarihi 05/03/2019.

- LAI, J. (2012) "Khazanah Nasional: Malaysia's Treasure Trove", **Journal of the Asia Pasific Economy**, Volume 17, Issue 2, ss. 236-252.
- LIEW, L.H.; HE, L. (2012) "Operating in an Inharmonious World: China Investment Corporation", **Journal of the Asia Pasific Economy**, Volume 17, Issue 2, ss. 253-267.
- LIN, X. (2016) "Strategy Analysis of A Boutique and Lifestyle Hotel: A SWOT Analysis" Unpublished Master Thesis, **California State Polytechnic University**, Pomona.
- 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.
- Norges Bank Investment Management (2019) "Çevrimiçi" <https://www.nbim.no/en/>, Erişim Tarihi 19/02/2019.
- Norges Bank (2018) **Government Pension Fund Global Annual Report 2018**, Norveç.
- Norwegian Ministry of Finance (2017), The Management of the Government Pension Fund in 2016, "Çevrimiçi" , <https://www.regjeringen.no/contentassets/114c28f5daba461e95ed0f2ec42ebb47/en-gb/pdfs/stm201620170026000engpdfs.pdf>, Erişim Tarihi 18/02/2019.
- OLAWOYE, O.O. (2016) "Commodity Based Sovereign Wealth Funds: An Alternative Path to conomic Development" Unpublished Doctoral Thesis, **University of Missouri**, Kansas.
- PHADERMROD, B.; CROWDER, R.M., WILLS, G.B. (2019) "Importance-Performance Analysis Based SWOT Analysis" **International Journal of Information Mngement**, Issue 44, ss. 194-203.
- Qatar Investment Authority (QIA) (2019) "Çevrimiçi" <https://www.qia.qa/>, Erişim Tarihi 20/03/2019.
- QIA, (2016) Qatar Investment Authority 2016 Annual Review, [https://www.ifswf.org/sites/default/files/annual-reports/QIA%202016\\_0.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/annual-reports/QIA%202016_0.pdf), Erişim Tarihi 21/03/2019.
- ROZANOV, A. (2005) "Who Holds the Wealth of Nations?" **London: State Street Global Advisors**, ss. 1-4.
- REISEN, S. (2008) "How To Spend It: Commodity and Non-commodity Sovereign Wealth Funds", **OECD Development Centre**, Policy Brief Issue 38, ss. 4-18.

- SARISU, A. (2016) "Dünyada Ulusal Varlık Fonu Yönetim Şirketleri", **Yaklaşım**, Cilt 24, Sayı 287, ss. 231-238.
- SANTİSO, J. (2008) "Sovereign Development Funds: Key Financial Actors of The Shifting Wealth of Nations", **Revue D'Economie Financiere**, ss. 291-315.
- Samruk Kazyna Funds (2019) "Çevrimiçi" <https://www.samruk-kazyna.kz/>, Erişim Tarihi: 20/03/2019.
- SEKİNE, E. (2012) "China Investment Corporation: Investment Performance in 2010 and Outlook", **Nomura Journal of Capital Markets**, Volume 3, ss. 1-12.
- SİMONEAUX, S. L.; Stroud, C. L. (2011) "SWOT Analysis: The Annual Check-up for a Business" **Journal of Pension Benefits: Issues in Administration**, Cilt 18, Sayı 3, ss.75-78.
- SMİTH, G.J. (2010) "Do Sovereign Wealth Funds Mitigate Authoritarian Rule? A Statistical Analysis of Sovereign Wealth Funds and The Resource Curse", Unpublished Master Thesis, **University of Louisville**, Louisville KY.
- SİNG, K. (2008) "Sovereign Wealth Funds Some Frequently Asked Questions", **The Corner House**.
- STONE, S.E. ve Truman, E.M. (2016) "Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability", **Person Institute for International Economics**, PB 16-18.
- SUN ve diğerleri, (2014) "China's Sovereign Wealth Fund Investments in overseas energy: The energy security perspective", **Energy Policy**, Volume 65, ss. 654-661.
- SÜREKLİ, A.M. (2015) "Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Moelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği", Yayınlanmamış Doktora Tezi, **Turgut Özal Üniversitesi, S.B. E.** Ankara.
- ŞİMŞEK, O; EREN, A.A.(2018) "The Political Economy of Sovereign Wealth Funds From Development Perspective" **Current Debates in Economics**, Volume 18, ss. 31-41.
- UÇAR, D.; DOĞRU, A.Ö. (2005) "CBS Projelerinin Stratejik Planlaması ve SWOT Analizinin Yeri", **TMMOB Harita ve Kadastro Mühendisleri Odası 10. Türkiye Harita Bilimsel ve Teknik Kurultayı**, Ankara, 28 Mart-1 Nisan 2005.
- Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), (2019) "Çevrimiçi" <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>, Erişim Tarihi 30/01/2019.



- Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), (2018) "Çevrimiçi" <https://www.swfinstitute.org/>, Erişim Tarihi 04/06/2018.
- Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI), (2019) "Çevrimiçi" <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, Erişim Tarihi 04/02/2016.
- USLU, H. (2018) "Ulusal Varlık Fonları Bağlamında Türkiye Varlık Fonu İncelemesi", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, **Karadeniz Teknik Üniversitesi, S.B.E.** Trabzon.
- TALEBİ, H. (2014) " A Survey of Sovereign Wealth Funds (SWFs) in the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries", Unpublished Master Thesis, **Eastern Mediterranean University**, Gazimağusa, Nort Cyprus.
- TBMM (2016) **Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Katma Değer Vergisi Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Teklifi (2/1319) ile Plan ve Bütçe Komisyonu Raporu**, Ankara.
- T.C. Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Genel Müdürlüğü** (01/08/2016) "Türkiye Varlık Fonu Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı".
- T.C. Resmi Gazete** (26/08/2016) "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (Karar No 6741) ".
- T.C. Resmi Gazete** (09/11/2016) "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirket Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Kararın Yürürlüğe Konulması Hakkında Karar".
- T.C. Resmi Gazete** (24/12/2018) "Olağanüstü Hal Kapsamında Bazı Düzenlemeler Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname (Karar Sayısı KHK/696)"
- T. C. Resmi Gazete** (12/09/2018) "Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Kararda Değişiklik Yapılmasına Dair Karar (Karar Sayısı: 2018/162)".
- T.C Resmi Gazete** (12/09/2018) " Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi Yönetim Kurulunun Listede Belirtilen Başkan Vekili ve Üyelerden Oluşmasına ve Genel Müdürlüğe Zafer SÖNMEZ'in Atanması Hakkında Karar (Karar Sayısı: 2018/163)".
- T.C. Resmi Gazete** (12/03/2019) "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-52.1.c)".
- Temasek Holdings (2019) "Çevrimiçi" <https://www.temasek.com.sg/en/index.html>, Erişim Tarihi 15/03/2019.

- 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**.
- Türkiye Varlık Fonu (2019), "Çevrimiçi" <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/> Erişim tarihi: 08/04/2019.
- TRUMAN, E.M. (2010) **Sovereign Wealths Funds: Threat or Salvation?**, Washington, Peterson Institute for International Economics.
- Tüsiad International (2008) "Sovereign Wealth Funds", **Tüsiad International Strategic Focus Report**, Sayı 1, ss. 1-5.
- WEISS, M.A. (2009) "Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress", **Congressional Research Service**, Issue 7, ss. 1-17.
- WU, F.; SEAH, A. (2008) "The Rise of China Investment Corporation", **World Economics**, Volume 9, Issue 2, ss. 45-68.
- VURAL, Y. (2011) "Ulusal Varlık Fonlarına İlişkin Değerlendirmeler", **Çatı Bilimsel Yayın Organı**, Sayı 27, ss. 14-17.
- YALÇINER, K. SÜREKLİ, A.M. (2015). "Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği", **Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt 17, Sayı 3, ss. 1-29.
- YAMAK, T., SAYGIN, E. (2017) "Varoluş Mücadelesinin Kritik Enstrümanı: Türkiye Varlık Fonu" **Umran Dergisi**, Mayıs 2017, ss. 69-72.
- YERELİ, A.B.; YAMAN, İ. (2017) "Ulusal Varlık Fonlarını Anlamak: Fırsat Mı, Tehdit mi?" **Sosyoekonomi Dergisi**, Cilt 25, Sayı 34, ss. 69-86.

