

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI
MALİ İKTİSAT BİLİM DALI

**VARLIK FONU (DÜNYA UYGULAMALARI VE
TÜRKİYE ÖRNEĞİ)**

Yüksek Lisans Tezi

HASAN BASRİ EŞKAN

İstanbul, 2018

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI
MALİ İKTİSAT BİLİM DALI

**VARLIK FONU (DÜNYA UYGULAMALARI VE
TÜRKİYE ÖRNEĞİ)**

Yüksek Lisans Tezi

HASAN BASRİ EŞKAN

Danışman: PROF. DR. MUSTAFA ÇELEN

İstanbul, 2018



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAY BELGESİ

MALİYE Anabilim Dalı MALİ İKTİSAT Bilim Dalı TEZLİ YÜKSEK LİSANS
öğrencisi HASAN BASRİ EŞKAN'nın VARLIK FONU (DÜNYA UYGULAMALARI VE
TÜRKİYE ÖRNEĞİ) adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 16.11.2018 tarih ve
2018-32/33 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / oy çokluğu ile Yüksek Lisans
Tezi olarak kabul edilmiştir.

oybirliği

Tez Savunma Tarihi 23 / 11 / 2018

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

1.	Tez Danışmanı	Prof. Dr. MUSTAFA ÇELEN	
2.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. AYŞE GÜNER	
3.	Jüri Üyesi	Prof. Dr. MUHİTTİN KAPLAN	

GENEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Hasan Basri EŞKAN
Ana Bilim Dalı : Maliye
Programı : Mali İktisat
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Mustafa ÇELEN
Tez Türü ve Tarihi : Yüksek Lisans - 2018
Anahtar Kelimeler : Varlık Fonu, Yatırım, Rezerv Fazlası, Şeffaflık, Mali Alan.

ÖZET

VARLIK FONLARI

Varlık fonları döviz rezerv fazlası olan ülkelerin yurtdışı yatırım yapmak için devlet egemenliği altında meydana getirdiği yenilik içeren oluşumlardır. Varlık fonları mali alan düşüncesinden türetildiğinden maliye politikasının bir parçası olarak kabul edilmektedir. Döviz rezerv fazlasına sahip ülkelerin devlet egemenliği üzerinden kurgulanan bu fonlar, yurtdışı yatırımları ile ekonomik getiri elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Varlık fonlarının yönetim ve yatırımlarında ilgili ülkelerin ekonomik, sosyal ve siyasal yapılar belirleyici olmaktadır. Tasarruflardan oluşan emeklilik rezerv fonları düşük riskli makul getiri elde etme amaçlı yatırımlar yaparken, diğerleri ise agresif tutum içinde olup riski yüksek yatırımlara yönelmektedirler. Fon yönetimleri her ülkenin içinde bulunduğu siyasal sistemle yakından ilişkilidir. Demokratik normların yüksek olduğu ülkelerde fonların faaliyetleri kamuoyu bilgilendirilmesine daha açıkken, bilhassa Ortadoğu menşei olanlarda ise bu durum daha sınırlıdır. Yatırımları, portföy ağırlıklı olanlar yani merkez bankaları ile benzerlik taşıyanlar, fonların yönetimi bu bankalar üzerinden gerçekleşmektedir. Tez çalışmasında varlık fonu kavramına ilişkin farklı bakış açılara ve tasniflemelere yer verilerek, devletlerin bu fonları kurma sebepleri incelenmeye çalışılacaktır. Ayrıca fonların yatırımları, şeffaflık değerleri ve kamu mali disiplin ile fon yönetimi arasındaki ilişki incelenecektir. Ardından dünya örnekleri üzerinden Türkiye Varlık Fonu analiz edilecektir.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname : Hasan Basri EŞKAN
Field : Public Finance
Programme : Fiscal Economics
Supervisor : Prof. Dr. Mustafa ÇELEN
Degree Awarded and Date : Master - 2018
Keywords : Sovereign Wealth Fund, Investment, Excess Reserves, Transparency, Fiscal Space.

ABSTRACT

SOVEREIGN WEALTH FUNDS

Sovereign Wealth Funds (SWFs) are innovations that the countries with foreign exchange reserves have created under state sovereignty to invest abroad. As sovereign wealth funds are derived from financial field thinking, they are considered as part of fiscal policy. These funds, which are built on the state sovereignty of the countries with foreign exchange reserve surplus, aim to achieve economic returns through their overseas investments. The economic, social and political structures of the countries concerned are the determinants of the management and investments of the funds. While retirement reserve funds consist of investments aimed at achieving reasonable return with low risk, others are aggressive and have a high risk. Fund management is closely related to the political system in which each country is located. In countries with high democratic norms, the activities of funds are more open to public information, especially in those with Middle Eastern origin. Investments, portfolio-weighted ones, which are similar to the central banks, funds are managed through these banks. In the thesis study, different perspectives and classifications related to the concept of sovereign wealth fund will be included and the reasons for establishing these funds will be examined. Investments of funds, transparency values and the relationship between public financial discipline and fund management will also be examined. Then out of Turkey-world examples sovereign wealth fund will be analyzed.

ÖNSÖZ

Son yıllarda küresel piyasalarda faaliyetleri ile dikkatleri üzerine çeken varlık fonları, varlık yapısı ve yatırımları birçok akademik çalışmaya konu olmuş ve analiz edilmeye çalışılmıştır. Yapılan çalışmalar doğrultusunda varlık fonlarının maliye politikası aracı olarak kabul edilmiştir. Bu bakış açısı üzerinden birçok ülke böyle bir araca sahip olmak düşüncesi ile kendi varlık fonlarını meydana getirmiştir. Bu düşünceden ülkemizde etkilenerek kendi varlık fonunu kurmuştur. Tez çalışmasında Türkiye Varlık Fonu incelenerek dünya örnekleri ile karşılaştırılması yapılarak anlatılmaya çalışılmıştır.

Konu seçiminde ve tezinin tamamlanmasında yardımlarını esirgemeyen akademik disiplini doğrultusunda, ufuk açıcı eleştirilerini, birikimlerini açıkça ifade eden ve tezimi hazırlamamda büyük emeği olan danışman hocam Sayın Prof. Dr. Mustafa ÇELEN'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Bu zamana kadar eğitim ve meslek hayatımda maddi ve manevi olarak desteğini esirgemeyen annem Asiye EŞKAN'a, babam Halit EŞKAN'a ve ablam Selma EŞKAN KAHVECİ'ye sonsuz şükranlarımı sunarım. Ayrıca benden desteğini esirgemeyen çalışma arkadaşlarıma teşekkürü borç bilirim.

İstanbul, 2018

Hasan Basri EŞKAN

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

TABLO LİSTESİ.....	vii
ŞEKİL LİSTESİ.....	viii
GRAFİK LİSTESİ.....	ix
KISALTMALAR.....	x
1. GİRİŞ.....	1
2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE VE GELİŞİM SÜRECİ	3
2.1. Varlık Fonun Tanımı ve Teorik Temelli Yaklaşımlar	3
2.2. Varlık Fonlarının Sınıflandırılması.....	7
2.3. Varlık Fonlarının Tarihsel Gelişimi.....	11
2.4. Varlık Fonlarının Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı	14
2.5. Varlık Fonları Yönetim Yapısı	16
2.6. Varlık Fonları Yatırımlarının Dağılımı.....	20
2.7. Varlık Fonları Yatırımlarına Yönelik Yaklaşımlar.....	26
2.8. Varlık Fonlarının Yatırımlarının Ekonomi Politikası	30
2.9. Varlık Fonlarının Yatırımlarının Yönü.....	34
2.10. Varlık Fonlarına Yönelik Kurumsal Yaklaşım	36
2.10.1. OECD	37
2.10.2. Avrupa Birliği.....	38
2.10.3. IMF	39
2.11. Varlık Fonlarının Şeffaflığına Yönelik Uygulamalar	40
2.11.1. Santiago Prensipleri.....	40
2.11.2. Linaburg-Maduelli Şeffaflık Endeksi.....	41
2.11.3. Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi Endeksi.....	42
2.11.4. Truman-Dawson Puanlaması.....	43

2.12. Varlık Fonları Mali Sürdürülebilirlik İlişkisi.....	43
2.12.1. Mali Sürdürülebilirlik ile Mali Çerçeve İlişkisi	44
2.12.2. Varlık Fonları Olan Ülkeler İçin Mali Sürdürülebilirliğin Gerekçesi	45
2.12.3. Varlık Fonları İçin Mali Kurallar	46
2.12.4. Varlık Fonlarında Mali Kuralların Belirlenme Yöntemi.....	48
2.12.5. Varlık Fonlarına Sahip Ülkelerde Mali Sürdürülebilirlik İlişkisi.....	56
2.12.5.1. Botswana Örneği	56
2.12.5.2. Şili Örneği.....	57
2.12.5.3. Timor-Leste Örneği	58
2.12.5.4. Moğolistan Örneği.....	59
3. VARLIK FONU ÜLKE ÖRNEKLERİ	61
3.1. İstikrar Fonları	61
3.1.1. Meksika Bütçesel Gelir İstikrar Fonu.....	61
3.1.2. Azerbaycan Devlet Petrol Fonu.....	63
3.1.3. İran Ulusal Kalkınma Fonu	65
3.1.4. Kuveyt Yatırım Otoritesi.....	67
3.1.5. Timor Leste Petrol Fonu.....	69
3.2. Tasarruf Fonları	71
3.2.1. Botswana Pulo Fonu.....	71
3.2.2. Kanada Alberta Miras Tasarruf Vakfı Fonu.....	73
3.2.3. Libya Yatırım Otoritesi	75
3.2.4. Malezya Khazanah Nasional Berhad.....	76
3.2.5. Katar Yatırım Otoritesi.....	78
3.3. Rezerv Yatırım Fonları	80
3.3.1. Çin Yatırım Kurumu.....	80
3.3.2. Güney Kore Yatırım Kurumu	83
3.3.3. Singapur Devlet Yatırım Kurumu	85
3.4. Emeklilik Rezerv Fonları.....	87
3.4.1. Avustralya Gelecek Fonu	87
3.4.2. Şili Ekonomik ve Sosyal İstikrar ve Emeklilik Rezerv Fonu.....	88
3.4.3. Yeni Zelanda Emeklilik Fonu	91

3.4.4. İrlanda Stratejik Yatırım Fonu.....	93
3.4.5. Norveç Emeklilik Fonu	95
3.5. Seçilmiş Ülke Varlık Fonlarının Karşılaştırılması.....	97
3.6. Varlık Fonlarının Belli Endeksle İle Şeffaflık İlişkisi	104
4. TÜRKİYE’DE VARLIK FONU UYGULAMASI VE DÜNYA	
ÖRNEKLERİ İLE KARŞILAŞTIRILMASI	107
4.1. Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı	107
4.2. Türkiye Varlık Fonun Yönetim Yapısı	110
4.3. Türkiye Varlık Fonun Yatırım Politikası.....	111
4.4. Türkiye Varlık Fonuna Yönelik Yaklaşımlar	111
4.5. Türkiye Varlık Fonun Dünya Örnekleri İle Mukayesesi	119
4.6. Türkiye Varlık Fonu İçin Politika Önerisi	121
5. SONUÇ	124
KAYNAKÇA.....	128

TABLO LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1: Varlık Fonlarının Tasnifi.....	9
Tablo 2: Örnek Ülkelerin Ekonomik Verileri.....	55
Tablo 3: Seçilmiş Varlık Fonlarının Karşılaştırılması.....	101
Tablo 4: Ülkelerin ve Fonların Şeffaflık Puanları	106



ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1:	Varlık Fonlarının Yönetim Şeması	17
Şekil 2:	Varlık Fonları Yurtiçi ve Yurtdışı Sektörel Yatırımları	23
Şekil 3:	Varlık Fonlarının Avrupa Yatırımları, 2015 (Milyar \$)	24
Şekil 4:	Mali Kural Seçenekleri	52
Şekil 5:	Azerbaycan Varlık Fonu Yatırımları	65
Şekil 6:	İran Varlık Fonu Yatırımları	67
Şekil 7:	Timor-Leste Varlık Fonu Yatırımları	70
Şekil 8:	Botsvana Pulo Fonu Yatırımları	73
Şekil 9:	Alberta Miras Vafkı Fon Yatırımları	75
Şekil 10:	Libya Yatırım Otoritesi Yatırımları	76
Şekil 11:	Malezya Varlık Fonu Yatırım ve Portföy Dağılımı	78
Şekil 12:	Çin Yatırım Kurumu Portföy Dağılımı	82
Şekil 13:	Güney Kore Yatırım Kurumu Yatırımları	84
Şekil 14:	Singapur Devlet Yatırım Kurumu Yatırımları	86
Şekil 15:	Avustralya Gelecek Fonu Yatırımları	88
Şekil 16:	Şili Varlık Fonu Yatırımları	91
Şekil 17:	Yeni Zelanda Emeklilik Fonu	93
Şekil 18:	İrlanda Stratejik Yatırım Kurulu Yatırımları	95
Şekil 19:	Norveç Emeklilik Fonu Yatırımları	97

GRAFİK LİSTESİ

Sayfa No.

Grafik 1: Varlık Fonlarının Yıllara Göre Sayısı ve Varlık Değeri	14
Grafik 2: Varlık Fonlarının Sektörel Yatırımları (2006-2015) (Milyar \$)	21
Grafik 3: Varlık Fonlarının Doğrudan Yatırımları (2000-2015) (Milyar \$)	22
Grafik 4: Varlık Fonlarının Dünya Geneline Yatırımları (2006-2015) (Milyar \$)	25
Grafik 5: Varlık Fonlarının OECD ve Diğer Ülkelere Yatırımları (2006- 2015) (Milyar \$)	25
Grafik 6: Varlık Fonlarının Yurtiçi ve Yurtdışı Yatırımları (2006-2015) (Milyar \$)	26
Grafik 7: Katar Yatırım Otoritesi Yatırımları (Milyon \$)	80
Grafik 8: Çin Yatırım Kurumu Yatırımları	82

KISALTMALAR

<i>Ar-Ge</i>	Araştırma ve Geliştirme
<i>BCTL</i>	Timor-Leste Merkez Bankası
<i>CIC</i>	Çin Yatırım Kurumu
<i>ÇTTH</i>	Çalışanları Tasarrufa Teşvik Hesabı
<i>ESSF</i>	Şili Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu
<i>GIC</i>	Singapur Devlet Yatırım Kurumu
<i>GOS</i>	Gelir Ortaklığı Senedi
<i>GPF</i>	Norveç Emeklilik Fonu
<i>HKMA</i>	Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portföyü
<i>HÜE</i>	Hukukun Üstünlüğü Endeksi
<i>IFSWF</i>	Uluslararası Varlık Fonları Formu
<i>ISIF</i>	İrlanda Stratejik Yatırım Fonu
<i>KGH</i>	Kalıcı Gelir Hipotezi
<i>KIA</i>	Kuveyt Yatırım Otoritesi
<i>KIC</i>	Güney Kore Yatırım Kurumu
<i>KOF</i>	Kamu Ortaklığı Fonu
<i>LMTI</i>	Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi
<i>OECD</i>	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
<i>SAFE</i>	Çin Varlık Fonu (Devlet Döviz İdaresi)
<i>SAMA</i>	Suudi Arabistan Para Ajansı
<i>SOFAZ</i>	Azerbaycan Varlık Fonu
<i>SWFİ</i>	Varlık Fonları Enstitüsü
<i>UHYA</i>	İrlanda Ulusal Hazine Yatırım Ajansı
<i>YAE</i>	Yolsuzluk Algı Endeksi

1. GİRİŞ

Varlık fonları, devlet egemenliğinde uluslararası pazarda yatırım yapan kurumsal anlamda inovasyon kabul edilen bir işletme türüdür. Bu fonların kaynakları, doğal kaynak gelirleri, dış ticaret fazlası ve tasarruflardan meydana gelen döviz rezervlerinden oluşmaktadır. Fonlar, kaynaklarının oluşum şekline göre yönetim ve yatırım alanlarında farklılıklar barındırmaktadırlar.

Bu fonların küresel piyasada yeni yatırım aracı olarak ortaya çıkmasında bugünkü küresel finans sisteminin meydana getirdiği dengesizlik belirleyici olmuştur. Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra uluslararası para sisteminde herhangi bir regülasyonun gerçekleşmemesi, kurlardaki oynaklık ve dengesizlik ülkelerin farklı çareler aramaya itmiştir. Bu yapısal sorunla birlikte ülkeler arası dış ticaret hadlerinden kaynaklanan dengesizliği gidermek adına ülkelerin döviz kaynaklarını artırma ve değerlendirme düşüncesi bu yapıların oluşmasında temel etken olmuştur.

Bu tezin amacı, farklı tanımlamalardan yararlanarak varlık fonu kavramının teorik yönü, tarihsel süreci, fonların kaynak yapısı, yatırım ve yönetimi anlatıldıktan daha sonra varlık fonları ve mali sürdürülebilirlik ilişkisi ülke örnekleri anlatılacaktır. Varlık fonlarının teorik çerçevesinden yararlanarak ve ülke örnekleri ile karşılaştırılması yapılarak, Türkiye Varlık Fonu'nun bu kapsama dahil olup olmayacağı sorusuna cevap aranacaktır. Ayrıca dünya örneklerinden yola çıkılarak Türkiye Varlık Fonu'nun yönetilmesine ilişkin politik öneriler sunulacaktır.

Tezin birinci bölümünde varlık fonlarının teorik temeli, tarihsel süreci, fonların varlık değerleri, yönetim şekilleri ve yatırımlarının sektörel dağılımlarına, uluslararası kurumların fonlara bakış açısı ile mali sürdürülebilirlik açısından varlık fonlarının mali kurallarının neler olabileceği anlatılacaktır.

İkinci bölümde ise IMF'nin tasniflemesi esas alınarak dünyadaki varlık fonları örneklemelerinden yola çıkarak bu fonların yönetim, yatırım ve kaynak yapısı incelenecektir. Fon sahibi olan ülkelerin ekonomik verilerinden yola çıkarak kendi fonları

zerinden mali baskı yapma ihtimali değerlendirilecektir. Ayrıca dünyanın en önemli oniki varlık fonu yönetim yapısı, yatırımları, Şeffaflıkları, denetimleri ve fonların çekme ve biriktirme kuralları üzerinden karşılaştırma yapılacaktır. Yine bu bölümde ülkelerin hukukun üstünlüğü, yolsuzluk algı endeksleri ile fonların Şeffaflık endeksleri arasındaki iliŐkinin ne düzeyde olduğu inceleneyecektir.

nc bölümde Türkiye Varlık Fonu, varlık fonlarının teorik erevesi doğrultusunda inceleneyecek, bu fonun dünya örnekleri ne tür benzerlikleri taşıdığı veya taŐımadıęı noktasında bilgi verilecektir. Ayrıca fonun iyi bir Şekilde yönetilebilmesine dair birtakım politika önerilerde sunulacaktır.



2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE VE GELİŞİM SÜRECİ

2.1. Varlık Fonun Tanımı ve Teorik Temelli Yaklaşımlar

Varlık fonları, küresel ekonomi ve finans sisteminde giderek büyük önem kazanmaya başlayan, son on yılda rakamsal olarak artışı, fon büyüklükleri ve yatırımları ile dikkatleri üzerine çekmiştir. Varlık fonu (sovereign wealth funds) terimi ilk olarak State Street Bank ekonomisti Andrew Rozanov tarafından kullanılmıştır. Bu ilk tanımda varlık fonları, bütçe ve döviz fazlasına sahip ülkelerin rezerv fazlalıklarını ve doğal kaynak gelirlerini yönetmek için kurmuş oldukları özel yatırım kuruluşları olarak nitelendirilmiştir (Urban, 2011, s.149).

Varlık fonlarının meydana geliş şekli, hedefleri ve yatırım stratejileri bu yapılara ilişkin daha kapsamlı bakış açılarının ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Bu doğrultuda belli başlı tanımlamalara yer vererek, bu komplike yapıların daha iyi anlaşılabilmesine çalışılacaktır. Pratik her daim teoriyi aşar gerçeği üzerinden bu fonların tanımına dair çerçevenin nasıl farklı anlam kiplerine kayarak genişlediğini göstermek üzere aşağıdaki tanımlamalara yer verilmiştir.

- Varlık fonları, devlete ait özel yatırım fonları veya düzenlemelerdir. Makroekonomik hedefler doğrultusunda mali hedeflerin gerçekleştirilmesi için fazla rezervlerin yönetilerek yabancı finansal varlıklara yatırım yapılmasını amaçlayan bir dizi yatırım stratejisidir (International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSOF), (2008), Santiago Principles).
- Varlık fonları, ülke vatandaşlarının menfaati doğrultusunda ödemeler bilançosu dengesinin sağlanması ve para politikası uygulamaları için döviz rezervlerinin, devlet teşebbüslerinin (KİT'ler), emeklilik fonlarının, para otoriteleri tarafından yönetilmesi amacıyla kurulan devlete ait yatırım fonu veya kuruluşlardır (Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI), What is a SWF).

- Varlık fonları, devletin sahip olduğu diğer finans ve devlet kurumlarından bağımsız yönetilen, belirgin emeklilik yükümlülüğü (borç ödeme) olmayan, kâr amacı güderek çeşitli finansal araçlara yatırım yapan, kamu otoritesinin tercih ettiğı yatırımları uluslararası düzeyde gerçekleştiren yapılardır (Sovereign Investment Lab (SWF Lab), Annual Report 2015, s.9).
- Varlık fonları, hükümetlerin uzun vadeli amaçları doğrultusunda yabancı para cinsinden sahip oldukları varlıklarla meydana getirdikleri özel yatırım fonlarıdır (IMF, Assessing Risks to Global Financial Stability Report, (2007) s.45).
- Varlık fonları, döviz varlıkları tarafından finanse edilen devlete ait yatırım araçlarıdır (OECD, (2007) International Investment of Sovereign Wealth Funds: Are New Rules Needed? s.4).
- Varlık fonları, ülke ekonomisine ve o ülkenin vatandaşlarına yarar sağlamak için yatırım amacıyla ülkenin fazla rezervlerinden meydana getirilmiş olan para havuzlarıdır. Varlık fonları, bütçe ve dış ticaret fazlaları sonucunda merkez bankalarında biriken rezervlerden ve doğal kaynak ihracından sağlanan gelirlerden meydana gelir (Investopedia, (2017) Sovereign Wealth Funds).
- Varlık fonları, genellikle devletin gelir ve rezerv fazlasını yönetme ihtiyacını yansıtmaktadırlar. Bu fonlar, fonun hedeflerine ve istikrarlı gelir akışına göre devletin gelecekteki likidite ihtiyacını karşılamayı amaçlamaktadırlar (Deutsche Bank, (2007) Sovereign Wealth Funds-State Investments on the Rise, s.2).
- Evrensel anlamda kabul gören bir tanımı olmayan varlık fonları, para otoriteleri tarafından resmi rezervlerden (Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığının rezervleri) ayrı olarak yönetilen, döviz rezervleri ile finanse edilen devlet yatırım araçlarıdır. Bu fonların yöneticileri, resmi rezerv yöneticilerinden farklı olarak, risk alabilmektedirler. Bu fonlar, doğal kaynak geliri ile oluşan ve doğal kaynak gelirine dayanmayan fonlar olarak ikiye ayrılır (U.S Treasury, Sovereign Wealth Funds, s.1).

Varlık fonları ile ilgili en kapsayıcı tanıma ulaşmak için yukarıdaki alıntılara şu değerlendirmeler yapılabilir;

- Bazı varlık fonlarının yurtiçi yatırımlarının da olduğu göz önüne alındığında IFSW ve SWF Lab'ın varlık fonlarına ilişkin sadece yabancı finansal varlıklara yatırım yapar tanımlaması pratikte tam karşılığını bulmamaktadır. Örneğin, Malezya Varlık Fonu (Khazanah Nasional) yatırımlarının %55'ini yurtiçinde gerçekleştirmiştir.
- IMF'nin tanımında emeklilik fonları, varlık fonları tanımlamasına dahil edilmemiştir. SWFI ise para otoritesinin döviz rezervlerini ve KİT'leri dahil ederek daha detaylı bir varlık fonu tanımlaması yapmıştır. Fakat varlık fonları yüksek riskli varlıklar dahil olmak üzere yatırımlarını çeşitlendirerek değer artırıcı olurken, merkez bankaları gibi para otoriteleri çoğunlukla yabancı tahvil ve bonoları ellerinde tutarak değer koruma odaklıdır. Emeklilik fonları şeffaf iken varlık fonları çoğunlukla şeffaf değildir. Aynı zamanda emeklilik fonlarının borç yükümlülükleri var iken varlık fonlarında bu durum söz konusu değildir. Devletler varlık fonlarında ve merkez bankalarındaki bütün hisselerin sahibi iken KİT'lerde ise hisselerin tamamına veya bir kısmına sahip olabiliyorlar (Urban, 2011, s.151).
- OECD ve Investopedia'nın tanımında ise merkez bankalarının resmi döviz rezervleri kapsam dışına bırakılmayarak döviz rezervleri bir bütün olarak kabul edilmiş, aynı zamanda tasarruflardan kaynaklı emeklilik fonlarına dair bir vurgulama yapılmamıştır.
- Deutsche Bank'ın tanımlaması, OECD ve Investopedia'nın tanımına benzemekle beraber, fonun kaynağını meydana getiren fazla rezervlerin nasıl meydana geldiğinden bahsedilmemektedir. Bir ülkenin elinde bulunan fazla döviz rezervlerinin o ülkenin makroekonomik önceliklerini karşılayacak (merkez bankalarının sterilizasyon politikaları için) ölçekte olması ayrı bir zorunluluk iken o aritmetiği aşan bakiyenin yani parayı elde tutmanın fırsat maliyetini göz önünde bulundurarak değerlendirme yoluna gitmek ayrı bir durumdur.

- Amerikan Hazine Bakanlığı'nın yaklaşımı varlık fonlarını tanımlamada en kapsamlı ifade olarak kabul edilebilir. Bu tanımlamada fonların kaynak yapısı açıklanırken, merkez bankalarının resmi rezervleri kapsam dışı bırakılmıştır. Ayrıca fonların yönetimlerinin risk alma duyarlılığı dile getirilmiştir. Her ne kadar tasarruflardan kaynaklı emeklilik fonları tanıma dahil edilmemiş olsa da bu tür yapıların oluşumunda önem arz eden, fonların kaynak yapısı ve yönetim şekline dair izahat daha aydınlatıcıdır.

Görülmektedir ki fonların kaynak yapısındaki çeşitliliği ve yatırımlarındaki farklılıkları, fonların heterojen yapılar içermesine ve gelişim süreçleri dâhilinde tanımlarına dair farklı perspektiflerin oluşmasına sebep olmuştur. Varlık fonları Schwartz, (2012, s.518-521)'na göre;

- Bu fonların amacı doğal kaynağa sahip ülkelerin ekonomik refahının nesiller arasında dengeli bir şekilde yayılmasını sağlayarak Hollanda Hastalığına* yakalanmamalarının önüne geçmektir.
- 20.yy kalkınma bankalarının yeni versiyonlarıdır.
- 19.yy devlet ticaret şirketlerine benzetilen bu fonların, Weber'in rasyonel kapitalizminden ziyade siyasi kapitalizmin bir versiyonu olabileceği ifade edilmiştir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde görülen varlık fonları bu değerlendirmenin içine dahil edilmiştir. Başka bir yargıda ise iktidarın babadan oğula geçtiği patrimoniyal rejimlerde siyasi açıdan güçlü aktörlerin egemenlik statüsüne uygun kişisel yatırım aracı olarak kullanılan yapılardır.

Ayrıca Ping ve Chao, (2008, s.3) ve Beck ve Fidora, (2008, s.6) 'na göre varlık fonları; devlet egemenliği, ülkelerin fazla rezervlerinin olması ve belli yükümlülöklere bağlı emeklilik fonlarından farklı olarak borçluluk durumunun olmaması gibi özellikleri üzerinden müşterek bir yaklaşım belirtmişlerdir. Bu müşterek yaklaşımın dışında Ping

* 1960'lerde Hollanda'da da doğal gaz bulunması sonrasında ulusal para birimi olan Florin'in değeri aşırı derecede artmıştır. Bunu takiben, ucuzlayan ithalatın artmasına karşın ihracatın azalması gözlemlenmiştir. İthalatın artmasıyla bağlantılı olarak üretimin azalması sürecinde, İngiliz *The Economist* dergisi 26 Kasım 1977 tarihli yayınında bu durumu "Hollanda Hastalığı" (Dutch Disease) olarak adlandırmıştır.

ve Chao, (2008, s.3)'na göre; bu fonların ekonomik dalgalara direnç göstererek riski tolere etmesinin yanında, beş yıldan fazla yatırım ufkuna sahip olması gibi özelliklerinde bulunduğunu ifade etmişlerdir.

Görüldüğü üzere hem spesifik hem de ayrıntılı tanımlamalarda bu fonların, döviz rezerv fazlalıkları ve devlet egemenliği gibi iki temel esas üzerinde kurgulandığına dair ortak bir birliktelik söz konusudur.

2.2. Varlık Fonlarının Sınıflandırılması

Varlık fonlarının tanımında yer alan; amaçları, kaynakları ve yatırımlarındaki farklılıkları aynı zamanda bu fonların sınıflandırılmasına kaynaklık etmiştir. IMF tasniflemesine göre bu fonlar beş kategoride incelenmiştir:

- *İstikrar Fonları: (Stabilization Funds)* Doğal kaynak zengini ülkeler tarafından bütçeyi, ekonomiyi dalgalanmalar ve dış şoklardan korumak amacıyla kurulan fonlardır. Örneğin Şili (Ekonomik Sosyal İstikrar Fonu), Timor- Leste (Timor- Leste Petrol Fonu), Rusya (Petrol İstikrar Fonu).
- *Tasarruf Fonları: (Saving Funds)* Doğal kaynak gelirlerini çeşitlendirilmiş finansal varlıklara dönüştürerek servetin gelecek kuşaklara aktarılmasını amaçlayan fonlardır. Örneğin Birleşik Arap Emirlikleri (Abu Dhabi Yatırım Otoritesi), Libya (Ulusal Varlık Fonu)
- *Kalkınma Fonları: (Development Fund)* Genellikle altyapı ve sosyo-ekonomik projeleri finanse etmek için kurulan fonlardır.
- *Emeklilik Rezerv Fonları: (Pension Reserve Funds)* Hükümetin emeklilik ile ilgili beklenmedik yükümlülüklerini veya ödenecek borçlarını dengelemek amaçlı kurulan fonlardır. Örneğin Yeni Zelanda (Süper Kuruluş Vakfı), İrlanda (Ulusal Emeklilik Rezerv Fonu)
- *Rezerv Yatırım Fonları: (Reserve Investment Corporation)* Fazla rezervlerin çeşitli yatırımlarla değerlendirilip bütçe fazlası verilen dönemlerdeki fazlalığın bütçe açığı verilen dönemde kullanılması amaçlı kurulan

fonlardır. Örneğin (SAFE Yatırım Şirketi), Singapur (Devlet Yatırım Şirketi) (Al-Hassan, Papaioannou, ve diğ, 2013, s.5-6)

Fakat bu beş tasnifleme içerisinde kalkınma fonları kategorisine şu ana kadar herhangi bir ülke varlık fonu dahil edilmemiştir. Tablo: 1’de görüldüğü üzere fonlar; istikrar fonları, tasarruf fonları, emeklilik fonları ve rezerv yatırım fonları gibi dört kategori üzerinden ülkelere ait varlık fonu örneklerine yer verilmiştir.



Tablo 1
Varlık Fonlarının Tasnifi

Varlık Fonları	Varlık Değeri (milyar \$)	Menşei	İstikrar Fonları	Tasarruf Fonları	Emeklilik Rezerv Fonları	Rezerv Yatırım Fonu
Norveç Emeklilik Fonu	1035.0	Doğal Kaynak	✓	✓	✓	
Çin Yatırım Ortaklığı	900	Emtia Dışı				✓
Kuveyt Yatırım Otoritesi	524	Doğal Kaynak	✓	✓		
Singapur Yatırım Kurumu	390	Emtia Dışı		✓		✓
Katar Yatırım Otoritesi	320	Doğal Kaynak		✓		
Kore Yatırım Ortaklığı	134	Emtia Dışı				✓
Avustralya Gelecek Fonu	105.4	Emtia Dışı			✓	
Libya Yatırım Otoritesi	66	Doğal Kaynak		✓		
İran Kalkınma Fonu	91	Doğal Kaynak		✓		
Malezya K. Nasional Berhad Fonu	38.7	Emtia Dışı		✓		
Azerbaycan Petrol Fonu	33	Doğal Kaynak	✓	✓		
Y. Zelanda Kuruluş V.	28.5	Emtia Dışı			✓	
Timor-Leste Petrol Fonu	16.6	Doğal Kaynak	✓	✓		
Kanada Alberta Miras Fonu	13.4	Doğal Kaynak		✓		
Şili Emeklilik Rezerv Fonu	9.4	Doğal Kaynak			✓	
İrlanda Stratejik Yatırım Fonu	8.5	Doğal Kaynak			✓	
Meksika İstikrar Fonu	6	Doğal Kaynak	✓			
Botsvana Pulo Fonu	5.5	Doğal Kaynak		✓		
Türkiye	40	Emtia Dışı				

Kaynak: IMF, SWFI

IMF'nin tasniflemesindeki kavram yapısından farklı olan, fakat kavramlara dair benzer içerikler ihtiva eden iki tür bakış açısı da bulunmaktadır. Bu tasniflemelerden ilki Ping ve Chao, (2008, s.24-26)'na göre;

- *Sabitleme Odaklı Fonlar*: Bu fonlar, milli gelirde farklı zaman diliminde meydana gelebilecek beklenmedik dalgalanmalara yönelik koruma sağlamak amaçlıdır. Ekonomisi, doğal kaynak ihracından elde edilen gelirden kaynaklanan, fazla rezervleri olan ülkeler için geçerlidir. Bu ülkelerde yenilenemeyen doğal kaynakların tükenmesi olasılığına karşı hem ülke hem de gelecek nesiller için istikrarlı gelir akışını sağlamak için kullanılırlar. 1990 yılında Norveç hükümeti tarafından kurulan Norveç Emeklilik Fonu (GPF) bu türe örnektir.
- *Sterilizasyon Odaklı Fonlar*: Bazı ülkeler, merkez bankasının döviz piyasasına müdahalesini ve likitide fazlasını dengelemesine yardımcı olması için fazla rezervlerinin bir kısmını varlık fonu olarak değerlendirme yoluna gitmiştir. 1998 yılında Hong Kong hükümeti tarafından kurulan Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portföyü (HKMA) bu türe örnektir.
- *Tasarruf Odaklı Fonlar*: Doğal kaynak gelirine sahip ülkelerin doğal kaynaklarının tükenme ihtimalini karşı doğal kaynak gelirlerini gelecek nesillere aktararak daha adil bir gelir dağılımının sağlanması için meydana getirdikleri fonlardır. Ayrıca genç nüfus oranının düşmesi ile yaşlanmanın emeklilik sistemine yönelik baskısını bertaraf etmek için de kurulmuşlardır. Hisse senedi ve tahviller bu fonların genel yatırım araçlarıdır. Ortadoğu menşeli varlık fonları bu türe örnektir.
- *Önleyici Odaklı Fonlar*: Toplumsal ve ekonomik krizleri önleyerek ekonominin istikrarlı bir şekilde gelişmesini sağlamak amaçlı kurulmuşlardır. 1953 yılında Kuveyt hükümeti tarafından kurulan Kuveyt Yatırım Otoritesi (KIA) bu türe örnektir.
- *Stratejik Odaklı Fonlar*: Bu fonlar, fazla rezervleri ile küresel ölçekte yatırım yaparak ulusal kalkınma stratejisini desteklemeyi amaçlamaktadırlar. Bu sayede merkez bankalarının sterilizasyon maliyetlerini karşılayarak, resmi rezerv getirisinden daha yüksek döviz geliri elde edilmesi amaçlanır. 1981 yılında Singapur hükümeti tarafından kurulan Singapur Hükümeti Yatırım Kuruluşu (GIC) bu türe örnek teşkil eder.

Diğeri ise ‘Clark, Dixon ve Monk’, tarafından ifade edilmiştir. Bunlar;

- *Postkolonyal Varlık Fonları*: Sermayesi ve gücü diğer ülkelere göre zayıflamış devletlerin kendi egemenliklerini güçlendirmek, ekonomik ve siyasi kapasitelerini artırmak amacıyla tasarlanmış fonlardır. Singapur Devlet Yatırım Şirketi bu fonlara örnek gösterilmektedir.
- *Rantiyer Varlık Fonları*: Doğal kaynak gelirleri ile zenginlik elde eden ülkelerin fonlardır. Ulusal egemenliğin geliştirilmesinde kullanılmaktadır. Örnek: Kuveyt Yatırım Otoritesi
- *Üretici Varlık Fonları*: Stratejik sektörlere yatırım yaparak, yüksek büyüme oranlarına sahip olan ülkelerin fonlarıdır. Örnek: Çin Yatırım Şirketi
- *Territoryal Varlık Fonları*: Bu fonlar aracılığıyla devletler, kendi ulusal firmalarının yurtiçi ve yurtdışı yatırım faaliyetlerine destek vererek bu firmaların küresel ekonomide rekabet gücü kazanmasını sağlamaktırlar. Örnek: Fransa Varlık Fonu
- *Ahlaki Varlık Fonları*: Gelecek nesillere daha iyi bir çevre ve refah sağlamak amacıyla oluşturulan fonlardır. Örnek: Avustralya ve Norveç Varlık Fonları (Konukman ve Şimşek, 2017, s.1925-1926)

Her dört tasniflemede de kesin ayrım çizgileri olmamakla birlikte literatürde IMF’ninki kabul görmüş durumdadır. Bir varlık fonu hem istikrar fonu hem de tasarruf fonu veya başka bir kategori kapsamında da olabilmektedir. Örneğin, Norveç Varlık Fonu; istikrar, tasarruf ve emeklilik fonu kapsamında olurken Azerbaycan Varlık Fonu ise istikrar ve tasarruf fonu kapsamında olabilmektedir (Tablo: 1). Aynı şekilde Ping ve Chao ile Clark, Dixon ve Monk tasniflemesinde de bir varlık fonunu aynı anda iki veya daha fazla kategorinin içine dahil edilebilir.

2.3. Varlık Fonlarının Tarihsel Gelişimi

Dünya genelinde yaygınlık kazanan varlık fonlarının, bugünkü küresel finans sisteminin mantıksal yapısı üzerinde inşa edilmiş olması sebebiyle 1944 yılında kurulan uluslararası para sistemine ve sonrasına yakından bakmak gerekmektedir. Varlık

fonlarının kurumsal bir yenilik olarak küresel pazarda belirleyici bir fonksiyona sahip olmasında bugünkü uluslararası finans sisteminden kaynaklı aksaklık belirleyici olmuştur.

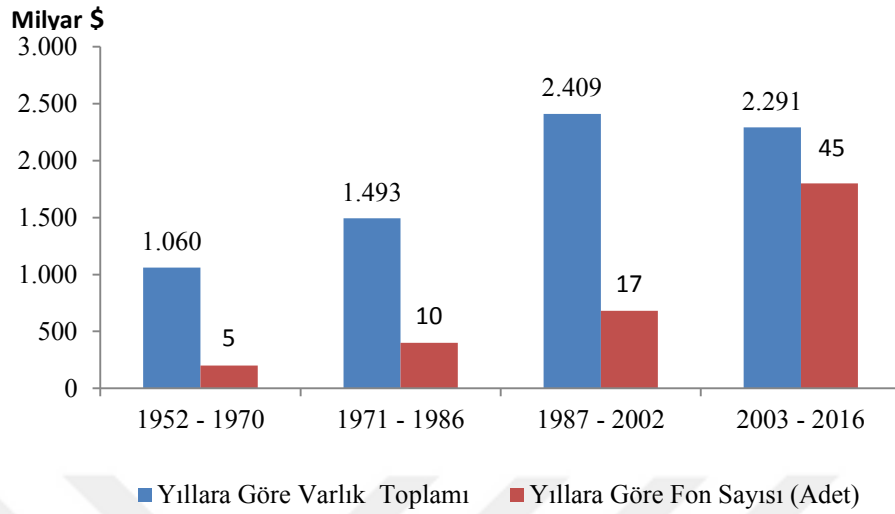
1944 yılında kurulan Bretton Woods sistemi serbest ticaret ve parasal istikrar için altına bağlı ABD dolarının dünya para sisteminde rezerv para birimi olmasına yasal dayanak sağlamıştır. Bu durum doların, dünyadaki emtia fiyatında ve enflasyon seviyesinde belirleyici olmasında rol oynamıştır. Bu sayede ABD'nin rezerv para ihracı, ABD'yi fiilen döviz piyasalarına müdahale yükümlülüğünden kurtararak bu tür müdahalelerin diğer ülkeler tarafından üstlenilmesi sağlanmıştır. Sistemin yasal boyutunun uygulama sahasına ne kadarının yansıdığı tartışmalı olsa dahi dövizin yani doların altın çıpasına bağlı olması, dış ticaret bilançolarında denge sağlanması yönünde disiplinin sürdürülmesi zorunluluğunu getirmiştir. Fakat ülkelerin ABD'ye yaptıkları ihracatlarında dolar yerine altını tercih etmeleri sistemin çözülmesine sebep olmuştur. Bretton Woods sistemi pratikte istenilen sonucu vermemesi neticesinde IMF üyesi ülkeler tarafından 1976'da imzalanan Jamaika anlaşması sonrası ülkelerin uygulayacakları döviz kuru sistemi kendi takdirlerine bırakılmıştır. Bu durum uluslararası denetimin kısmen olduğu veya hemen hemen hiç olmadığı ülkelerin, döviz kuru ile ilgili tercihlerinin kendilerine bırakıldığı bir sürecin başlamasına sebep olmuştur. Anlaşma sonrası uluslararası para sistemi için tanımlanan ve kabul edilen rezerv para biriminin bulunmamasına rağmen ABD doları rezerv para olma durumunu sürdürerek dünya sisteminde yeni bir risk meydana getirmiştir. Bu durum ülkelerin döviz kurlarındaki dalgalanmalarla ve dengesizliklerle mücadele etmesi için döviz rezervlerini artırmaya zorlamıştır. Uygulamada ise, gelişmekte olan piyasalarda, genellikle devlet tahvili biçiminde olan rezervlerde artış meydana getirmiştir. Bretton Woods sisteminde olduğu gibi bugün de gelişmekte olan ülkeler, ihracata dayalı büyüme stratejilerini geliştirmek için ulusal para birimlerini piyasa değerinin altında tutarak döviz rezervlerini biriktirmeyi amaçlamaktadırlar. Bu rezervlerin çoğu düşük faizli ABD hazine tahvillerine yatırılmaktadır. Ülkelerin ekonomik yapıları arasındaki farklılıklar sebebiyle ülkeler için biriktirilecek fazla rezervlerin optimum seviyelerini tam olarak belirleyen bir endeks bulunmamaktadır. Sadece bu rezervlerin seviyesine ilişkin birtakım endeksler kullanılmaktadır. Bu durum ülkeler açısından fazla rezervleri

daha iyi yönetebilmek için ülkelerin bir nevi mali alan düşüncesi doğrultusunda varlık fonları gibi yenilikçi yatırım araçları meydana getirmesine yol açmıştır (Urban, 2011, s.43-50).

Bu doğrultuda varlık fonları, ülkelerin küresel finans sisteminden kaynaklı aksaklığı minimize etmenin yanısıra biriken fazla rezervlerini değerlendirmek amaçlı kullandıkları bir yatırım şeklidir. Kurulduğundan bugüne kadar fonların gelişim süreci incelendiğinde varlıklarını oluşturan kaynak yapılarında ayrışmalar gözlemlenmiş olup, fonların oluşumu dört dalga üzerinden değerlendirilmiştir.

Birinci dalga; doğal kaynak gelirleri ile oluşturulan fonlardır. Örnek: Kuveyt ve Norveç Varlık Fonları. İkinci dalga; dış ticaret fazlası elde edilen fazla rezervlere dayanılarak kurulan fonlardır. Gelişmekte olan Asya bölgesi varlık fonları bu türe örnek gösterilmektedir. Üçüncü dalga, kalkınma fonları olarak bilinen devlete ait KİT ve benzeri ekonomik varlıkların özelleştirme gelirleri ile oluşturulan ve bu tür yapıları yeniden yapılandırıp, bu yapıların yönetimini geliştirerek oluşturulan fonlardır. Singapur Varlık Fonu Temasek ve Malezya Varlık Fonu bu türe örnek gösterilmektedir. Dördüncü dalga; ülkelerin yabancı sermayeyi çekmek ve kalkınma amaçlı stratejik yatırımlar için yurtdışı finansman sağlamak üzere oluşturulan fonlardır. Türkiye, İrlanda, Romanya, Endonezya ve Bangladeş varlık fonları bu türe örnek olarak gösterilmektedir (Schena, Braunstein ve Ali, 2017, s.4-5).

Varlık fonlarının geçmişi 1950'li yıllara kadar dayanmaktadır. İlk varlık fonu Kuveyt Yatırım Kurulu tarafından 1953 yılında kurulan Kuveyt Yatırım Otoritesi (KIA) dir. Bu fon, Kuveyt'in petrol gelirleri ile bugünkü ve gelecek nesillerin refahını devam ettirmek amaçlı kurulmuştur. Bugün dünya genelinde 40'tan fazla ülkede 80'e yakın varlık fonu bulunmaktadır. Grafik:1'de görüldüğü üzere son on yılda büyük bir ivme kazanarak toplam varlık değeri 7,4 trilyon dolardan fazla bir büyüklüğe ulaşmıştır.



Grafik 1: Varlık Fonlarının Yıllara Göre Sayısı ve Varlık Değeri (Milyar \$)

Kaynak: www.swfinstitute.org, 2018

Fonlardan yedi tanesi 1970’lerde petrol fiyatları artışı ile elde edilen gelirle kurulmuştur. Fonların on iki tanesi 1980 ile 1990 arasında, son on yılda ise mevcut sayının %60’dan fazlası kurulmuştur. Yeni varlık fonlarının çoğu ise 2004 yılı ve sonrasında kurulmuştur. On üç Asya varlık fonundan yedisi 1995’den sonra, geriye kalanlardan biri hariç 5 tanesi 2004’den sonra kurulmuştur. Varlık fonlarının %70’i petrol ve doğalgaz gibi doğal kaynak ihracından elde edilen gelirle kurulurken, döviz rezervleri ile finanse edilenlerin hepsi Asya menşeli olup bunlardan sadece üç tanesi doğal kaynak ihracından elde edilen gelirlere dayanmaktadır (Truman, 2011, s.4). Ayrıca dünya üzerindeki varlık fonlarının büyüklüğü hedge fonları ile yönetilen rakamın iki katından fazla olduğu tahmin edilmektedir (Bernstein, 2013, s.199).

2.4. Varlık Fonlarının Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Varlık fonlarının hukuki çerçevesi genellikle şirket yasalarına istinaden şekillenmiştir. Bu durum fonlara, anonim veyahut limited şirket hüviyeti sağlamıştır. Bu doğrultuda anonim ya da limited şirketlerin organizasyon yapısındaki yönetim kurulu, denetim kurulu ve yatırım kurulu gibi benzeri yapılar bu fonlarda da görülmektedir. Malezya Varlık Fonu, Singapur Devlet Yatırım Kurulu ve Çin Yatırım Ortaklığı gibi

varlık fonları şirket yasalarına, Norveç ve Yeni Zelanda Varlık Fonları emeklilik yasalarına istinaden kurulmuştur. Ayırt edici bir özellik olarak Katar Varlık Fonu, Katar Emir'inin direktifi ile oluşturulmuştur.

Fonların kaynak yapısı döviz rezerv gelirlerine dayanmaktadır. Fakat bu kaynağın meydana geliş şekli farklılıklar barındırmaktadır. Örneğin; Kuveyt ve Azerbaycan gibi ülkelerin varlık fonları doğal kaynak gelirlerine, Çin ve Singapur gibi ülkelerin varlık fonları dış ticaret fazlalıklarına, İrlanda Varlık Fonunda tasarruf gelirlerine, Avustralya Varlık Fonunda ise özelleştirme gelirlerine dayanmaktadır.

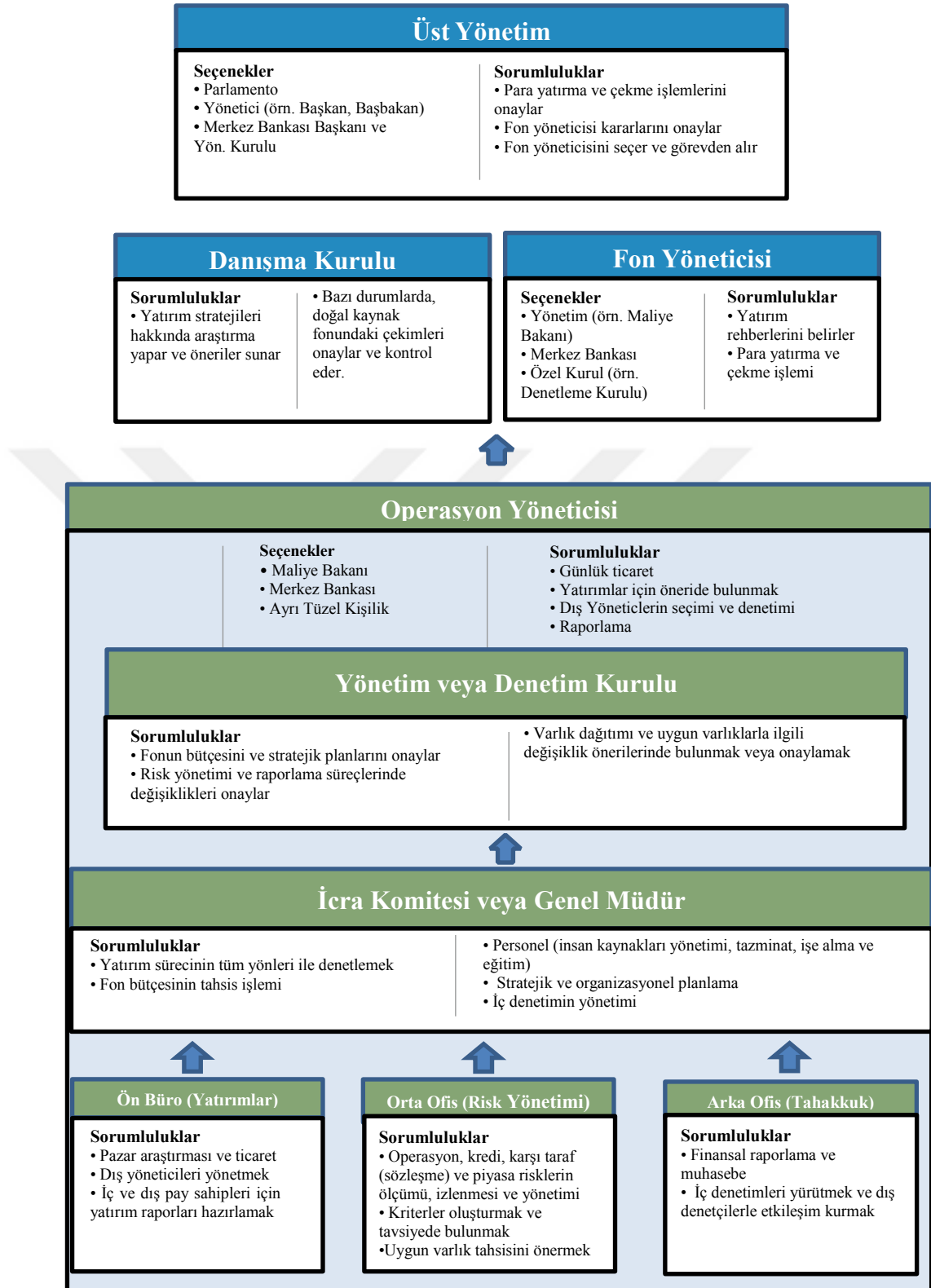
Bryan, (2008, s.4)'na göre varlık fonları genel olarak dört temel amaç üzerinden kurulduğu ifade edilmektedir. Bunlar;

- İhraç edilen doğal kaynak gelirleri ile oluşturulan fonların Hollanda Hastalığından korunmak için elde ettikleri geliri, gelecek nesillerin refahı için transfer mekanizması işlevi görmektedir.
- Gelir çeşitlendirmesine gidilerek olası bir krizde ülkenin rekabet gücünün artırılması fonlar aracılığıyla yeni sektörlere yatırım yapılarak, ülkenin karşılaştırmalı üstünlüğünü devam ettirmektir.
- Merkez bankası rezervlerinde bulunan varlıkların kazançlarını artırılabilmesi için ABD ve AB tahvilleri yerine başka yatırım araçlarına yönelmektir.
- Yabancı sermaye yatırımlarının ve teknoloji transferlerinin ülke içinde gerçekleşmesi için bu şirketlerin çoğunluk hisselerini almak veya bu şirketlerle ortaklık kurmak.

Bütün varlık fonları özel şirketler gibi makul risk oranında ekonomik getiri hedeflemektedir. Bu ana hedefin yanı sıra her ülke varlık fonunun özel hedefi olup, fona sahip ülkelerin makroekonomik önceliklerine göre oluşturulmuştur. Örneğin İrlanda Varlık Fonu İrlanda'nın büyümesi ve kalkınmasını amaçlarken, Norveç ve Yeni Zelanda gibi ülkelerin varlık fonları emeklilik yükümlülüklerinin gelecek dönemdeki kamu bütçesindeki baskıyı tolere etmek amaçlıdır.

2.5. Varlık Fonları Yönetim Yapısı

Varlık fonlarının yönetim yapılarına ilişkin net bir çerçeve çizmek mümkün değildir. Şekil: 1’de görüldüğü gibi her biri kendi tüzel kişiliğinde özgünlük içermektedir. Bu bağlamda yönetim şekli ve yönetim kurulu üyelerinin atamaları farklılıklar ihtiva etmektedir. Bu fonların, yönetim kurulu başkanı ve yönetim kurulu üyelerinin seçimi, diğer operasyonel bölümlerinin yönetim yapılarının teşkilinde farklı seçenekler olabilmektedir. Birçok varlık fonu bu seçenekler dahilinde görev paylaşımlarını yapmaktadır. Fonların üst yönetim birimlerinde farklılıklar söz konusu iken alt birimlerin yönetimleri daha benzer yapılar taşımaktadır. Bazı varlık fonlarının yönetim kurulu veya başkan ataması doğrudan Maliye Bakanlığı tarafından gerçekleştirilen, özellikle Ortadoğu menşeli olanlarda Emir/Kral’ın bizzat kendisi olabileceği gibi doğrudan Emir/Kral’ın ataması ile oluşabilmektedir. Yönetimi merkez bankaları bünyesinde gerçekleştirenler de olabilmektedir. Bazı varlık fonları dışardan yönetici alarak yatırımlarına derinlik katmayı hedeflerken, bazıları tüm varlıklarını kendi bünyesinde yönetmektedir. Örneğin Güney Kore’nin Varlık Fonun (KIC) %75’i dış yatırım yöneticileri ile yönetilirken, Abu Dhabi Yatırım Otoritesi tüm varlıklarını kendi bünyesinde yönetmektedir (Balin, 2008, s.6).



Şekil 1: Varlık Fonlarının Yönetim Şeması

Kaynak: Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014, s. 37

Bu fonların iyi bir şekilde yönetilmesinde fonun yönetim kurulu, yatırımları ve şeffaflığı gibi olgular belirleyici olmaktadır. Hatta bu olgulardaki pozitif görünüm fon sahibi ülkenin mali disiplini ve diğer makroekonomik alanlarda da etkisini gösterebilmektedir. İyi bir varlık fonu yönetimi için Bauer, Rietveld ve Toledano, (2014, s.4)'na göre şu kriterler gereklidir;

- Fonun, hedefleri net olmalıdır.
- Amaçları ile uyumlu para yatırma ve çekme kuralları olmalıdır.
- Amaçlarına uygun yatırımlar yapılmalıdır (Hisse senetlerine en fazla % 20 oranında yatırım yapılabilir gibi).
- Fonun yöneticileri arasında operasyonel dağılım en iyi şekilde paylaştırılmalı ve sınırlar ortaya koyulmalıdır.
- Fona dair temel bilgiler düzenli ve kapsamlı bir şekilde açıklanmalıdır.
- Fonun faaliyetleri ilgili güçlü denetim yapıları oluşturulmalıdır.
- Ülkenin bütçe dengesi/süreci dışında hareket edilmemelidir. Bu tarz davranışlar kamu mali yönetim sistemine zarar verebilmektedir.

İyi yönetilen varlık fonlarından Şili Varlık Fonu, Şili'nin bütçe dengesinin iyileşmesinde ve ülkenin ekonomik istikrara kavuşmasında önemli rol oynamıştır. Norveç ve Suudi Arabistan'da ise fonlar, petrol fiyat şoklarını ve sermaye giriş - çıkışlarını sterilize ederek bu ülkelerin Hollanda Hastalığından korunmasını sağlamıştır.

Fon yönetimlerindeki zayıflık, varlık fonlarında ve ülkenin makroekonomik dengelerinde kötü sonuçlara sebep olabilmektedir. Zayıf fon yönetimleri, fonların milyarlarca dolar kaybetmesine yol açmaktadır. Örneğin Libya Yatırım Otoritesi aşırı risk alması ve denetim eksikliğinden dolayı 2008 küresel krizinden sonra hisse senedi ve türev ürünlerinden 1,2 milyar dolar kaybetmiştir. 1980'lerin ortalarından 1992'ye kadar geçen dönemde Kuveyt Yatırım Otoritesi İspanyol firmalarına yönelik iyi etüt edilmemiş yatırımlarından dolayı 5 milyar dolar kaybetmiştir. Azerbaycan hükümetinin Türkiye-Gürcistan Demiryolu Projesi gibi stratejik birçok projenin finansmanını Azerbaycan Varlık Fonu (SOFAZ) üzerinden yapması, fon gelirlerinin varlık fonun amaçları dışında kullanılması sebebiyle Azerbaycan kamu mali sisteminin zayıflamasına ve SOFAZ'ın varlıklarının azalmasına sebep olmuştur. Ayrıca

Kazakistan, Trinidad ve Tobago ve Venezuela varlık fonları kendi bütçelerinin istikrarını sağlayamamış, tasarruf fonu olmalarına rağmen gerekli tasarrufu gerçekleştirememişlerdir (Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014, s.4-20). Fon yöneticilerinin ekonomi ve finans alanında deneyim sahip olmaları bütün varlık fonlarının yönetimine ilişkin varlık fonlarınca kabul görmüş genel bir anlayıştır.

Nihai karar merci olmaları sebebiyle varlık fonlarının yönetim kurulları bu fonların yönetiminde büyük önem arz etmektedir. Buna rağmen yönetim kurullarının teşkilinde standart bir çerçeve çizmek mümkün değildir. Örneğin Botswana'nın Pula Fonu, Botswana Merkez Bankası tarafından yönetilirken, yönetiminde maliye bakanlığından yetkililer de bulunmaktadır. Kanada Alberta Fonu'nun yönetimi ise hükümet tarafından atanan deneyimli özel sektör yöneticilerinden oluşmaktadır. Azerbaycan'da ise SOFAZ'ın yönetim kurul üyeleri bakanlardan, merkez bankasından, milletvekillerinden ve diğer Azerbaycanlı yetkililerden oluşmaktadır. Katar Varlık Fonu'nun yönetim kurulunun tamamına yakını Katar Emiri'nin aile üyelerinden oluşmaktadır.

Fon yönetimlerinin merkez bankalarının bünyesinde olması, bu fonların yönetimine ilişkin en sağlıklı seçenek olarak kabul edilebilir. Döviz rezervlerini değerlendirmede istikrar fonları ile benzer yatırım portföyüne sahip olmaları sebebiyle özellikle istikrar fonlarının yönetimleri merkez bankalarına bırakılmaktadır. Merkez bankalarının görev alanında uzmanlaşmış yöneticileri, fonların varlık değerinin korunmasında ve varlıklarının değer artışında daha iyi bir yaklaşım sergileyebilmektedir. Tahvil, hisse senedi ve çeşitlendirilmiş alternatif varlıkların seçiminde, doğru portföy dağılımında, merkez bankalarının operasyonel birimlerinin bilgi ve deneyimleri daha iyi bir tercih yapmayı sağlayabilecektir. Cezayir Gelir Düzenleme Fonu, Trinidad ve Tobago'nun Miras ve İstikrar Fonu ve Venezuela'nın İstikrar Fonu merkez bankaları tarafından yönetilen varlık fonları arasında yer almaktadır.

Bazı varlık fonları dış yönetici kullanarak yatırımlarında piyasa derinliklerini artırmaktadırlar. Dış yöneticilerin yetenekleri, üstün teknik ve altyapı kapasiteleri sayesinde, bu varlık fonları uzmanlaşmayı gerektiren varlık sınıflarına tahsisatlarını ve

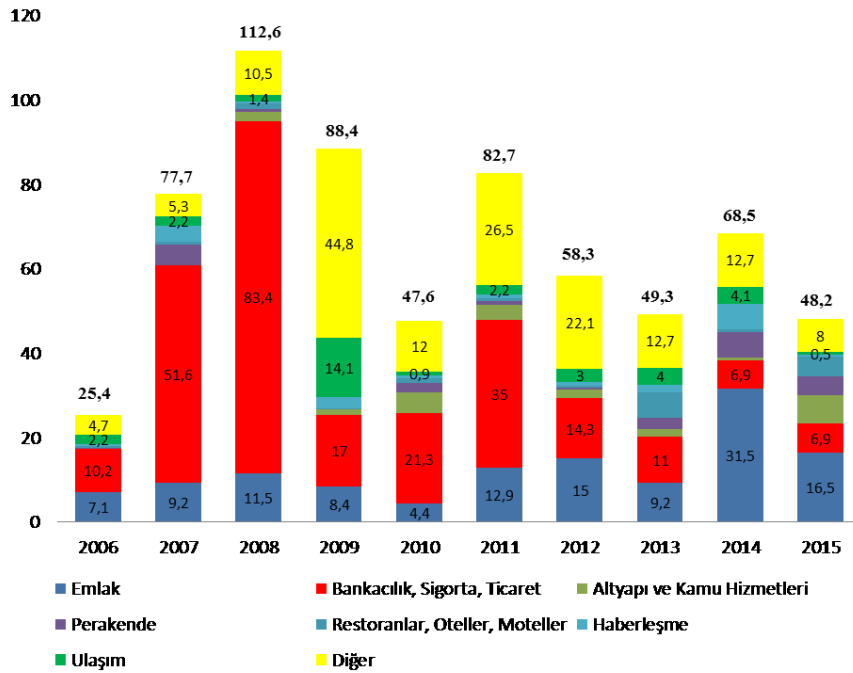
iç yatırım kapasitelerini geliştirebilirler. Kuveyt Yatırım Otoritesi ve SOFAZ, dış yönetici kullanan varlık fonlarına örnek teşkil etmektedir.

Varlık fonlarının yönetimlerinde, yasama organlarının etkinliği bu fonların daha iyi bir yönetimin gerçekleştirmesinde etkilidir. Birçok varlık fonunun para yatırma-çekme kuralları, amaçları, yatırım hedefleri ve mevzuatı kanunlaştırılmıştır. Norveç'te yasama organı fonun bütçesini onaylamakta, fonun denetleme konsey üyelerini atamakta, hükümetin yanlış tercihlerini tespit etmektedir. Yine benzer durum işleyiş açısından farklılık arz etse de Alberta Miras Fonu için de geçerlidir. Bu durum kamuoyunun fona dair gelişmeler hakkında bilgi edinmesini sağlamakta, fonun şeffaflığına katkıda bulunmaktadır. Abu Dhabi Varlık Fonundan para çekmenin parlamento onayına tabii olmaması varlık fonu yönetimi açısından olumsuz örnek teşkil etmektedir (Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014, s.41-43).

Bu bağlamda varlık fonlarının yönetim yapısında ölçü kabul edilebilecek organizasyon şeması söz konusu değildir. Bu fonların yönetimleri, fona sahip ülkelerin kendine özgü şartları içinde şekillenmektedir. Sadece fonların yönetimine dair usul ve esasların neler olabileceğine dair temel bir çerçeve çizilebilir. Bu temel çerçeve, uygulamada olumlu katkı sunması ve fonların daha iyi yönetilmesinde referans metin olabilir. Aynı zamanda bu çerçeve fona sahip ülkelerin ekonomilerinin gelişmesine katkı sunabilir. Ayrıca bu durum, fonlar arasındaki farklılıkları en aza indirgeyerek birlikte yapacakları ortak ticari yatırımların artmasını ve güven duygusunun pekişmesini sağlayacaktır. Fonun denetiminin yasama organınca yapılması, kamuoyunun fona dair bilgiye erişimde kolaylık sağlamasının yanı sıra fonun şeffaflığına da katkısı olabilecektir.

2.6. Varlık Fonları Yatırımlarının Dağılımı

Varlık fonlarını meydana getiren kaynak yapısındaki çeşitlilik yatırım alanında da kendini göstermektedir. Varlık fonları özel sektördeki firmalar gibi piyasadaki birçok mal ve hizmete yönelik yatırım yapmaktadırlar. Başlıca yatırım alanları Grafik 2'de görüldüğü gibi gayrimenkul, bankacılık, sigorta, ticaret, sağlık ve inşaat gibi sektörlerdir.

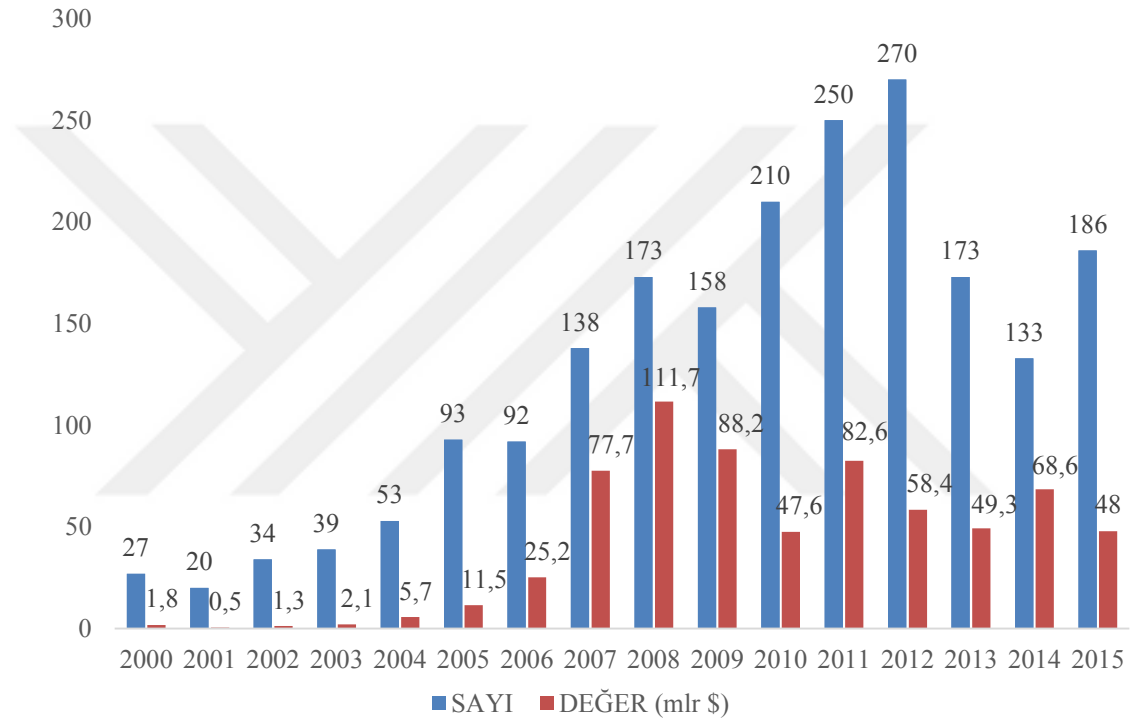


Grafik 2: Varlık Fonlarının Sektörel Yatırımları (2006-2015) (Milyar \$)

Kaynak: The Sky Did Not Fall, Annual Report 2015, s.23, www.bafficarefin.unibocconi.it, 2017)

Küresel ekonomideki gelişmeler, fonların yatırım çeşitliliğinde belirleyici olmuştur. Fazla rezervlerini ABD doları olarak biriktirmek geçmişte varlık fonları için tek seçenek iken günümüzde ise yatırımlarını geleneksel sermaye, tahvil, gayrimenkul, hedge fonları gibi alternatif varlıklara yöneltmişlerdir. Yine küreselleşme sayesinde yatırımlarında coğrafi derinlik kazanmaları bu fonların arbitraj imkânlarından yararlanmalarını sağlamıştır. Teknolojinin küreselleşmesi, mikro elektronik teknolojilerin kullanımındaki artış, teknolojik işlemlerin zaman ve mesafesini kısaltmıştır. Bu durum bilginin maliyetlerini %15-25 oranında düşürerek varlık fonlarının küresel düzlemde yatırımlarına teknik destek sağlamıştır. Ayrıca teknolojiye hızlı gelişme, faiz ve para swapları gibi yenilik içeren araçların varlık fonları tarafından kullanılması imkânını sağlamıştır (Ping ve Chao, 2008, s.18). Bu fonların yatırım stratejilerinde; fonun vadesi, gelişmişlik düzeyi, büyüklüğü ve hedefleri etkili olabilmektedir. 2002'ye kadar varlık fonlarının %91'i nakit, sabit getiriler ve hisse senetlerine yatırım yaparken 2008 küresel krizden sonra yatırım kompozisyonlarını değiştirerek özel piyasalara yönelik yatırımlarını artırmışlardır. Bu eğilimin oluşması üç

faktörle açıklanmaktadır. Birincisi, sanayileşmiş ülkelerin çoğunda sıfır faiz politikası sabit getirili enstrümanların kârlılığını azaltmıştır. İkincisi, 2002’den sonra kurulan varlık fonların çoğunun stratejileri yüksek getirisi olan sektörlerdir. Üçüncü, varlık fonları uzmanlıklarını geliştirerek daha hızlı hareket edebilmektedirler (Amar, 2016, s.11). Grafik: 2’de bu durum gözlemlenmekte 2008 sonrası doğrudan yatırımlar, 2008 yılı öncesi değerlerin altına düşmemiştir.



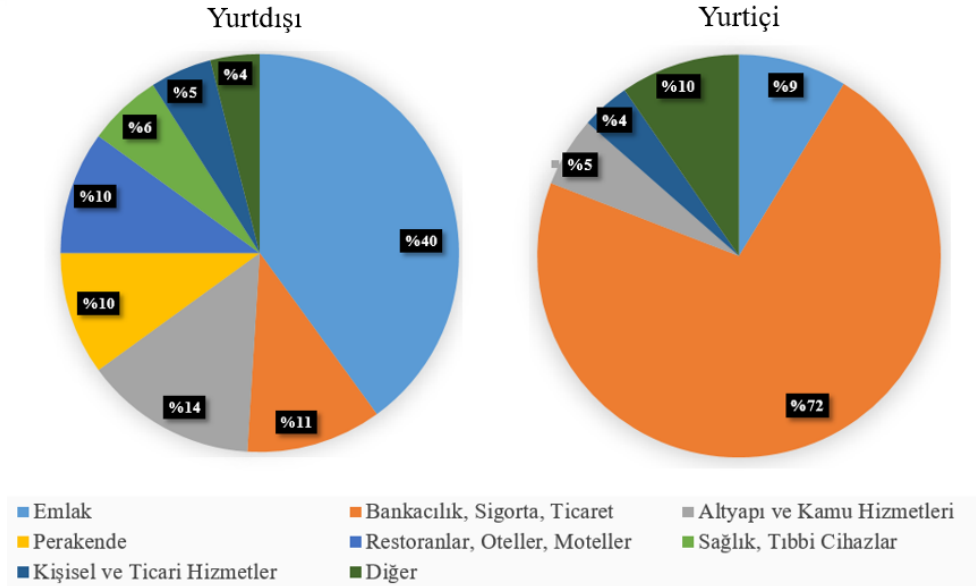
Grafik 3: Varlık Fonlarının Doğrudan Yatırımları (2000-2015) (Milyar \$)

Kaynak: The Sky Did Not Fall, Annual Report 2015, s.16, www.bafficarefin.unibocconi.it, 2017)

Son yıllarda fonların gayrimenkul sektöründe yatırımları artış göstermiş olup, bu fonlar 23,44 milyar dolar değerinde 31 adet anlaşmayı kamuoyuna açıklamışlardır. Bu rakam 2014 yılında fonların yatırımlarının %23’üne ve yatırım yapılan toplam değer %39’una tekabül etmektedir. Fonların gayrimenkul alımı İngiltere, ABD ve Avustralya olmak üzere gelişmiş ülkelerde gerçekleşmiştir. Öyle ki Norveç Maliye Bakanlığı Norveç Varlık Fonu için gayrimenkul alımının üst limitini %5’den %10’a çıkarmayı önermiştir. Bu durum fonun sabit getirili portföyünü elden çıkarmasıyla 90

milyar dolarlık gayrimenkul yatırımına ulaşması anlamına gelmektedir (The Sky Did Not Fall, Annual Report 2015, s.23, www.bafficarefin.unibocconi.it, 2017).

Aynı şekilde altyapı yatırımları 2014 yılına göre 11 kat artarak tüm zamanların en yüksek rakamına ulaşmıştır. Bunun sebebi gelişmekte olan ülkelerin altyapı yatırımlarına yönelik taleplerinde artış göstermeleridir. Varlık fonlarının yatırımlarını düşük faiz getirisi olan tahvillerden, altyapı ve gayrimenkul gibi güvenli varlıklara kaydırması, finansal kriz sonrası finans sektöründeki yatırımların getirilerinin hem mutlak olarak hem de görel olarak ivme kaybetmesi ile açıklanmaktadır. Şekil 2’de bu fonların yurtiçi ve yurtdışı sektörel yatırımları görülmektedir (The Sky Did Not Fall, Annual Report 2015, s.23, www.bafficarefin.unibocconi.it, 2017).

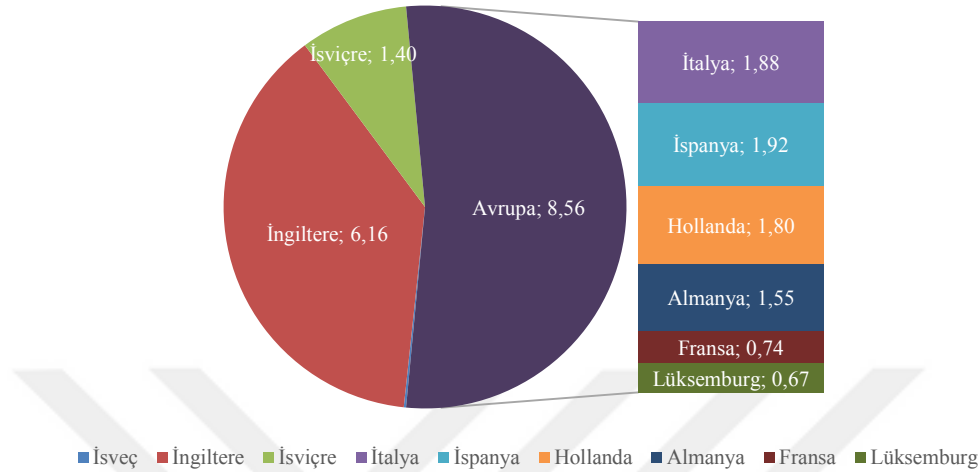


Şekil 2: Varlık Fonları Yurtiçi ve Yurtdışı Sektörel Yatırımları

Kaynak: The Sky Did Not Fall, Annual Report 2015, s.23, www.bafficarefin.unibocconi.it, 2017)

Yatırımların coğrafi olarak dağılımına bakılacak olursa (Şekil 3 ve Grafik 4); Amerika kıtasında 7,3 milyar \$ ile ABD, Avrupa kıtasında ise 3,6 milyar \$ ile İngiltere’nin bu fonlar için cazibe merkezi olduğu, fonlar tarafından bu iki ülkeye yapılan yatırımlar toplam yatırımların yarısından fazlasını oluşturduğu görülmektedir. Varlık fonlarının ABD’deki tüm yatırımların hemen hepsi gayrimenkul sektöründe gerçekleşmiştir. Varlık fonlarının gayrimenkul yatırımlarında Çin, ABD’den sonra en

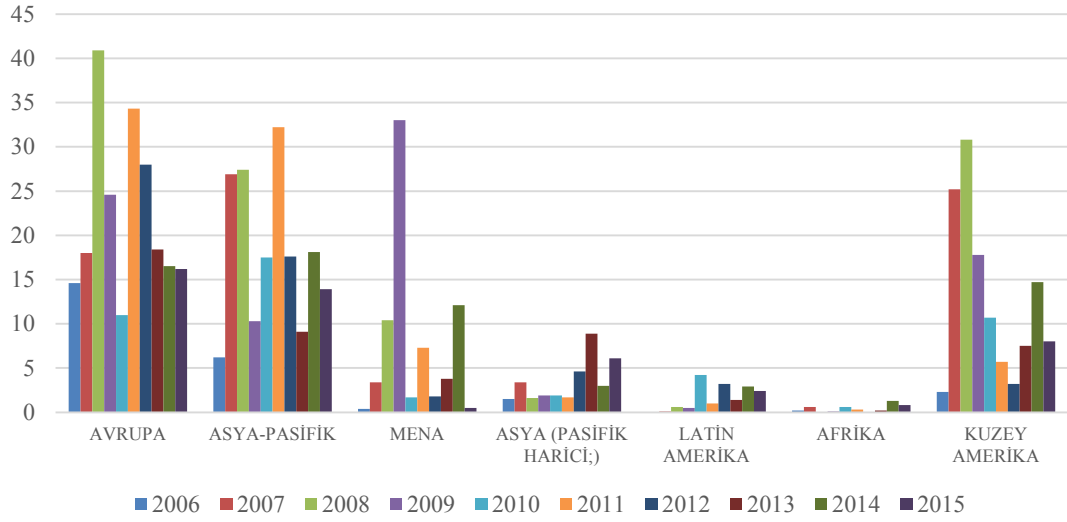
popüler ikinci ülke konumundadır (Annual Report 2015, The Sky Did Not Fall, s.33, www.bafficarefin.unibocconi.it).



Şekil 3: Varlık Fonlarının Avrupa Yatırımları, 2015 (Milyar \$)

Kaynak: The Sky Did Not Fall, Annual Report 2015, s.33, www.bafficarefin.unibocconi.it, 2017)

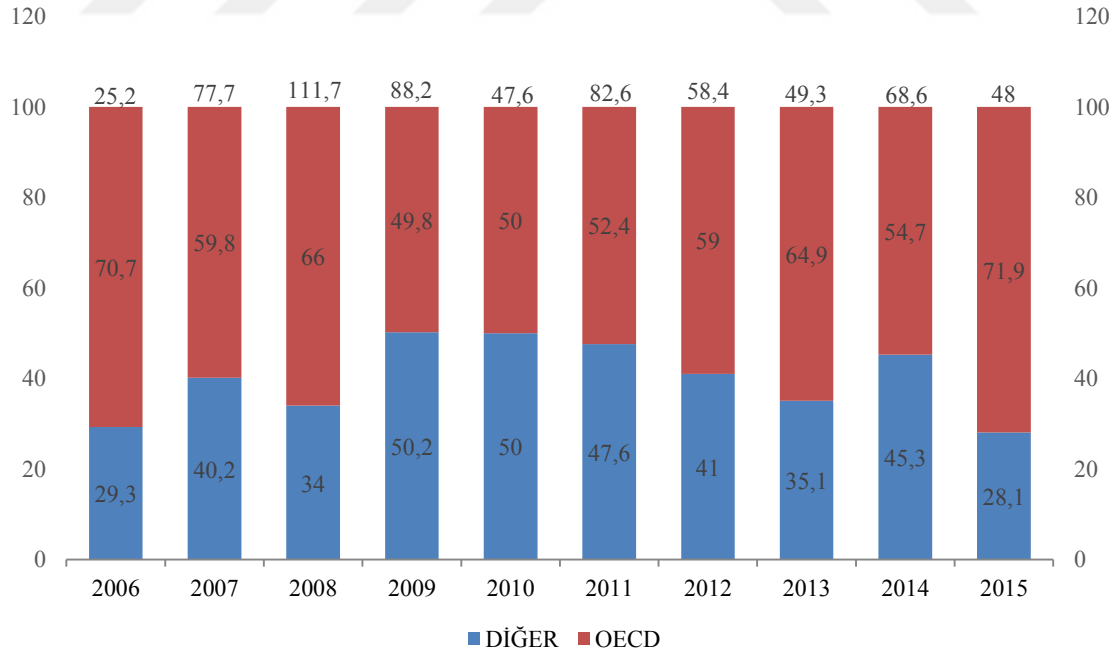
Grafik 4’de 2015 yılında ise Avrupa bölgesinden sonra Pasifik Asya’ya yönelik bu fonların yatırımları, coğrafi dağılımında ön plana çıkmaktadır. Bu kıtada yapılan yatırımların değerinde mutlak ve göreceli olarak iki kat artış söz konusudur. Hindistan ve Türkiye’de varlık fonlarının yatırımları 6 milyar doları aşmıştır. Finansbank’ın Katar Yatırım Otoritesi (QIA) tarafından satın alınması sayesinde Türkiye’deki yatırımlarında yıldan yıla 3 milyar dolarlık artış yaşanmıştır (Annual Report 2015, The Sky Did Not Fall, s.27, www.bafficarefin.unibocconi.it).



Grafik 4: Varlık Fonlarının Dünya Geneline Yatırımları (2006-2015) (Milyar \$)

Kaynak: The Sky Did Not Fall, Annual Report 2015, s.27, www.bafficarefin.unibocconi.it, 2017)

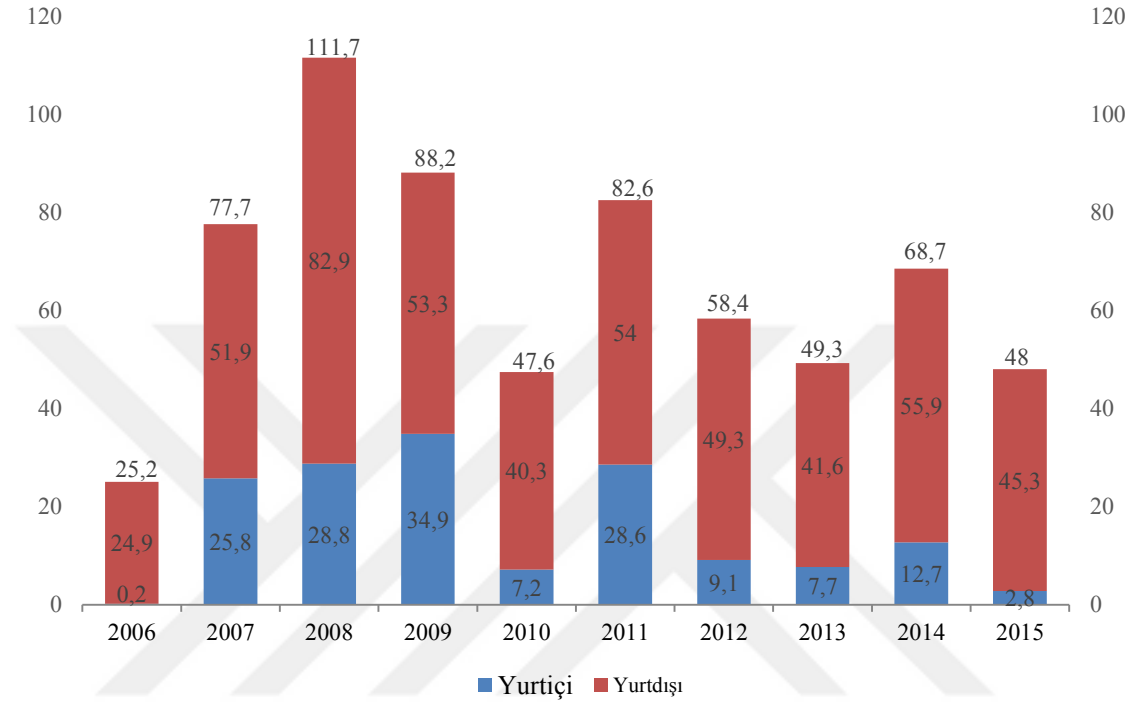
Genel bir coğrafi dağılımda ise OECD ülkelerine yönelik yatırımlar 2009 yılından itibaren artış göstermektedir (Grafik: 5).



Grafik 5: Varlık Fonlarının OECD ve Diğer Ülkelere Yatırımları (2006-2015) (Milyar \$)

Kaynak: The Sky Did Not Fall, Annual Report 2015, s.28, www.bafficarefin.unibocconi.it, 2017)

Ayrıca varlık fonlarının tanımına ilişkin literatürde yurtdışı piyasalarda yatırım yapar ifadesinin aksine bir yön izlediği, Grafik: 6 ve Şekil: 2’de görüldüğü gibi yurtiçi ve yurtdışı yatırımlarının olduğu gözlenmektedir.



Grafik 6: Varlık Fonlarının Yurtiçi ve Yurtdışı Yatırımları (2006-2015) (Milyar \$)

Kaynak: The Sky Did Not Fall, Annual Report 2015, s.31, www.bafficarefin.unibocconi.it, 2017)

2.7. Varlık Fonları Yatırımlarına Yönelik Yaklaşımlar

Varlık fonlarının yatırımlarına ilişkin hem olumlu hem de olumsuz bakış açıları oluşmuş durumdadır.

Varlık fonlarının yatırımlarının olumlu yönleri Urban, (2017a, s.155)’na göre;

- Doğal kaynaklardan elde edilen gelirin gelecek kuşaklara aktarılmasını sağlarlar.
- Rezerv fazlalıkları ile yatırım ve portföy çeşitlemesine giderek bu fazlalıkları elde tutmanın meydana getirdiği fırsat maliyetlerini azaltırlar.

- Ülkelerin sıcak para giriş ve çıkışlarının kendi ekonomileri üzerindeki yıkıcı etkilerini absorbe etmelerine yardımcı olurlar.
- Döviz kuru riskini pasifize ederek hane halkının satın alma gücünü kaybetmesini önlerler.

Başka bir yorumda ise; ülke çıkarlarının ve vatandaşların menfaatinin sağlanması, yurtiçi ve yurtdışında finansal piyasalara katılım gerçekleştirmesi ve diğer ülkelere ve onların vatandaşlarına kazanç sağlama gibi etkilere olduğu ifade edilmiştir (Truman, 2011, s.5).

Varlık fonlarının yatırımları ile ilgili olumsuz yargılar Truman, (2011, s.5)'na göre ise şunlardır;

- Bu fonların kötü yönetilmesi sonucu fona sahip ülkenin vatandaşlarının ekonomik maliyete katlanmasıdır.
- Varlık fonları sayesinde siyasi ve ekonomik güç hedeflenmesidir.
- Varlık fonlarından kaynaklı tehditler sebebiyle finansal korumacılığın artırılmasıdır.
- Bu fonların piyasada karışıklık veya belirsizlik meydana getirme potansiyelidir.
- Varlık fonlarının yaptığı yatırımlardan dolayı fona sahip ülke ile fonun yatırım yaptığı ülkenin kamuoyları arasında çıkar çatışması yaşanması.

Yukarıdaki çekincelere paralellik arz eden başka bir bakış açısında Murtinu ve Scalera, (2015, s.3)'na göre ise;

- Varlık fonlarının politik amaçlı stratejik yatırım hedefleri siyasi istikrarsızlıklara sebep olabilir.
- Birçok hükümet, varlık fonlarının stratejik sektörlerde büyük pay sahibi olmasını istememektedir.
- Varlık fonları yatırımlarının varlık tahsisi ve yatırım stratejisinin netlik kazanamamış olması, ülkelerin bu fonlara yönelik risk algısını artırmaktadır.

Varlık fonlarının yatırım kararlarında bir takım etkenler belirleyici olmaktadır. Fonların yurtiçi hisse senetleri yüksek olduğunda yurtiçinde yatırım yapmakta iken, yurt dışı hisse senetleri yüksek olduğunda ise yurtdışına yatırım yapmaya daha yatkın oldukları gözlemlenmiştir. Siyasetçiler fonun yönetiminde etkin oldukları zaman yurt içinde yatırım yapma ihtimali yurt dışına nazaran çok daha yüksektir. Fonun dış yöneticilerinin olması gibi durumlarda fonların yerli yatırımlarla ilişkisi daha az olmaktadır (Bernstein, Lerner ve Schoar, 213, s.119-228).

Varlık fonları sermayelerini, riski ve getirisi az olan tahvil piyasasından riski ve getirisi daha fazla olan hisse senedi piyasalarına kaydırmaktadırlar. Bu fonların hisse senetlerine ve devlet tahvillerine yönelik taleplerinin varlık fiyatlarına ve döviz kurlarına doğrudan etkisinin olup olmadığı tartışmalı bir konudur. Bu hususta herhangi bir somut örnek veya ampirik çalışma bulunmamaktadır. Ancak Verimli Piyasa Hipotezine göre finansal varlıkların talep eğrileri yatay olup, talep eğrilerinin negatif eğimli olması fiyat baskısı meydana getirdiği ampirik olarak gözlenmiştir. Bilhassa geniş çaplı alım-satım işlemlerinde varlık fiyatları üzerinde etkisi olabileceği tespit edilmiştir. Böylece küresel riskten kaçınmak amacıyla varlık fiyatlarını etkileme ihtimali bulunmaktadır (Beck ve Fidora, 2008 s.15-20).

Stratejik endüstrileri hedef alan yatırımlar politik hedefleri gerçekleştirmeyi amaçladıkları için hisse senedi fiyatlarında düşüş meydana getirmektedirler. Stratejik olmayan endüstrilere yönelik yatırımlar ise genellikle finansal hedeflere ulaşmayı amaçladığı için hisse senedi fiyatlarının yükselmesine sebep olmaktadır (Murtinu ve Scalera, 2015, s.10-11). Yine bu fonların bir şirketin hisse senetlerine yatırım yapması bu şirketin hisse senetlerinin değerini %15 ila %20'si artırdığına dair sonuçlar bulunmuştur (Fernandes, 2009, s.2). Başka bir çalışmaya göre ise ülkelerin enflasyon oranı, döviz kuru, yönetimlerindeki otoriterlik düzeyi, siyasi ve ekonomik istikrarı ve mali şeffaflığı gibi parametrelerin varlık fonlarının yatırım kararlarında etkili olduğu ifade edilmektedir.(Amar, 2016, s.19)

Fonların yatırımları ve bürokrasisi ile ilgili fona sahip ülke vatandaşlarının bilgisi yetersiz ise fonlar tüm varlıkları ile doğrudan yatırım yapma eğilimi göstermektedir (Balin, 2008, s.7).

Fonların, yurtiçi yatırım yapması makul karşılanmasa da küresel mali kriz, özellikle gelişmekte olan ülkelerde altyapı yatırımlarının finansmanında kaynakların yetersizliği, yatırımlarında varlık fonlarından beslenmeyi zaruri kılmıştır (Gelb, Tordo ve Halland, 2014a, s.2).

Bu yöndeki yatırımlar; makroekonomik yönetimi istikrarsızlaştırması ve kamu yatırımlarının kalitesini düşürmesi, fonun gelirlerini zayıflatması gibi bir takım riskleri taşımaktadır. Bütün bu riskler hafifletilebilir, ancak tam anlamıyla giderilemez. Öyle ki varlık fonları tarafından yapılan yerli yatırımlar, kamu yatırım programını parçalara ayırarak, harcamaları denetimden kaçırmak için bir araç olabilmektedir. Fonun yurt içinde yapacağı büyük yatırımlar varlık fiyatlarının olumsuz etkilenmesine sebep olabilir. Varlık fonları ekonomik veya sosyal dışsallıkları olan projelere yatırım yapmamalı, bu tür yatırımlar normal bütçe süreci ile finanse edilmelidir. Bu sayede fonun yatırımlarından kaynaklı kendi kontrolü dışında meydana gelebilecek ekonomik ve sosyal maliyetler sebebiyle fonların sorumlu tutulmasının önüne geçilmiş olur. Kalkınma bankaları gibi yurtiçinde yatırım yapmasına izin verilen varlık fonlarının, ülkelerin politik ekonomisinden etkilenme riski vardır. Daha önceleri kalkınma bankalarında görülen yatırım programlarının siyasiler tarafından patronaj ilişkileri doğrultusunda kullanılması gibi benzer bir durumun bu fonlarda yaşanması bu fonları varlıklarının azalması riski ile karşı karşıya bırakabilir (Gelb, Tordo ve diğ. 2014, s.2-24).

Varlık fonlarına yönelik IMF'nin yaptığı bir çalışmada doğal kaynak sahibi ülkelerin varlık fonlarının, kamu harcamaları ve emeklilik yükümlülüklerini düzeltmek amacını gerçekleştirdiğine dair çok az kanıt bulunduğu belirtilmektedir. Doğal kaynak gelirleri ile finanse edilmeyen fonların yüksek faiz kazancı elde etmek için aşırı risk almaları o ülke fonunun iflas etmesine sebep olabilir. Ayrıca fonların, gelişmekte olan ülkelere yapacağı yatırımlarda bu ülkelerin yabancı sermayeye olan aşırı isteğini kullanarak söz konusu ülkelerde finansal anlamda yetersiz regülasyon yapısını kendileri için avantaja çevirmeleri durumunda, bu ülkelerin stratejik varlıklarını ve sektörlerini yitirme tehlikesi daha yüksek olabilmektedir (Balin, 2008, s.9-10).

Bu tür fonların pratikte küresel ekonomik sistemde olumlu yönleri gözlemlenmiştir. Varlıklarında bulunan likidite kaynağı sayesinde Citigroup, Bear Stearns, Merrill Lynch ve Morgan Stanley gibi firmaların subprime borç krizinde sermayelerinin tükenme tehlikesine karşılık varlık fonları tarafından gerekli destek sağlanmıştır (Gilson, Milhaupt, s.19). Başka bir örnekte ise 2000 ve 2002 yılları arasında küresel hisse senedi piyasası hızla düştüğü zaman Norveç Varlık Fonu (GPF) hisse senedi alıcısı olmuştur (Gieve, 2008, s.3).

Varlık fonların yatırımlarına yönelik olumlu ve olumsuz tepkilerin olması kaçınılmazdır. Bu tür yaklaşımlar, özel şirket ve kamu yatırımlarında da olabilmektedir. Burada, fonlar açısından önemli olan yatırımların nitelik ve nicelik boyutunun kamuoyu bilgisine sunulması üretebileceği sonuçlara yönelik denetim mekanizmasının işlevsel olmasıdır. Fonların, yurt dışında yapacakları yatırımlarında yatırıma muhatap olan ülkenin sosyo-ekonomik etkileri çok iyi analiz edilerek gerçekleştirilmelidir. Bu sayede iyi etüt edilmiş yatırım politikaları ile ekonomik ve politik kaygıları en aza indirgeyerek, fona yönelik güven olgusunu besleyebilirler. Bu durum, fonların kaynaklarının daha fazla küresel ekonomik sistemde dolaşımında olmasını sağlayabilir. Fonların, kamu yatırımlarında dikkat etmeleri gereken en önemli nokta ise sosyal fayda/maliyet ve ekonomik getiri arasındaki nihai dengeyi çok iyi bir şekilde sağlamalarıdır. Bilhassa tam kamusal mal üretimine yönelik yatırımları, fonları kullanarak yapmak yerine bütçe sistemi üzerinden gerçekleştirilmelidir.

2.8. Varlık Fonlarının Yatırımlarının Ekonomi Politikası

Her ne kadar fonların küresel ekonomide olumlu katkısı pratiğe yansımış olsa da bu fonlara ilişkin politik endişeler daha baskın çıkmış durumdadır. Fonlara sahip devletlerin politik hedeflerine ulaşmak için bu fonları potansiyel araç olarak kullanabileceği fonların yatırım yaptıkları devletin siyasi ve ekonomik güvenliğini tehdit edebileceği düşüncesi zihinlerde yer edinmiştir. ABD’de, Birleşik Arap Emirlikleri’nin Varlık Fonu (Abu Dhabi) tarafından gerçekleştirilen önemli yatırımlar ABD’li siyasetçilerce İsrail-Filistin çatışması, terörizm ya da askeri endişelere karşı ekonomik misilleme olarak görülmüştür. Aynı şekilde Çin’in finansal bürokrasisinin

yönetim kurulunda ağırlığının baskın olduğu Çin Varlık Fonu'nun (CIC) Morgan Stanley, Blackstone, Visa, Barclays gibi kurumların öz sermayesi için para ödemeye istekli olması Çin liderinin batılı finansal ağlara yerleşme çabası olarak algılanmıştır (Lippincott, 2013, s.651-652). Başka bir örnekte ise Singapur, Çin ve Kore gibi ülkelerin küresel mali krizin etkisiyle zayıflamış batı finansal kurumlarına yönelik yatırım yaptıkları, 2008 yılı eylül ayında Kore Kalkınma Bankası'nın kanıtlanmamış olmasına rağmen Lehman Brothers için teklif yaptığı söylentileri yayılmış, konuya ilişkin endişe paranoyaya dönüşerek Kore Kalkınma Bankası'nın Kore'nin varlık fonu olmasa bile onun bir parçası olabileceği şeklinde yorumlar yapılmıştır. 2008 yılında Yeni Zelanda hükümeti tarafından Kanada Varlık Fonu'nun (CPP), Auckland havalimanının hissesini satın alması engellemiştir (Truman, 2011, s.6-7).

Bu tür ithamların önüne geçebilmek için bazı varlık fonları yatırım kararlarında politik endişeleri giderme yönünde önleyici bir takım kararlar almışlardır. Örneğin Abu Dhabi Varlık Fonu, şirketlerin çoğunluk hisselerini satın almayacağına dair kaçınma politikası gütmüş, yine aynı şekilde Rusya ve Çin beş yıl içinde stratejik satın almalarından kaçınacaklarına dair niyetlerini hazineye bildirmişlerdir. Ayrıca Çin, Blackstone grubunun azınlık hisselerini satın alırken bu konudaki çekinceleri göz önünde bulundurarak hissedarların oy hakkından feragat etmiştir. Varlık değer büyüklüğü ile dünyada ilk on sıraya giren varlık fonlarından Singapur'un varlık fonları Devlet Yatırım Şirketi ve Temasek hariç telekomünikasyon, havalimanı, petrol gibi stratejik sektörlerde yatırım yapmak istemediklerini belirtmişlerdir. Aynı doğrultuda Suudi Arabistan ve Çin Varlık Fonları İran'a ve Tayvan'a yatırım yapmayacaklarını açıkça ifade etmişlerdir (Balin, 2008, s.5).

Bu tür yatırımlar, yatırım yapılan ülkeyi etkilediği gibi bizzat yatırımı gerçekleştiren fonlara sahip ülkelerde de derin ekonomik ve siyasi çalkantılara sebep olabilmektedir. 2007 yılında Çin'in Varlık Fon'un Blackstone grubuna yaptığı yatırımlar sonucu %60 oranında zarar etmesi, ülke içinde siyasi gerilime sebep olmuş, Merkez Bankası başkanları ve parti liderleri görevlerinden ayrılmak zorunda kalmışlardır. Tayvan'da ise askeri darbeye yol açacak sonuçlar meydana getirmiştir (Balin, 2008, s.14).

Bütün bu endişelere rağmen varlık fonlarının yatırımlarını dar siyasi amaçlar çerçevesinde yaptığına dair açık bir kanıt bulunmamaktadır. Bugüne kadar yapılan yatırımlarda hükümetlerin doğrudan müdahale ettikleri ve politik hedefler için bu fonları kullandıkları kanıtlanmış değildir (Allen ve Caruana, 2008, s.10).

Varlık fonlarının yatırımlarına yönelik endişeler yeni olmayıp dünyanın birçok ülkesinde yabancı sermaye akımları ile ilgili ulusal güvenlik bağlamında bu tarz bakış açıları hep olagelmıştır. Dahası varlık fonları yeni bir olgu olmayıp sadece kapitalist sistemin kendine özgü döngüsünün yeni bir versiyonudur. Örneğin ABD'nin sahip olduğu Enterprises, Fannie Mae ve Freddie Mac gibi firmalar, 2000'li yılların ortasında varlık fonlarının hızlı büyümesinden çok daha önce küresel sermaye piyasalarında derinliğe sahiptiler ve yatırım amaçlı küresel piyasada dolaşımda idiler. 1900'lü yılların başında Brezilya'da devlet, fazla üretilen kahvenin tümünü satın almak için yurtdışından borçlanmış daha sonra kahveleri dünya piyasasına sürerek borçlarını geri ödemiştir. Yine benzer bir örnekte Avustralya Yünü Nakde Çevirme Komisyonu ve Yeni Zelanda'da Süt Ürünleri Kurulu, tüm mahsullerini satın alarak bu ürünleri dünya piyasasına yeniden satmıştır (Schwartz, 2012, s.518-520). Ayrıca hızlı büyüme projeksiyonlarında dahi varlık fonları tarafından yönetilen varlıkların küresel varlıkların sadece %6'sına ulaşacağı tahmin edilmektedir (Gieve, 2008, s.3).

Bu tür akımların politik yönü olacaktır. Ekonomiye dair her şey bir yerde politiktir. Keynes, uluslararası nakit akışının daima politik olduğunu dile getirmiştir (Gilson ve Milhaupt, s.1). Bu bağlamda varlık fonları tarafından yapılan yatırımlar ülkeler arası sermaye akışının başka bir varyantıdır. Bu pratik, ülkelerin fazla rezervlerini kullanarak bir yatırım geliri oluşturmak istemesinden kaynaklanmaktadır.

Bu olgu son 150 yılda İngiltere ekonomisinin hikâyesidir. İngiltere 1870'lerden bu yana geçen süre içerisinde dış ticaretten kaynaklı rezerv fazlalıklarını yatırım olarak değerlendirmiştir. İngiltere'nin geçmişine dair bu olgu bugünkü ile iki temel farklılık arz etmektedir. Birincisi; yüzyıl önce, gelişmiş ülkeler, bol miktarda toprak ve doğal kaynaklara sahiptiler. Bu ülkeler, sermayesi kıt olan gelişmekte olan ülkelere (Amerika, Avustralya) yüksek getiri amacıyla yatırım yapmaktaydı. Günümüzde ise sermaye, gelişmekte olan ekonomilerden gelişmiş ekonomilere doğru kaymaktadır. İkincisi; daha

önceleri yatırımcılar özel sektör kökenli iken, bugün yatırımcılar çoğunlukla merkez bankaları ve hükümetler olup fazla rezervlerini yatırım amaçlı kullanarak bir nevi politika tercihlerini de yansıtmaktadırlar (Gieve, 2008, s.1).

Bu fonların yatırımlarına yönelik çekinceler, kurumsal çerçeve ve şeffaflıkları üzerinde de cereyan etmektedir. Varlık fonlarının regülasyon ve şeffaflığı, ülkenin siyasi sisteminin açıklığı ile ilgili olabilmektedir. Norveç, Kanada, ABD ve Avustralya gibi ülkelerde hesap verebilirlik ve şeffaflığın olması, bu olgulardan beslenen ülkelerin varlık fonlarının şeffaflığı, Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan ve Katar gibi otoriterliğin baskın olduğu, demokratik normların eksik olduğu ülkelerin varlık fonlarına nazaran daha fazladır (Balin, 2008, s.8).

Bu bağlamda varlık fonları ile ilgili çekinceleri her türlü sermaye akımlarında görebilmekteyiz. Örneğin sıcak para şeklindeki sermaye akımları, özelleştirilen KİT'lerin yabancı sermaye tarafından satın alınması ve benzeri durumlar sebebiyle birçok ülkede tepkiler dile getirilmiştir. Burada önemli olan, yatırım yapılan ülkenin makroekonomik parametrelerini bozucu etkilerin en aza indirgenmesidir. Bunun gerçekleşmesi için fon sahibi ülke ile yatırıma muhatap olan ülkeler arasında ikili anlaşmalar ve benzeri birtakım düzenlemelerin yapılması, verimli diyalog ortamının oluşturulması gerekmektedir. 2008 küresel kriz sonrası daralan dünya ticareti için önem arz eden likidite arzı, bu fonlar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu fonların yatırımlarını engelleyici politik duruşlar, bu tür krizlerin daha da derinleşmesine sebep olmakla birlikte sermayenin uluslararası serbest dolaşımının kısıtlamasının beraberinde getirecektir. Dünya Bankası, IMF, OECD ve Avrupa Birliği gibi uluslararası kurumlar sermayenin serbest dolaşımı ve liberal ekonomi anlayışı doğrultusunda bu tür kısıtlamalara gitmek yerine, fon sahibi ülkelerle yatırıma muhatap olan ülkelerin aynı anda karşılıklı menfaatlerini gözetten bir takım düzenlemelerin yapılması ve belli çerçevelerin çizilmesi hususunda fikir birliğine sahiptirler. Bu kurumların bakış açılarına ilerleyen paragraflarda ayrıntılı şekilde değinilecektir.

2.9. Varlık Fonlarının Yatırımlarının Yönü

Kalkınma fonlarının bir varyantı kabul edilen, varlık fonlarının yurtiçi ve yurt dışı yatırım yapma pozisyonlarına ilişkin iki tür ayırım yapılmıştır. Buna göre birinci tip varlık fonları; özel sermaye veya risk sermayesine benzer şekilde yönetilen iç ekonomik büyüme ve kalkınmayı besleyen stratejik sektör ve projelere yatırım yapan kalkınma fonu niteliğindedir. Hollanda Hastalığını hafifletmek, gelirin ülke vatandaşlarının kuşaklararası dağılımını gerçekleştirmek için küresel ölçekte yatırım yapmaya daha fazla odaklananlar ise ikinci tip varlık fonları olarak kabul edilmektedir. Burada birinci tip varlık fonları yurtdışı yatırım yapmakla birlikte odak noktaları yurtiçi makroekonomik büyümedir. Malezya (K. Nasional Berhad) ile Singapur (Temasek) varlık fonları birinci tip varlık fonlarına, Alaska Daimi Varlık Fonu ikinci tip varlık fonlarına örnek gösterilmektedir (Dixon ve Monk, 2016, s.10-12).

Varlık fonlarının kamusal yatırımlarda nasıl bir fonksiyona sahip olacağı önem arz etmektedir. Kamusal yatırımlar; finansal getirileri olmakla birlikte ekonomik ve sosyal maliyetleri olan yatırımlar olarak değerlendirilebilir. Toplumsal kazanç oranının finansal getiri oranından daha yüksek olması olumlu dışsallık üretirken, tersi durum olumsuz dışsallıklar ortaya çıkartabilir. Salt finansal amaçlı yatırım yapılması ise özel sektörün dışlanmasına yol açabilir (Gelb, Tordo, Halland, 2014a, s.3-4). Bu fonların yurtiçinde yapacağı yatırımlarının finansmanında, özel sektör yatırımcılarının, diğer ülke varlık fonlarının ve uluslararası finansal kuruluşların ortak hareket etmesi hem fonun risk düzeyini azaltır hem de ek uzmanlık kazandırarak fona yatırım güvenilirliği kazandırabilir (Gelb, Tordo, Halland, 2014a, s.3).

Ayrıca doğal kaynak ihracından beslenen ülkelerin Hollanda hastalığından korunmak için varlık fonları ile yurtiçinde ve yurtdışında yatırımlar yapmaları, bu ülkelerin doğal kaynak gelirleri üzerinden katma değer üretmelerini sağlayabilir. Bu hususta yapılan makroekonomik araştırmalarda fazla rezervler ile yapılan yerli yatırımın ekonomik büyümeye katkı sağladığı ve ekonomiyi doğal kaynak bağımlılığından uzaklaştırdığı görülmüştür.(Gelb, Tordo, Halland, 2014a, s.2)

Bu doğrultuda varlık fonları, yatırıma yönelik enerji ve birikimlerini daha fazla yurtdışı yatırım yapmak için kullanılmalıdır. Fakat 2008 küresel krizinden sonra ülkelerin yaşamış oldukları kaynak sıkıntısı varlık fonlarının yurtiçinde yatırımlar yapmasını kaçınılmaz kılmıştır. Burada gerekli olan, fonların varlık kaybına sebep olacak siyasi popülizme yenik düşmesini engelleyecek belirli düzenlemelerin yapılmasıdır. Varlık fonları, ekonomik durgunluk ve ülkede beklenmedik olumsuz bir gelişme (doğal afet gibi) yaşandığında, bu vakaların bütçe üzerinde veya dış ticaret bilançosunda meydana gelecek negatif yönlü arizi artışları belirli kıstaslar doğrultusunda fonlayabilmelidir. Merkez bankalarının sterilizasyon politikasında yetersiz kaldığı durumlarda, bu fonlardan destek alınabilir. Sadece belli bir eşik değerin üzerinde olan önemli altyapı yatırımlarının desteklenmesi, bu yatırımların bütçe üzerindeki yükünü hafifletebilir. Bu sayede belli bir eşik değerine kadar olan yatırımların ilk önce borçlanma ve vergi gelirleri ile finanse edilmesi aynı zamanda mali disiplinin korunması zorunluluğunu gerekli kılar. Kaynak aktarımının kurallarla veya mevzuatla çerçevesinin çizilmesi ile bu fonların siyasetçilerin popülizmine maruz kalmasının önüne geçilebilir. Aynı şekilde özel sektöre belirli kural dizgesinde kredi penceresinden kaynak aktarılması gerçekleştirilebilir. Yine bu doğrultuda varlık fonları ülkenin dış ticaret bilançosunda maliyeti yüksek olan bir emtianın üretiminde özel sektörü finanse ederek ülkenin döviz rezerv kaybını elimine edebilir. Örneğin silikon vadisi, nano teknoloji, bilgisayar yazılımı ve AR-GE çalışmaları gibi ileri teknoloji ürünlerinin ülke içinde üretiminin sağlanması için özel sektörü fonlayarak bu sektörlerin küresel piyasada rekabet edebilirlik gücüne katkıda bulunulabilir.

Fonun varlık yapısı dış ticaret bilançosu fazlalığından beslenen ülkelerin, dış ticarete gelişen üretim ve tedarik zincir ağının tersine dönme ihtimalini (negatif yönlü bir eğilim almasını) göz önünde bulundurup yurtiçi yatırım çeşitlemesine gitmesi veya spesifik alanlarda özel sektörü desteklemesi sayesinde gelecekteki olası rezerv kaybının önüne geçilebilir.

İşleyişi emeklilik sistemini fonlama niteliğinde olan varlık fonlarının, yurtiçi yatırımlara sahip olması diğerlerine nazaran daha risklidir. Emeklilik rezerv fonları bir yerde borç yükümlülükleri olan yapılardır. Bu sebeple makroekonomik denge ve yurtiçi

yatırım önceliğini esas almamaları, fonun kaynağının erimemesi açısından önemlidir. Bu tür varlık fonları aşırı risk alarak etkin ve saldırgan yatırım anlayışı yerine, var olanı koruyarak makul oranda bir getiri ile fonun istikrarlı büyümesinin sağlanması amacını gütmelidirler. Bu fonların yasal çerçevelerinin ve yatırım düzenlemelerinin daha net çizgilerle belirlenmesi hareket kabiliyetlerine sınır getirmekte, yatırım ve portföy çeşitlemelerini daraltmaktadır. Bu durum bu fonların şeffaflık endekslerini diğerlerine nazaran daha yüksek kılmaktadır. Örneğin Norveç Varlık Fonu etik kurallarına aykırı davranan firmalara yaptırım uygulamaktadır. Dünya örneklerinde görülebileceği gibi bu fonların hemen hepsi ülke içi makroekonomik hedef gözetmemektedirler.

Bütün bu değerlendirmeler doğrultusunda varlık fonlarına ilişkin genel bir çerçeve çizecek olursak; bu fonlar, bir devletin veya hükümetin egemenliğinde kurulan, fazla döviz rezervlerini (Merkez Bankalarının sterilizasyon amaçlı tuttıkları resmi döviz rezervleri hariç) ağırlıklı olarak yurtdışında yatırım ve portföy dağılımını yapmakla birlikte yurtiçinde de yatırımları olan, risk alıp profesyonelce yönetilen, yeniden gelir yaratmak amaçlı oluşturulan kurumlardır. Bir varlık fonunun üç temel bileşkesi vardır; devlet egemenliği, merkez bankalarının resmi döviz rezervleri dışında bulunan fazla döviz rezervi ve yurtdışı yatırım. Döviz rezervlerinin kaynağı; dış ticaret fazlası ve/veya doğal kaynak ihracatından elde edilen gelirler ve tasarruflar olabilir. Örneğin Norveç Varlık Fonu, IMF sınıflandırmasında emeklilik fonu olarak yer almış olsa da aslında fonun geliri doğal kaynak ihracatından kaynaklı fazla döviz rezervinden oluşmaktadır. Burada önemli olan merkez bankalarının bilançosunda sterilizasyon amaçlı tuttıkları döviz rezervlerinin fonun kaynağına dahil edilmemesidir. Bütün varlık fonları devlet/hükümet egemenliği/sahipliği üzerine inşa edilmiştir. Yatırım stratejisi olarak varlık fonları hem yurtiçinde hem de yurtdışında yatırım yapmaktadırlar.

2.10. Varlık Fonlarına Yönelik Kurumsal Yaklaşım

Uluslararası toplumda varlık fonlarının yönetim ve yatırımlarına yönelik kaygıların oluşturduğu baskıları gidermek ve sermayenin serbestçe dolaşımına herhangi bir kısıtlama getirilmesinin önüne geçilmesi amacıyla uluslararası kurumlar tarafından birtakım çalışmalar yapılmıştır. Bu doğrultuda uluslararası kredibilitesi olan kurumlar,

bu fonlara yönelik bakış açılarını ve politik önerilerini sunarak bu tür kaygıları gidermek istemişlerdir.

2.10.1. OECD

Kuruluşundan bugüne kadar OECD sermaye hareketlerinin serbest dolaşımının güçlü savunucusu olmuştur. Bu hususta politika analizi ve yatırım politikaları uygulamaları için rehberlik yapan uluslararası bir forumdur. G-7 üyesi ülkelerin maliye bakanları ve OECD üyesi ülkeler, OECD'den varlık fonlarının yatırımlarına ilişkin rehberlik yapması istemiştir. Bu doğrultuda OECD Yatırım Komitesi, yatırımların serbestliği, ulusal güvenlik ve stratejik endüstriler konulu proje çalışmalarını üstlenmiştir. Bu proje çalışmalarında OECD üyesi olmayan ülkelere de faydalanılmış, varlık fonlarının yatırımları için en iyi uygulamalar belirlenmeye çalışılmıştır. Varlık fonlarının sermaye yatırımları sayesinde istikrar sağlayıcı olduğu görülmüştür. Varlık fonları, tasarrufların uluslararası platformda geri kazanılmasında oynadığı rol ve uzun vadeli yatırımları ile iyi bir sicile sahip olduğu pratikte görülmüştür. Varlık fonları, kendi ülkelerinin hem kalkınmasında hem de finansal ve mali yönetim kapasitelerini artırmalarına katkıda bulunmalarının yanı sıra bu fonların yatırım yaptıkları ülkeler için de aynı avantajları sağlamaları memnuniyetle karşılanmaktadır. Fonlarla ilgili müspet yaklaşımlara karşın bu fonlara ilişkin bir takım kaygılar da dile getirilmiştir. Özellikle varlık fonlarının finansal piyasaların düzgün işleyişini aksatması ihtimaline yönelik çekinceler söz konusudur. Ayrıca yatırım yapılan ülkelerin kendi ulusal güvenliği ile ilgili kaygılarından dolayı korumacı tedbirlerin uygulanmaması için ülkeler arası diyalog savunulmuştur. Bu doğrultuda varlık fonlarının iyi bilgilendirilmiş politikalar geliştirmeleri sayesinde ekonomik büyüme ve gelişmede istikrarı sağlayacağı ifade edilerek fonlara ilişkin bir takım temel ilkeler belirlenmiştir. Bunları aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür. (OECD, Yatırım Politikası, 2007)

- Ayrımcılık yapılmaması: Uluslararası serbest ticaretin istikrarı için yerli yatırımcılara gösterilen olumlu yaklaşım yabancı yatırımcılara da gösterilmelidir.

- Şeffaflık: Yabancı yatırımlara yönelik kısıtlamaların dayanak sebeplerinin ayrıntılı ve kamuoyu tarafından erişebilir olması gerekmektedir.
- Kademeli liberalleşme: Üye ülkeler sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları tedrici olarak ortadan kaldırmalıdır.
- Durdurma: Üye ülkeler yeni kısıtlama getirmemeyi taahhüt etmelidirler.
- Tek taraflı liberalleşme: Diğer ülkeler tarafından uygulanan liberal tedbirlere mütekabiliyet esasına dayanmayacak şekilde üye ülkeler kendi aldıkları liberal tedbirlerin uygulanması hususunda ortak bir anlayış içinde olmalıdırlar.

Bu ilkeler doğrultusunda varlık fonlarının yatırımlarına ilişkin olumlu bir yaklaşım sergilenmektedir. Ancak ulusal güvenlikle alakalı kaygılardan yola çıkılarak bazı kısıtlamaların olabileceği savunulmuştur. OECD yatırım komitesi tarafından yapılan proje çalışmasında bu tür kısıtlamaların genel çerçevesine ilişkin belli ilkeler benimsenmiştir. Bunlar; şeffaflık, öngörülebilirlik, orantılılık ve hesap verebilirliktir (<https://www.oecd.org/investment/investment-policy/40408735.pdf>).

2.10.2. Avrupa Birliği

Avrupa Birliği, varlık fonlarının işleyişini, amaçlarını ve yatırımlarını özel sektördeki firmalardan farklı görmemektedir. Bu fonların faaliyetleri ile bugüne kadar herhangi bir sorun meydana getirmedikleri, son küresel krizde ekonomiye likidite enjekte etmeleri sayesinde piyasaların istikrar kazanmalarına yardımcı oldukları ifade edilmiştir. AB, açık ekonomi ilkelerini ve sermayenin serbestçe dolaşımı yönündeki düşüncesini bu fonlara karşı da sergilemektedir. IMF, OECD ve çok uluslu organizasyonlarla koordineli hareket edilmesini uygun görmüştür. Bu fonların yönetim şeklinin, yatırım politikasının, kaynak tahsisinin, yatırım amaçlarının, fon sahibi ülke hükümetleri ile olan ilişki düzeyinin, risk yönetimi ve şeffaflığa dair belli parametrelerin yerine getirilmesinin ve bütün bunların kamuoyuna açıklanmasının gerekli olduğu gibi, birtakım öneriler sunmaktadır ([http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-08-126_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-08-126_en.htm)).

2.10.3. IMF

Uluslararası toplumda varlık fonlarına yönelik endişelerin artması, bu fonlarla ilgili belirli düzenlemelere gidilmesi gerekliliği sıklıkla ifade edilmesi nedeniyle IMF tarafından bu fonlara ilişkin çalışma başlatılmıştır. Varlık fonlarının ekonomik rolü ve bu fonların uygulamalarının daha iyi anlaşılabilmesi, sermayenin serbest dolaşımı, uluslararası yatırım akışkanlığının zedelenmemesi ve korumacı yaklaşımlara yönelik baskıyı azaltmak için IMF tarafından 20 Ekim 2007 tarihli tebliği yayınlanmıştır. Bu tebliğle varlık fonlarına ilişkin en iyi uygulamaların belirlenmesi ve bu fonlar arasındaki diyalogun gerçekleşmesi amaçlanmıştır. Kasım 2007’de IMF’ ye üye ülkeler ile varlık fonları yöneticileri arasında yuvarlak masa toplantısı gerçekleştirilerek, bu fonlara ilişkin en iyi uygulamaların ne olacağı ilgili bir diyalog ortamı başlatılmıştır. Ayrıca bu çalışmalar, OECD ve Dünya Bankası ile koordineli bir şekilde yapılmıştır (IMF, Sovereign Wealth Funds -A Work Agenda, 2008, (<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>)).

Bu doğrultuda varlık fonlarına sahip ülkeler tarafından, 30 Nisan-1 Mayıs 2008’de Washington D.C. Uluslararası Varlık Fonları Çalışma Grubu (IWG)* kurulmuştur. Bu çalışmalarda IMF’nin koordinasyonu kabul edilmiş, üye ülkeler Washington D.C, Singapur ve Santiago (Şili) da olmak üzere üç kez bir araya gelerek varlık fonları ile ilgili genel ilke ve uygulamalara ilişkin bir taslağı hazırlamışlardır. Üçüncü toplantıda literatüre Santiago Prensipleri olarak geçen 24 maddeden oluşan genel ilkeler oluşturulmuştur. Ayrıca Avrupa Komisyonu, OECD ve Dünya Bankası gibi kurumlar tarafından bu ilkeler kabul edilmiştir (ISWF, Santiago Principles, 2008, www.ifswf.org).

* IWG üyeleri IMF’ye 26 ülkeden oluşmakta bunlar; Avustralya, Azerbaycan, Bahreyn, Bostwana, Kanada, Şili, Çin, Ekvator Ginesi, İran, İrlanda, Kuveyt, Libya, Meksika, Yeni Zelanda, Norveç, Kore, Katar, Singapur, Rusya, Timor Leste, Trinidad Tobago, Birleşik Arap Emirlikleri, Amerika, S. Arabistan, Umman, Vietnam.

2.11. Varlık Fonlarının Şeffaflığına Yönelik Uygulamalar

Varlık fonlarına ait finansal varlıkların çoğunun yurtdışında değerlendirilmesi, bu fonların yanlış yönetilmesi durumunda finansal krize sebep olma riskinden dolayı bu fonlara ilişkin şeffaflık büyük önem arz etmektedir. Ayrıca fonların siyasi ve stratejik birtakım hedeflerinin olup olmadığına yönelik endişelerden kaynaklı korumacı önlemlerin önüne geçmek için fonlara dair belli düzenlemelere gidilmesi gerekli görülmüştür. Fonların şeffaf oluşu, fon sahibi ülkeler ile fonların yatırımına muhatap olan ülkeler için ortak bir gerekliliktir.

Bir varlık fonun şeffaflığı; yönetim şekli, fonun varlıklarının tahsisi ve fonun denetimi gibi alanları içermektedir. Bu doğrultuda varlık fonlarının şeffaflığı ile ilgili Bauer, Rietveld ve Toledano, (2014, s.71-72)'na göre birtakım düzenlemeleri yapılmak zorundadır. Bunlar;

- Fonun yönetiminde yer alanların rolleri ve sorumlulukları açık olmalıdır.
- Fonun işleyişi ile ilgili bilgilere erişim kamuoyuna bilgisine açık olmalıdır.
- Fonun yönetimine ilişkin kararlar açık bir şekilde raporlanmalıdır.
- İstatistiksel veriler belli kriterlere uygun olmalıdır (fon bilançosunun uluslararası muhasebe standartları çerçevesinde olması gibi).

Bu fonların şeffaflığı fonun geleceği açısından, fon sahibi ülke için elzemdir. Fonlar şeffaflıkları sayesinde kamu mali yönetimde disiplinin sağlanması, mali krizlerin önlenmesi, ülke vatandaşların fonun yönetime ilişkin güven olgusunun pekişmesine ve hesap verebilirlik gibi birçok alanda verimlilik ve etkinlik meydana getirecektir.

2.11.1. Santiago Prensipleri

Varlık fonlarına yönelik artan endişelerin giderilebilmesi ve bu fonların dünya ekonomisindeki rolünün daha iyi anlaşılabilmesi için birtakım çalışmalar yapılmıştır. Bu doğrultuda Uluslararası Varlık Fonu Çalışma Grubu* (IWG) 2008 yılında, IMF başkanlığı altında gelişim süreci anlatılan Santiago Prensipleri olarak adlandırılan ilke ve uygulamalar kaleme alınmıştır. Fonların yatırımları, kaynak tahsisi, yönetim yapısı,

yönetimdeki yetki ve sorumluluk paylaşımı, risk yönetimi, performans ölçümü ve fonların faaliyetlerinin kamuoyuna bilgilendirilmesinin en iyi şekilde yapılması ve şeffaflığın gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. Santiago Prensiplerinin hedefleri şunlardır; (IFSWF, Santiago Prensipleri, <http://www.ifswf.org/>).

- *İstikrarlı küresel finans sistemi ve sermaye serbest dolaşımının sağlanması*
- *Varlık fonlarının yatırım yaptıkları ülkelerde uygulanan mevzuatın gereklerini yerine getireceklerine dair kamuoyunun bilgilendirilmesi*
- *Varlık fonlarının elde edeceği gelirle ilgili ekonomik ve finansal riskleri göz önünde bulundurarak yatırım yapması*
- *Varlık fonlarının risk yönetimi ve hesap verebilirliği sağlayan şeffaf ve güvenilir bir yönetim yapısına sahip olmasının sağlanması*

Santiago Prensipleri 24 ilkeden meydana gelmiştir. Uluslararası Varlık Fonu Forumu (IFSWF)'nin kendi üyeleri ile ilgili değerlendirme ölçütü olup, fonlara ilişkin öz değerlendirme raporlarını kendi web sitesinde yayınlamaktadır. Santiago Prensiplerinin ilk beş maddesi fonların hukuki çerçevesini, 6 ila 17.maddeleri kurumsal yapısını, 18 ila 24.maddeleri fonların yatırım boyutu ile ilgili değerlendirmeleri ihtiva etmektedir.

IFSWF Temmuz 2011 itibariyle üyesi olan varlık fonlarının %95'nin uygulamada ilkelere tamamen veya kısmen uyumlu olduğunu bildirmiştir. Bu ilkeler, varlık fonlarının yatırım yaptığı ülkelere karşı bir iddia sunma olanağı vermemekte, ülkelerin tahkim yoluyla tazminat talep etmesi gibi bir fonksiyona sahip olmaları söz konusu değildir (Lippincott, 2013, s.659).

2.11.2. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi

Bu endekste varlık fonlarına yönelik on temel ilke baz alınarak değerlendirme yapılmaktadır. Her bir ilke bir puan değerinde olup 0'dan 10'a kadar değer verilmektedir. Varlık fonları için sekiz puan, bu fonların şeffaflığına dair minimum seviyedir. Varlık fonlarından 8 ile 10 arasında puana sahip olanlar şeffaf kabul edilmektedir. Santiago Prensiplerine nazaran ilkeler bazında daha dar bir çerçeve sahip

olmasına rağmen varlık fonlarına ilişkin şeffaflığa dair ortak kaygıları giderme amacı taşımakta ve yakınsamalı değerler üretilmeye çalışılmaktadır (SWFLC, Bi-Annual Legal Report, 2013/II: 16-17, <http://www.swflawcentre.org/>).

Bu endeksi, SWFI tarafından varlık fonlarına ilişkin kullanılmakta, kendi web sitesinde yayınladığı puanlamada 27 varlık fonuna 8 ile 10 puan arası değer vererek bu fonları şeffaf olarak kabul etmiştir (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>).

2.11.3. Kaufmann, Kraay and Mastruzzi Endeksi

Bu endeks, başlangıçta dünyadaki 212'den fazla ülkenin yönetim sistemlerini değerlendirmek üzere oluşturulmuştur. Altı ilke ile yönetişime dair en önemli özellikleri ifade edilmiştir. Endekse dair ilkeler şunlardır; (SWFLC, Bi-Annual Legal Report, 2013/II: 17-18, (<http://www.swflawcentre.org/>))

- İfade ve hesap verilebilirlik (voice and accountability)
- Siyasi istikrarın olması
- Hükümetin etkinliği
- Regülasyonların kalitesi
- Hukukun üstünlüğü
- Yolsuzlukların kontrolü

2007 yılından itibaren bu endeks, varlık fonu olan ülkelerin yönetim analizi ve yönetim şeklinin izlenmesinde yararlı bir uygulama olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu endeks ülkelerin yönetim analizi için kullanılmış salt varlık fonlarının yönetimine ilişkin değerlendirme yapılmamıştır. Fakat bu endeks verilerinden yola çıkılarak varlık fonlarının şeffaflığı ile, ilgili ülkelerin yönetişim arasında ilişki kurulmasında yardımcı olmuştur.

Bu fonların şeffaflığında kayda değer çalışma olarak kabul edilen Truman Puanlaması ile KMM Endeksi arasında ilişki incelenmiş her iki endeks arasında güçlü korelasyon olduğu yargısına varılmıştır. Fakat buradaki pozitif korelasyon güçlü

demokrasiye ve iyi yönetişime sahip aynı ülkelerde olabilmektedir. Norveç, Yeni Zelanda ve Avustralya gibi ülkelerinde arasında pozitif sonuç üretmektedir (Aizenman ve Glick, 2009).

2.11.4. Truman-Dawson Puanlaması

Truman-Dawson çalışması, varlık fonlarının sürdürülebilirliğine yönelik atılmış ilk adım olarak kabul edilmektedir. Truman-Dawson puanı davranışsal normlara bağlılıkla ilgili optimal otuz üç değerlendirme göstergesine dayanmaktadır. Dört kategori esas alınmıştır. Bunlar; (SWFLC, Bi-Annual Legal Report, 2013/II: 18, <http://www.swflawcentre.org/>)

- Fonun yapısı
- Yönetişim
- Sorumluluk ve şeffaflık
- Yönetim

Temmuz 2013'ten itibaren 49 varlık fonu ve 9 emeklilik fonu ile ilgili yapılan çalışmada en iyi puanı 98/100 puanla Norveç Varlık Fonu alırken en kötü puan ise 2/100 puanla Ekvator Gine'si Varlık Fonu (Gelecek Nesiller Fonu) almıştır.

Fonların şeffaf olabilmeleri için iyi bir şekilde yönetilmesi gerekmekte, bu sayede fonlar, yatırımlarında daha fazla avantaj elde edebilirler. Fonların şeffaflığı hem fonlar hem de yatırıma muhatap olan ülkeler açısından önemli faydaları vardır. Bu doğrultuda birçok fon, gönüllü olarak belli kriterler doğrultusunda kendilerine yönelik puanlama ve gözden geçirmeyi kabul etmişlerdir.

2.12. Varlık Fonları Mali Sürdürülebilirlik İlişkisi

Varlık fonları, maliye politikasının bir parçası kabul edildiğinden bu fonların iyi bir şekilde yönetilmesi, mali sürdürülebilirlik açısından gereklidir. Mali sürdürülebilirlik için mali çerçevenin oluşturulmasına dair parametreler neleri içermeli sorusu önem arz etmektedir. Bu parametreler ülkenin vergi gelirleri, kamu borcu, kamu harcamaları

olduğu gibi varlık fonuna sahip olunması durumunda bu parametrelerin nasıl şekilleneceği mali sürdürülebilirlik açısından elzem olmaktadır. Mali sürdürülebilirliğin gerçekleşmesi mali çıpanın o ülkenin makroekonomik önceliklerine göre iyi bir şekilde hesaplanmalıdır. Bu durum varlık fonları için mali kuralların neler olabileceği sorusunu ortaya çıkarmaktadır. Bu çıpanın belirlenebilmesi için ülkelerin varlık fonlarının mali çerçeve ile uyumlu yönetimi göz önünde bulundurmak zorundadırlar. Fakat burada tek bir çıpadan bahsetmek mümkün olmamaktadır. Bu durumda belirleyici olan mali çerçevenin, ülkenin ekonomik önceliklerinden oluşturulması gerçeği, varlık fonlarının mali kurallarında farklı alternatiflerin oluşmasını zorunlu kılmaktadır.

2.12.1. Mali Sürdürülebilirlik ile Mali Çerçeve İlişkisi

Varlık fonları; özelleştirme, vergi düzenlemeleri ve devlet altyapı yatırımları gibi maliye politikasının bir parçası olarak kabul edilmektedir. Mali alan kavramından türetilerek, mali sürdürülebilirliğin devam ettirilmesi için oluşturulan hükümet egemenliğindeki yapılardır. Belli niteliklerinde farklılık arz etse dahi maliye politikası açısından kalkınma bankaları ve kalkınma fonları gibi bir işlevselliğe sahiptir. Daha önce belirtildiği gibi varlık fonlarının evrensel bir tanımı bulunmamakla birlikte, genel olarak Borgne ve Medas, (2007, s.3)’na göre bu fonlar;

- Kamuya ait finansal varlıklar olarak belirli politika hedefleri doğrultusunda yönetilmektedir.
- Bu fonların daha çok yurtdışı yatırım ufku olmalıdır.
- Yüksek riskli ve yüksek getirili yatırım stratejilerine sahiptirler.
- Dış ticaret fazlası ve döviz girişlerine bağımlıdır. Bu fonların doğal kaynak gelirine sahip ülkeler için istikrar ve tasarruf fonları şeklinde uzun vadeli hedefleri olabilmektedir.

Varlık fonlarının kaynaklarının erimeden kendi işlevini yerine getirebilmesi için bu fonların ait olduğu devletin maliye politikası ile ilgili gerekli desteği sunabilmesi gerekmektedir. Öncelikle iyi bir maliye politikası uygulaması için mali sürdürülebilirliğe dair politik duruş önemli olup, mali sürdürülebilirlik için gerekli çerçevenin özeti açıklanmak zorundadır. İşlevselliği olan maliye politikası ise mali

duruşu destekleyen göstergelere sahip olmalıdır. Uzun vadeli mali sürdürülebilirlik için mukayese yapabilmeli, kısa ve orta vadeli maliye politikası için kurallara ve gerekli kurumsal yapıya sahip olunmalıdır (Baunsgaard, Villafuerte ve diğ, 2012, s.6).

Mali çerçevenin tasarımında, hükümetin mali sürdürülebilirlik için kendi borçlarını-yükümlülüklerini ve harcamalarını karşılamayan mevcut vergi sistemini ve diğer politikaları uzun vadede de sürdürülebilirlik sorunsalı önem kazanmaktadır. Mali sürdürülebilirlik; mali bir çıpanın belirlenebilmesi, o ülkenin sahip olduğu kaynağın rezerv ufkuna, ortalama yaşam süresine, kalkınma ihtiyacına, sermayenin yeterlilik derecesine ve kurumsal kapasitesine bağlıdır. Mali çerçeve, aynı zamanda uzun vadeli gelir tahminleri yapabilmeli, bütçe için orta vadeli bir yaklaşıma sahip olmalı, kaliteli kamu yatırım projelerini gerçekleştirebilmeli ve özel sektörün yönetme kapasitesini etkileyen niteliğe sahip olmalıdır (Tiwari, Cottarelli ve diğ, 2012, s.17).

2.12.2. Varlık Fonları Olan Ülkeler İçin Mali Sürdürülebilirliğin Gerekeçesi

Doğal kaynak zengini ülkeler genellikle üç büyük makroekonomik zorlukla karşı karşıya kalmaktadırlar. Bunlar; ülke ekonomilerinde uzun süreli ısınma ve soğumalar, kısa ve orta vadeli döngüsel mali politikalar ve Hollanda Hastalığıdır. İlk olarak, gerekli tasarrufları yapmadan hükümetlerin seçilme kaygısı güderek doğal kaynak gelirleri ile yüksek harcama eğilimine sahip olmaları, altyapı projelerine ve kamu hizmetlerine yaptıkları harcamalar, ücretlerin ve fiyatların yükselmesine sebep olabilmektedir. İkinci olarak, hükümetler, doğal kaynakların fiyatları yükseldiğinde harcamalarını artırırken, fiyatlardaki düşüşlerde ise harcamalarını azaltmaları kalıcı maliye politikaların yerine konjonktüre dayalı maliye politikalarının oluşmasına sebep olmaktadır. Üçüncü olarak, doğal kaynakların geçici olması, hükümetlerin gelecekteki nesiller için yeterli tasarrufları ve ekonomik etkinliği artıracak doğru yatırımlar yapmamaları, bu kaynakların tükenmesi durumunda fona sahip ülkenin ekonomik çıkmaza sürüklenme riskinin olmasıdır. Örneğin Nauru, fosfat bakımından sahip olduğu maden zenginliğinden elde ettiği geliri tasarruf etmemesi ve verimli yatırımları yapmaması sebebiyle 1973 yılında 25.500\$ seviyesinde olan GSYİH 2007 yılına

gelindiğinde 1.900\$ seviyesine kadar düşmüştür (Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014 s.47-48).

Varlık fonlarının gelirleri doğal kaynak gelirlerinden oluşmayan diğer ülkeler, yukarıda ifade edilen ilk iki makroekonomik zorluğu yaşamaktadırlar. Bu durum bu ülkelerin mali sürdürülebilirliği esas alan mali çerçevenin fonların yönetimi ile uyumlu olmasını, fonlardaki mali kuralların mali çerçeveyi gözeterek oluşturulmasını elzem kılmaktadır.

2.12.3. Varlık Fonları İçin Mali Kurallar

Varlık fonlarında mali kurallar; biriktirme ve çekme kuralları seti ile ilişkilidir. Biriktirme kuralı, doğal kaynaklardan elde edilen gelirin ne kadar ve ne zaman yatırıldığını tanımlamaktadır. Çekme kuralı ise fondan paranın ne kadar ve ne zaman çekileceğini tanımlamaktadır. Bunun yanında bu kurallar için parlamento onayı gerekip gerekmediğini de belirtir (Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014 s.55-56).

Sert mali kuralların takdir yetkisini pasifize etmesi, bu kuralların güvenilirliğini zayıflamasına sebep olacağı için mali kuralların esnek olmasına dikkat gösterilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda sabit sayısal hedefler yerine prosedürel kurallar uygulanabilir. Örneğin Şili'nin mali kural çerçevesi, hedeflenecek mali değişkeni tanımlayıp ve bu kuralın sürecini belirlemektedir. Timor-Leste ve Norveç'teki gibi esnek bir kılavuz kullanılarak her dört yılda bir hedefler yeniden gözden geçirilecek şekilde açık bir revizyon maddesi eklenebilir (Baunsgaard, Villafuerte ve diğ, 2012, s.19).

Fondan para çekme işlemleri genellikle hazineye transfer olarak yapılır. Sıra dışı bir örnek olarak Alaska Daimi Fonu mevduatının %50'sinin altındaki meblağı pay sahiplerine vatandaşlık temettü payı olarak ödeme yapmaktadır. Texas Daimi Fonu, gelirini doğrudan Texas Üniversitesi'ne aktarmaktadır. Para çekme işlemlerinde zamanlama bakımından farklılıklar da söz konusu olabilmektedir. Gana'da fondan, bütçe dengesi için üçer aylık transferler yapılmaktadır. Sao Tome ve Principe, Trinidad

ve Tobago ülkelerinin fonlarından tek bir aktarma yapılırken, Brunei’de, fondan para çekme hükümetin takdir yetkisine bırakılmıştır.

Para çekme işleminde zamanlama farklılığı olduğu gibi bu işlemin belli amaçlar doğrultusunda kullanımında farklılıklar olabilmektedir. Şili Emeklilik Fonu’ndan para çekme işlemi emeklilik, sosyal yardım ve sosyal güvenlik yükümlülüklerini finanse etmek için yapılmaktadır. Rusya’da ise benzer şekilde Rusya Ulusal Varlık Fonu’ndan çekme işlemi, emeklilik yükümlülükleri için kullanılmaktadır. Gana’da para çekme ise ulusal kalkınma projelerini finanse etmek içindir. Texas Daimi Üniversite Fonu’ndan öğrenci bursu ve akademik amaçlar için para çekme işlemi yapılmaktadır. Botswana’da ise fondan çekme işlemi kamu yatırımlarının finansmanında kullanılmaktadır (Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014 s.56).

Bazı ülkelerin varlık fonlarından çekme kuralları şöyledir: Bütçe dengesini iyi ayarlamış Norveç, Botswana ve Şili’de para çekme oranı maksimum bütçe açığı veya minimum bütçe fazlası değerinin üzerine çıkmamaktadır. Trinidad ve Tobago’da petrol gelirleri tahmin edilenin %10’unun altında çıkarsa, gelirin eksik çıkan kısmının %60’ı veya fon bakiyesinin %25’inden düşük olanı fondan çekebilmektedir. Timor-Leste’de çekilecek tutar petrol gelirinin %3’ünden fazla olamaz. Bu oran parlamento kararı ile değiştirilebilir. Gana Varlık Fonu’ndan (Gana İstikrar Fonu), petrol gelirlerinin herhangi bir çeyrekte %25’den fazla düşme ihtimaline karşı düşen oranın %75’i veya fon bilançosunun %25’inden düşük olan miktar kadar para çekilebilmektedir. Rusya’da petrol kaynak geliri dışı GSYİH’nin %4,7 olan para çekme kuralı, 2009 yılında askıya almıştır. Kazakistan’da 2005’ten beri çekme kuralında üç defa değişikliğe gidilmiştir. Günümüzde, Birleşik Arap Emirlikleri, Azerbaycan, Botswana, Kuveyt ve Rusya gibi ülkelerde herhangi bir çekme kuralı mevcut değildir. Timor-Leste temyiz mahkemesinin 2008 yılında fondan çekilen 290,7 milyon doların yasadışı olduğunu tespit etmesi ilginç bir örnek teşkil etmektedir (Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014 s.56-57).

Varlık fonları için mali kurallar; biriktirme ve çekme kuralı olarak kabul edilmektedir. Fonların iyi bir şekilde yönetilmesinde ve şeffaflığında bu kuralların uygulanması büyük önem arz etmektedir. Mali sürdürülebilirliğin uygulanabilmesi için fonların bu kurallara sahip olması elzemdir. Bu kuralların yüzdelik oranı, kullanım şekli,

kullanılma amacı ve uygulamaya yönelik zamanlaması fona sahip ülkelerin kendine özgü koşullarına bağlıdır. Bu sebeple bütün varlık fonları için standardize edilmiş kurallar setinden bahsetmek mümkün değildir. Sadece bu kuralların uygulama çerçevesinin sarıh bir şekilde ifade eden açıklayıcı bir metin, bütün varlık fonlarından istenilebilir.

2.12.4. Varlık Fonlarında Mali Kuralların Belirlenme Yöntemi

Varlık fonlarına sahip ülkelerde mali sürdürülebilirliğin başarılı olabilmesi için bu fonlara yönelik mali kuralların olması gereklidir. Fakat mali sürdürülebilirlik açısından bu kurallar tek başına yeterli değildir. Bu sebeple biriktirme ve çekme kurallarının yanında bu kuralları destekleyecek nitelikte mali kurallara ihtiyaç vardır. Bu doğrultuda doğal kaynak geliri ile dış ticaret fazlasına dayalı fazla rezervlerle oluşan varlık fonları için mali kuralların hangi kriterler gözetilerek belirlenebileceği ve bütünlüklü bir mali sürdürülebilirlik açısından bu kuralları destekleyecek alternatif mali kuralların neler olabileceği sorusu önemlidir.

Mali kurallar, hem devlet finansmanını hem de fonların davranışlarını düzenleyen çok önemli kurallardır. Ayrıca fonların kendi hedeflerini gerçekleştirmesinde kuralın açıklığı, uygunluğu ve uygulanması büyük öneme sahiptir. Başlıca mali kurallar; denk bütçe, borçlanma, harcama ve gelir kurallarıdır.* Mali kurallar ilk olarak taahhüt niteliğinde olup art arda gelen hükümetlerde bağlayıcılık meydana getirerek uzun vadeli kamu mali disiplinin oluşmasını sağlar.

İkincisi bu kurallar, bütçe amaçlarının uygulanmasını kolaylaştırarak kamu mali yönetim sisteminde etkinliği artırır. Yine bu kurallar, fonlar açısından para biriktirme ve çekme şartlarını belirleyip hükümetlerin harcamalarını istikrarlı hale getirerek tasarruf yapması için iyi bir zemin oluşturur. Örneğin SOFAZ'da herhangi bir çekme kuralının olmaması, çekilen miktarın doğal kaynak fiyatlarının oynaklığına bağlı

* Denk Bütçe Kuralı: Faiz dışı fazla hedefine veya cari bütçe dengesine göre sınırlama
Borçlanma Kuralı: Kamu borcunun GSYİH'nin yüzdesi olarak sınırlama
Harcama Kuralı: Faiz dışı fazla hedefi ve cari harcamalara göre ya da büyüme oranına veya GSYİH'in yüzdesi olarak sınırlama
Gelir Kuralı: Doğal kaynaklardan elde edilen gelirin tavan fiyatı ile sınırlama

(arttığı zaman daha çok para çekme, veya tam tersi durum) olması keyfi miktarların çekilmelerine sebep olmuştur. Alberta Varlık Fonu'nda çekme kuralının eksikliği sebebiyle son 25 yılda fonun petrol gelirlerinden hükümet harcamalarına yüz milyarlarca dolar kullanılmış, bu süre içinde fonun tasarrufları 4 milyar dolara dahi ulaşamamıştır. Yine aynı şekilde Rus hükümeti tarafından mali kuralı keyfi biçimde 2010 yılında askıya alınarak, Rezerv Fonundan (2009'da yaklaşık 150 milyar dolar değerinde) milyarlarca dolar çekilmiş, neredeyse fonun içi boşaltılmıştır. Oysa ki bu fon Rus halkının gelecekteki emeklilik yükümlülüklerini karşılamak için kurulan Ulusal Varlık Fon'unu finanse etmek amaçlıdır (Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014 s.21-24).

Doğal kaynaklara sahip ülkelerde uygulanacak maliye politikaları ile ilgili tartışmalar devam etmektedir. Gelişmekte olan birçok doğal kaynak zengini ülkede emtia fiyatlarının yükselmesi, yeni rezervlerin keşfedilmesi beraberinde büyük maliyetler meydana getirmektedir. Bu kaynaklardan elde edilen gelirler, ekonomik ve sosyal kalkınmanın teşvik edilmesi, beşeri sermayenin oluşturulması ve altyapı eksikliklerinin giderilmesi için önemli fırsatlar sunmaktadır. Bu kaynakları verimli bir şekilde yönetmek ise kritik bir politika meselesidir. Doğal kaynak gelirleri yönetimi çoğunlukla Kalıcı Gelir Hipotezine (KGH) dayanmaktadır. Fakat yapılan araştırmalarda bu yöntemin mali sürdürülebilirliğe uygun olmadığı, özellikle düşük gelirli ülkelerde sermaye ve kredi kısıtlamalarını göz ardı ettiği görülmüştür. Öyle ki IMF bir dönem çıpa olarak KGH'yi savunmuştur. Büyümeyi arttıran harcamaların doğal kaynak geliriyle finanse edilmesini kolaylaştıran daha esnek finansal çerçevelere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu bağlamda, IMF'nin KGH'ye dayalı politikasının katı olması, Bağımsız Değerlendirme Ofisi (IEO) tarafından eleştirilmiştir (Baunsgaard, Villafuerte ve diğ, 2012, s.4).

Burada en temel sorun doğal kaynak gelirinin KGH'ye dayanmasının yanı sıra doğal kaynağın tükenebilir olması ve fiyatlarının oynaklığı ve belirsiz olmasıdır. Bu hipotez doğal kaynaklara sahip, gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli makroekonomik istikrara uygun politika çerçevelerinin nasıl sağlanacağına yöneliktir. Ayrıca kalkınma ihtiyacını karşılamak için kaynaklar tahsis edilirken, gelecek nesiller için uzun vadeli

mali sürdürülebilirliğin ve yeterli tasarrufların gerçekleştirip gerçekleştiremeyeceği hipotezin önemli bir sorunudur (Baunsgaard, Villafuerte ve diğ, 2012, s.5).

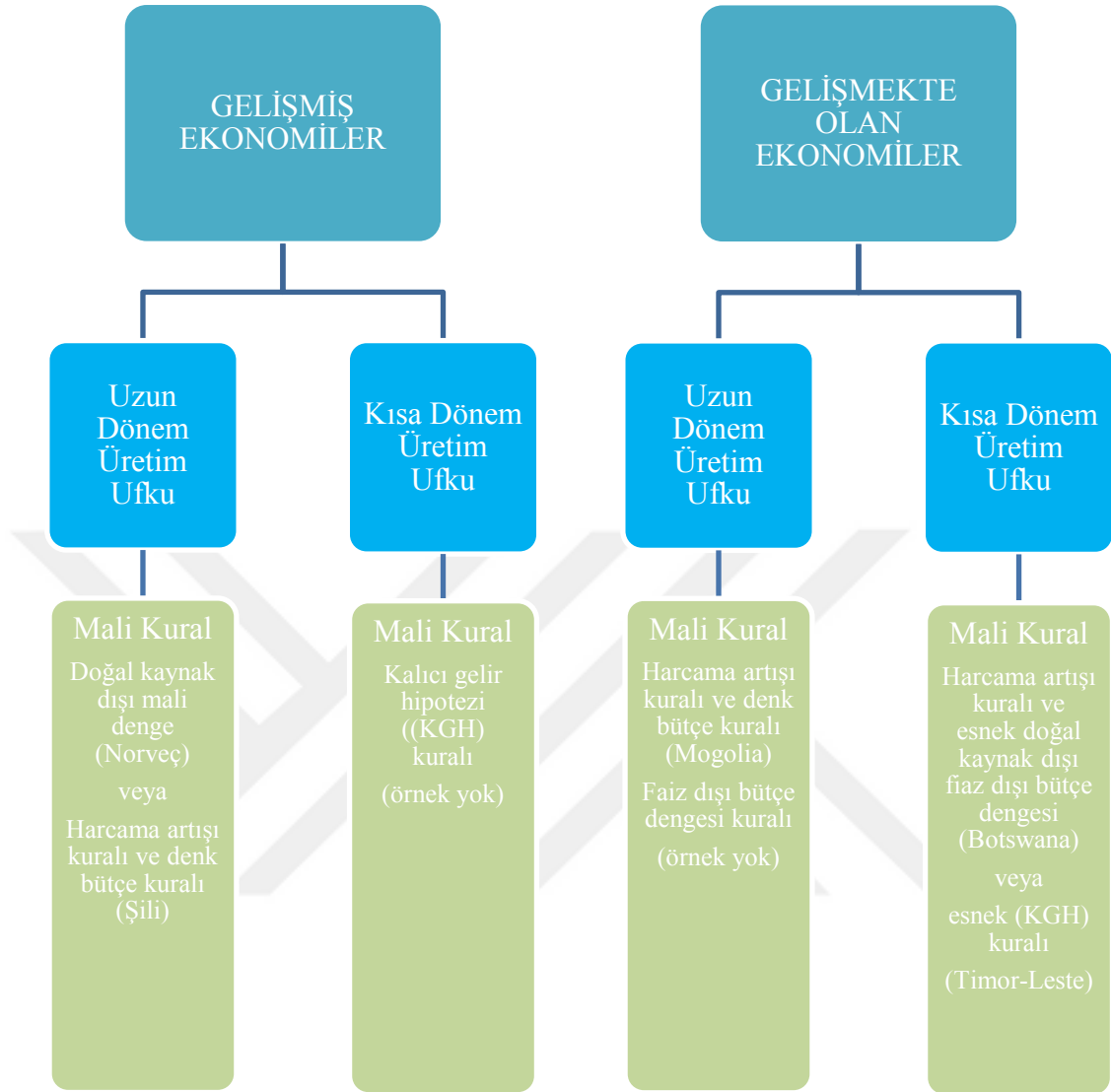
Bu sebeple daha bütünlüklü bir yaklaşımla mali sürdürülebilirlik açısından zamanlar arası bütçe sınırlamasına uygun mali yollar türetilmelidir. Burada iki yöntem ön plana çıkmaktadır. Doğal kaynak dışı faiz dışı bütçe dengesi ve doğal kaynak fiyatına dayalı kurallar. Doğal kaynak dışı faiz dışı bütçe dengesi; zamanlar arası bütçe sınırlamasının, gelecekteki doğal kaynak dışı faiz dışı bütçe dengesinin (mutlak anlamda) şimdiki değerinin hükümetin net gelirinden daha az veya eşit olması anlamına gelmektedir. Bu sayede hükümet harcamalarının doğal kaynak dışı büyüme ile etkileşiminden yola çıkılarak büyümenin yanı sıra ilave kamu yatırımlarının maliyetleri ile ilişkisini tahmin edilmesi sağlanmaktadır (Baunsgaard, Villafuerte ve diğ, 2012, s.9).

Doğal kaynak dışı faiz dışı bütçe fazlasının çıpa olarak kabul edildiği ülkelerde, iç talebin ölçülerek uzun vadeli mali sürdürülebilirlik için gerekli olan maliye politikası seçiminin doğal kaynak gelirlerinin oynaklığından uzak tutulması, bu çıpanın etkili olmasını sağlayacaktır (Baunsgaard, Villafuerte ve diğ, 2012, s.12).

Doğal kaynak dışı faiz dışı bütçe çıpası orta vadede kaynak gelirinin tahminlerine bağlanarak harcamaların ölçeklendirilmesi için de yararlı olabilir. Papua Yeni Gine'nin beş yıllık orta vadeli mali stratejisi buna örnek gösterilebilir. Papua Yeni Gine'de bu dönem boyunca mineral gelir tahmini doğrultusunda doğal kaynak dışı bütçe açığı tavanı belirlenmiştir. Fakat burada maliye politikasının çerçevesi enflasyon, reel döviz kuru ve faiz oranları gibi önemli makroekonomik göstergeler karşısında da değerlendirilmelidir. Maliye politikasının sınırları; tarihsel verilerin analizi, doğal kaynak geliri dahil edilmeden oluşan bütçe açığı ve makroekonomik göstergeler arasındaki ampirik veriler aracılığıyla çizilmelidir. Doğal kaynak fiyatlarına dayalı kurallar ise kaynak fiyatlarının oynaklığına göre düzeltilmiş harcama sınırlamaları olan mali hedeflere dayanmaktadır. Bu durum kaynak fiyatının dalgalanmalarına göz önünde bulundurarak mali dengenin gerçekleşmesini sağlar. Fakat bu çıpa kaynağın tükenebilirlik sorununu, kaynak üretiminde ve mali rejimdeki değişiklikleri dikkate almamaktadır. Burada çıpa, emtianın referans fiyatı formüllerine dayanarak ya da Şili'deki gibi bağımsız bir komite tarafından hesaplanabilir. Fiyat formülleri geçmiş

fiyatların ya da Meksika ve Trinidad ve Tobago'da olduğu gibi geçmiş spot ve vadeli piyasaların fiyatlarının hareketli ortalaması olabilir (Baunsgaard, Villafuerte ve diğ, 2012, s.14).

IMF, KGH'ye dayalı katı tutumunda son zamanlarda esneklik göstermiştir. Bunda az gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyümesi için kamu yatırımlarının finansman baskısı rol oynamıştır. Buna göre IMF, Şekil: 4'de görüldüğü gibi gelişmiş ülkelerde doğal kaynak üretiminde birkaç on yıllık süreyi aşan bir düşüş yaşanıyorsa, Norveç örneğinde olduğu gibi doğal kaynak dışı faiz dışı fazla dengesi kuralını, Şili gibi uzun ömürlü doğal kaynak gelinine sahip olan ülkelerde ise harcama kuralı ile denk bütçe kuralının uygulanabileceğini savunmuştur. Timor Leste örneğinde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde ise esnek olan doğal kaynak dışı faiz dışı fazla kuralının ya da daha fazla harcama yapmak için özel ödenek ayrılmasına izin veren KGH yanında harcama kuralının uygulanabilirliğini kabul etmiştir. Yine bir başka opsiyonda ise gelişme aşamasındaki ülkeler Şili örneğinde ki gibi denk bütçe kuralını ya da Botswana örneğinde olduğu gibi doğal kaynak dışı faiz dışı fazla dengesi kuralı ile birlikte harcama kuralını uygulayabilirler (Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014 s.52).



Şekil 4: Mali Kural Seçenekleri

Kaynak: Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014, s.52

Dış ticaret fazlalıkları ile oluşan varlık fonlarına sahip ülkeler açısından temel sorun, fazla rezervlerden fona aktarılabilecek miktarın ne kadar olacağı ve hangi koşullar içinde fondan para çekme işleminin gerçekleşeceğine ilişkindir. Bu noktada ülkelerin fazla rezervlerini optimum oranının ne olduğu sorusu ortaya çıkmaktadır. Literatürde bu durumu tam olarak tanımlayan endeks olmamakla birlikte bu hususta birtakım yaklaşımlar da bulunmaktadır.

Greenspan-Guidotti kuralına göre gelişmekte olan ülkelerin rezerv büyüklüğü, ülkelerin kısa vadeli borçlarını kapatacak büyüklükte olmalıdır. Bu kural, ekonominin döviz krizine olan duyarlılığını ölçen en önemli gösterge olarak kabul edilmektedir.

Wijnholds-Kapteyn yaklaşımında ise ülkenin rezerv seviyesi M2 parasal büyüklüğüne bağlı olup, bir ülke için kabul edilen rezerv seviyesi M2'nin %5 ila %20'sidir. Bu yaklaşım, ekonomiden sermayenin çekilmesinden kaynaklı zararların tolere edilmesi ve yerel para birimine olan güveni göstermesi açısından önemli bir ölçüt niteliğindedir.

İthalat büyüklüğüne göre rezerv ayarlaması yaklaşımı, düşük gelir seviyesine sahip ülkeler ve uluslararası sermaye piyasalarına erişimi tam olmayan ülkeler için en uygun kriterdir.

Döviz rezervlerinin GSYİH'ya göre ayarlanması yaklaşımı ise kriz anında GSYİH göstergesi tedbir niteliği olmadığından ekonomik açıdan kullanışlı değildir (Urban, 2011b, s.48).

Dış ticaret fazlalıkları ile meydana gelen, varlık fonlarına sahip ülkelerin gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler olması sebebiyle son iki yaklaşım bu ülkeler için kullanılabilecek kriter değildir. Mali sürdürebilirlik açısından faiz dışı fazla hedeflemesi ile birlikte Greenspan-Guidotti kuralının uygulanması daha sağlıklı sonuçlar üretebilecektir.

Bu doğrultuda fona para aktarma ve fondan para çekme limiti merkez bankalarının sterilizasyon amacı için bilançolarındaki rezervleri dikkate alınarak, birtakım formüllere dayalı yapılmalıdır. Yani fona para yatırma işlemi, sterilizasyon amaçlı gereken miktardan geriye kalan fazlalıktan olmalıdır. Yine fondan para çekme işlemi ise kurala dayalı, merkez bankalarının sterilizasyon amaçlı kullandığı rezervlerin yetersiz olduğu durumlarda gerçekleştirilmelidir.

İyi bir fon yönetimi için varlık fonlarına sahip ülkelerin, mali sürdürebilirliği gerçekleştirebilmesi için aynı zamanda mali disiplinlerine zen göstermeleri gerekmektedir. Çünkü mali sürdürebilirlik ülkeler açısından bütünlük arz etmekte, salt

fonun mali kurallarının olması yeterli olmayıp, ülkelerin mali kurallar doğrultusunda bütçelerinde de mali disipline sahip olmaları gerekmektedir. Örneğin, dünyanın en iyi yönetilen ve en şeffaf varlık fonu kabul edilen Norveç Varlık Fonu'nun para biriktirme ve çekme kuralları olmasına rağmen Norveç hükümeti mali disipline gereken özeni göstermediği için Ekim 2015'te ilk defa bütçe açıklarını kapatmak ve büyümeyi teşvik etmek için varlık fonundan 25,2 milyar dolarlık nakit para çekileceğini açıklamıştır (SWF Lab, The Sky Did Not Fall, Annual Report 2015, s.16, www.bafficarefin.unibocconi.it, 2017).

Bu duruma aykırı örnek olarak da, SAMA ve QIA gibi varlık fonlarında para biriktirme ve çekme kuralları yoktur. Her iki fonun şeffaflıkları istenilen düzeyde olmamasına rağmen bu fonlara sahip ülkeler, kamu harcamalarını makul ölçüde düzelterek bütçe disiplini önemli mesafe kat etmişlerdir (Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014 s.76).

Bu doğrultuda temel politika aracı olarak faiz dışı fazla çıpası hedeflenmelidir. Mali sürdürülebilirlik için kamu borçlanması ve hükümet harcamaları tavanı reel GSYİH'nın belli bir yüzdesi esas alınarak sınırlandırılmalıdır.

Son dönemlerde daralan dünya ekonomisi sebebiyle ülkelerin kamu harcamaları finansmanında zorluklar çektiği müşahade edilmiştir. Bu durum, ülkelerin varlık fonlarının kaynaklarını kullanmaya sevk etmiştir. Bu sebeple kamu harcamalarına yönelik fondan para çekme kuralının düzenlenmesini elzem kılmaktadır. Bu amaçla, ülkelerin kamu harcamalarının, fon üzerinden finansmanına dair belli bir prosedür ve oran belirlenebilir. Bu doğrultuda kamu harcamaları için fondan para çekme işlemi sermaye harcamalarına yönelik olmasına dair kıstası getirilebilir. Ayrıca siyasilerin fon kaynaklarını popülist yaklaşımla kullanmasının önüne geçebilmek ve bu harcamaların belli bir kısmının bütçe sistemi içinde sağlanması amacıyla bir önceki dönem büyüme oranına özdeş para çekme limiti belirlenebilir. Örneğin, SOFAZ'dan 2017 yılının ikinci çeyreğinde fon bütçesinden 2.991 milyon Manat* (Azerbaycan para birimi) devlet bütçesine aktarılmıştır.

* 11.10.2108 tarihi itibarıyla, 1 Manat=0,59 \$

21.5 milyon Manat, Samur-Abşeron sulama sisteminin yeniden inşasında ve 2.7 milyon Manat Bakü-Tiflis-Kars demiryolu inşaatının finansmanında kullanılmıştır. Makroekonomik istikrarın korunması için 2.448 milyon Manat Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası'na devredilmiştir (<http://www.oilfund.az>, 2017). Benzer bir durum Rusya Ulusal Varlık Fonu'nda yaşanmıştır.

Maastricht kriterleri açısından örnek ülkelerin belli makroekonomik parametrelerine baktığımızda (Tablo 2) GSYİH'nın %3'ü olması gereken bütçe açığı sınırını zorladıkları görülmektedir. Özellikle Katar, yüksek bütçe açığına sahip ülke konumunda olup, onu Çin ve Kuveyt gibi ülkeler takip etmektedirler. Kamu borcunun GSYİH'nın %60 olmasına yönelik sınırlamada ise Singapur en yüksek olumsuz değere sahip ülkedir. Kanada ve İrlanda sınırı aşan diğer ülkelerdir. Bu veriler ışığında bu ülkelerin fonlarını daha iyi yönetebilmesi ve fonların üzerindeki baskının hafifletilmesi adına mali sürdürülebilirlik açısından daha dikkatli olmaları gerekmektedir.

Tablo 2
Örnek Ülkelerin Ekonomik Verileri

Ülkeler	Bütçe Dengesi %	Kamu Borcu/GSYİH %
Norveç	4.4	36.2
Çin	-3.5	47.6
Kuveyt	3.9	27.1
Singapur	0.3	110.6
Katar	-5.8	54.4
Kore	-2.0	38.0
Avustralya	-1.9	41.9
Libya	-43.0	16.5
İran	-2.2	32.1
Malezya	-3.0	50.9
Azerbaycan	-1.6	46.4
Y.Zelanda	1.5	22.0
Timor Leste	-0.1	22.3
Kanada	-0.9	89.6
Şili	-2.8	23.6
İrlanda	-0.3	68.0
Meksika	-2.9	46.4
Botswana	-0.1	22.3
Türkiye	-1.5	28.0

Kaynak: The World Bank, Trading Economics, (10.10.2018)

Fonların mali kuralları, bütçe ve finansman hedeflerini karşılamak için belli kurallar dizgesine sahip olmalıdır. Bu kurallar açıkça belirtilerek yasa ile güvence altına alınmalıdır. Bu kurallar ülkelerin ihtiyaçları doğrultusunda çok iyi formüle edilmelidir. Ayrıca bu kurallar, ülkelerin olumsuz koşullara cevap verebilmesi için esnek ve belli periyotlarla güncellenebilir olmalıdır. Aynı zamanda varlık fonlarının yönetimi, para ve maliye politikaları ile uyumlu, iç piyasada yatırım yapılması durumunda özel sektörün faaliyetlerini destekleyecek nitelikte olmalıdır. Yine kamu harcamalarının içinde sermaye harcamaları cari harcamalardan daha yüksek ayarlanabilir. Ayrıca varlık fonlarının iyi yönetimi ve mali sürdürülebilirliği siyasi taahhütlerin en iyi şekilde yerine getirilmesine bağlıdır.

2.12.5. Varlık Fonlarına Sahip Ülkelerde Mali Sürdürebilirlik İlişkisi

Dünya örneklerini ele aldığımızda varlık fonlarına sahip bazı ülkelerin mali kuralları ile varlık fonları arasında ilişkilere kısaca değinmekte fayda var.

2.12.5.1. Botsvana Örneği

Botsvana'nın ekonomik olarak gösterdiği olağanüstü performansında, ülkenin doğal kaynak gelirlerini mali sürdürülebilirlik çerçevesi doğrultusunda kullanması ve bunu kendi varlık fonunun (Pula Fonu) yönetim şekline yansıtması, hem fonun hem de ülkenin ekonomik performansına büyük yarar sağlamıştır. 1994 yılından bu yana Botsvana maliye politikası, sürdürülebilir bütçe endeksi ilkesi doğrultusunda harcamaların sadece doğal kaynak dışı gelirle finanse edilmesini amaçlamıştır. Yatırımları finanse etmek ve maden zenginliğini gelecek nesiller aktarmak için Botsvana'nın doğal kaynak gelirleri Pula Fonu'na devredilmiştir. Elde edilen gelirlerin yatırım için kullanılmasında belirli kısıtlamalar getirilmiştir. Bu sayede Botsvana hükümeti harcamalarını düzelterek istikrarlı büyümeyi gerçekleştirmiştir. Ulusal Kalkınma Planı ile beş yıllık dönem boyunca kümülatif bütçe dengesinin sağlanması için orta vadeli mali hedefler belirlenmiş, Harcama/GSYİH oranına bir sınırlama getirilmiştir. Fakat bunlar bağlayıcı olmayıp yeni hedefler doğrultusunda sınırlamalara esneklikler getirilmiştir. Bu sayede Bostwana Bankası tarafından yönetilen fon, büyük mali tasarruflar gerçekleştirmiştir.

Ayrıca Pula Fonu'nun kaynağı, sermaye harcamaları ve 1998, 2002, 2008, 2009 ve 2010 yıllarının bütçe açıklarının finansmanında da kullanılmıştır (Tiwari, Cottarelli ve diğ., 2012, s.33-37).

2.12.5.2. Şili Örneği

Şili'de 2001 yılında kabul edilen yapısal denge kuralı iki ana hedefe sahiptir. Birincisi; kamu harcamalarını, doğal kaynak fiyatlarındaki oynaklığın sebep olduğu konjonktürel etkilerinden arındırarak mali ve makroekonomik istikrara katkıda bulunmaktır. İkincisi; devletin net varlık pozisyonu iyileştirerek emeklilik yükümlülüklerini ödemek ve merkez bankasının faaliyetlerinden kaynaklanan açıkları kapatmaktır. Günümüzde de Şili mali kuralının amaçları bunlardır. 2006 yılında Mali Sorumluluk Yasası, mali kural için resmi temel dayanak sağlamıştır. Bu yasa doğrultusunda yapısal denge hesaplama yönergeleri belirlenerek hükümetlere göreve başladıktan sonra, 90 gün içinde yapısal denge hedefini ilan etme zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca Mali Sorumluluk Yasası, mali kaynakların toplanması ve yönetilmesine ilişkin kuralların dışında iki varlık fonunun kurulmasını da sağlamıştır. Mali döneme bağlı fonlardan Emeklilik Rezerv Fonu'na GSYİH'nin %0,2 ila %0,5 oranında kaynak aktarılmaktadır. Mali tampon olarak tasarlanmış olan Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu ise Emeklilik Rezerv Fonu'na yapılan aktarma ve borç amortismanından sonra kalan bakiye aktarılmakta ve fon, borçlanmaya alternatif olarak açıkların finansmanı için kullanılmaktadır. Mali kural, belli zaman aralıkları içinde dört farklı hedef üzerinden uygulanmıştır. 2001-07 döneminde yapısal denge hedefi GSYİH'nin %1 fazlasıdır. 2008 yılında ise mali belirsizlik, tahminlerin aşağıya doğru revize edilmesinden dolayı GSYİH'nin %0,5 fazlası olarak belirlenmiştir. 2009 yılında ise başlangıçta hedef sıfır denge iken ekonomik kriz sebebiyle mali teşvik sağlamak için 'de facto' olarak cayma şartı uygulanmıştır. 2010-14 dönemlerinde ise 2014 yılına kadar GSYİH'nin %1'i oranında açık verebilmesi hedef olarak belirlenmiştir. Böylece mali kural esnek bir şekilde uygulanmıştır. 2009 yılında madencilik sektörü dışındaki vergilerle ilgili düzenleme yapılarak vergi matrahının ekonomik döngü üzerindeki etkisini daha iyi yakalamak için her bir vergi kategorisi üzerinden farklı uygulamalara gidilmiştir. 2010 yılında yapısal dengeyi tahmin etmeye yönelik metodolojiyi

geliştirmek ve mali çerçeveyi güçlendirmek için bağımsız bir danışma komitesi oluşturulmuştur. Şili'nin uygulamış olduğu mali kural, hedefleri ile tutarlı olarak makroekonomik performansın iyileştirilmesine yardımcı olmuştur. Kuralın başarılı olmasında doğal kaynak gelirlerinin oynaklığının ayarlanmasında kullanılan parametreleri belirleyen bağımsız uzman komitesi etkili olmuştur. Ayrıca Şili deneyimi şartlar değiştikçe ayarlanabilen esnek mali kural çerçevesine sahip olmanın faydalı olduğunu göstermektedir. Burada asıl önemli olan mali disiplinin sağlanması için gerekli olan, mali kuralı uymaya yönelik siyasi taahhüttür (Tiwari, Cottarelli ve diğ. 2012, s.39-42).

2.12.5.3. Timor-Leste Örneği

Timor-Leste'nin petrol geliri, 2005 yılında kurulan varlıklarını yurtdışı yatırımlarda değerlendiren Petrol Fonu tarafından yönetilmektedir. Sadece devlet getirisi olan büyük altyapı harcamalarını finanse etmek için fondan para çekilmektedir. Fondan bütçeye aktarmalar, hükümetin varlıklarının gerçek değerinin korunması prensibine göre yapılmaktadır. Bu amaca yönelik olarak yıllık transferler sürdürülebilir tahmini gelir ile bağlantılıdır. Bu yönü ile kalıcı gelir hipotezine dayanmaktadır. Yılda bir güncellenen sürdürülebilir tahmini gelir, hükümet varlıklarının genel olarak yıllık değeri ile gelecekte beklenen petrol gelirinden oluşmaktadır. Sürdürülebilir tahmini gelir formülasyonu, petrol fiyatlarının oynaklığını ele almakta ve kamu maliyesinin petrol üretiminin durgunluğuna maruz kalmasına önlemeye yardımcı olmaktadır. Sürdürülebilir tahmini gelir, bir kılavuz niteliğinde olup, herhangi bir yasal zorunluluk içermemektedir. Hatta sürdürülebilir tahmini geliri aşan transferlere izin verilmektedir. Sürdürülebilir tahmini geliri aşan transferler için hükümetin parlamento onayını alması gerekmektedir. Ayrıca bunun için, bağımsız bir denetçi tarafından yapılan inceleme sonrası gelecek gelirdeki azalmayı içeren raporu belge olarak sunmak zorundadır. Bu sayede hükümetlerin uzun vadeli mali sürdürülebilirliği dikkate almadan fonun kaynaklarını kullanması engellenmiştir. Bu yönüyle Kalıcı Gelir Hipotezi yaklaşımından ayrılmaktadır. Büyük altyapı harcamaları fondan çekilme işlemi ile finanse edilmektedir. Ancak sürdürülebilir tahmini geliri aşan transferler için yeterince

yüksek getiri elde edilebilecek büyük projelerin seçilmesi gerekmektedir (Tiwari, Cottarelli ve diğ. 2012, s.44-47).

2.12.5.4. Moğolistan Örneği

Halihazırda Moğolistan'ın ihracat gelirlerinde madencilik sektörünün payı yüksek iken, Oyu Tolgoi bakır madenin faaliyete geçmesiyle birlikte hemen hemen bütün ihracat gelirleri maden gelirleri ile sağlanmaya başlanmıştır. Küresel krizle birlikte maden fiyatlarındaki yüksek oranda gerileme, maden gelirlerinin ekonomi üzerindeki ağırlığı hem kamu maliyesinde hem de dış ticarete büyük açıklara sebep olmuştur. Moğolistan, krizden aldığı dersle mali istikrar kanunu ile yeni mali kural belirleyerek mali istikrar fonunun kurulmasını onaylamıştır. Kanun, maden fiyatlarındaki dalgalanmanın makroekonomi üzerindeki etkilerini azaltarak mali disiplini sağlamak amaçlı istikrara dayalı maliye politikasını gerçekleştirmeyi hedeflemektedir. Mali istikrar kanunu, sayısal kurallarla birlikte bütçe disiplini güçlendirmek için şeffaflık reformlarını da içermektedir. Bu kanun, maliye politikasının orta vadeli olmasını, kanunda yapılacak değişikliklerin parlamento çoğunluğunun üçte ikisinin onayını alması şartını da içermektedir. Bu doğrultuda mali kural için, GSYİH'nın %2'si kadar yapısal açık tavanı belirlenmesi, harcamalardaki artışın maden gelirleri dışı GSYİH büyümesi ile sınırlandırılması ve kamu borcu üst sınırının, nominal GSYİH %40'ı olarak belirlenmesi gibi üç şart belirlenmiştir. Mali kural yapısal dengeyi hedeflemektedir. Yapısal denge, yapısal gelirler ile genel harcamalar arasındaki fark olarak ifade edilmektedir. Yapısal gelirler, belli başlı minerallerin 16 yıllık fiyatlarının ortalaması olarak tanımlanmaktadır. Bu sayede harcamaların, doğal kaynak fiyatlarının dalgalanmalarına karşı korunmasına yardımcı olmaktadır. Harcama kuralı, herhangi bir yıldaki harcamaların maksimum genişlemesini sınırlandırarak makroekonomik talebi yöneten ikinci bir kontrol işlevi de görmektedir. Bu kuralın harcamalardaki büyümenin ekonomi tarafından absorbe edebilme kapasitesi ile tutarlı bir oran olması gerekmektedir. Yine bu kural ile harcamalardaki artışın enflasyonist baskıya sebep olmasının ve reel döviz kurunun aşırı değerlemesinin önüne geçilmektedir. Mali istikrar kanunu kendi içinde birtakım esneklikleri barındırmaktadır. Her dört yılda bir yeni hükümet göreve başladığında mali hedefle ilgili tekrar ayarlama yapılmasına imkan

sağlamaktadır. Aynı zamanda kanun, acil durumlarda ve ekonomik krizlerde kaçış maddesine sahiptir. Mali çerçeve, Moğolistan Varlık Fonu tarafından yapılacak para aktarımlarını da içermektedir. Bu doğrultuda gerçek maden geliri yapısal maden gelirini aştığında aradaki fark, fona aktarılmaktadır. Genel bir mali açık olması durumunda, hükümet istikrar fonuna transfer yapmak için borçlanmak zorundadır. Mali açık olduğu durumda eğer yapısal maden geliri gerçek maden gelirini aşarsa, varlık fonu bu açığı finanse etmek için kullanılmaktadır. Fonun, gelecek nesillere ekonomik refah sağlamak için tasarruf amaçlı bir fonksiyonu da vardır. Mali istikrar kanunu, ülke tasarruflarının artırılması için fonda biriken fazlalıklarla hükümetin uzun vadeli yatırım yapmasını, 2018 yılının başından itibaren ise biriken fazlalığın GSYİH'nın %5'inden daha büyük olması şartına bağlamaktadır (Tiwari, Cottarelli ve diğ. 2012, s.49-54).

Seçilmiş dört ülke örneği üzerinden, bir yargıda bulunacak olursak, varlık fonlarına sahip ülkelerin, hem varlık fonlarında hem de bütçelerinde, mali disipline sahip olmaları ve bu iki alanda başarılı bir yönetim gerçekleştirmeleri için her iki olgunun birlikte, uyumlu ve birbirinin besleyen bir şekilde olmasının şart olduğu gerçeğidir. Mali sürdürülebilirlik için mali kuralların, kamu maliyesinde ve varlık fonlarında her iki alanda bir bütünlük içinde uygulanması elzemdir.

3. VARLIK FONU ÜLKE ÖRNEKLERİ

Bu bölümde varlık fonları dünya örnekleri, IMF tasniflemesi doğrultusunda yer verilecektir. Fonların hemen hepsi aynı amaç üzerinden kurgulanmıştır. Bu fonlar, fazla döviz rezervleri üzerinden yatırım anlayışına sahiptirler. Norveç Varlık Fonu hariç diğer varlık fonlarının tamamı Santiago Prensipleri ile gözden geçirilmeyi kabul etmişlerdir ve IFSWF üyesidirler. Ayrıca fonların şeffaflığına ilişkin “Linaburg Maduell Transparency Index”ine (LMTI) yer verilmiştir. LMTI endeksinde 8 ile 10 puan arası değerlere sahip fonlar şeffaf kabul edilmektedir. Fonlar, bilançolarını uluslararası muhasebe standartlarına göre düzenlemektedirler. Fonlar, kendilerine ait bazı bilgileri ve verileri kendi web sitelerinde de yayınlamaktadırlar. Fakat bu tür bilgilerin paylaşımında fonlar arasında farklılıklar bulunmaktadır. Bu örneklerde fonların her birinin kendine özgü yapılar olduğu görülecektir. Yönetim, denetim ve yatırım gibi alanlarda benzer yönler olduğu kadar farklılıklar da barındırmaktadırlar. Fonların kaynakları, tasarruf, doğal kaynak geliri ve dış ticaret fazlasına dayanmaktadır.

3.1. İstikrar Fonları

Bu fonlar, bütçeyi ve yurtiçi makroekonomik dengeyi doğal kaynak fiyatlarındaki dalgalanmaları karşı korumak amaçlı kurulmuştur. Yatırım eğilimleri ve likidite hedefleri açısından merkez bankası rezerv yönetimine benzemektedir.

3.1.1. Meksika Bütçesel Gelir İstikrar Fonu

Fon, 2000 yılında kurulmuş, 6 milyar dolar varlık değerine sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi ve amacı “Bütçe ve Mali Sorumluluk Kanunu ve Bütçe Geliri İstikrar Fonu İçin Operasyonel Kurallar” metni ile tanımlanmıştır. Yasa, mali sürdürülebilirlik için gerekli olan prosedür ve yükümlülükleri açıklamaktadır. Aynı şekilde bu hedeflere uygun varlık fonu oluşturulmasını da sağlamaktadır. Fonun amacı

uluslararası petrol fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklı petrol gelirlerindeki değişikliklerin kamu maliyesi üzerindeki etkisini azaltmaktır. Kongreden onaylanan petrol gelirlerinin sabit bir yüzdesi, bütçe fazlalıkları ve Merkez Bankası'nın operasyonel karının % 30'una kadar olan kısmı fona kaynak olarak aktarılmaktadır. Fonun kaynakları ekonominin daralma dönemlerinde gelirlerdeki kaybı gidermek için kullanıldığından, kamu maliyesini koruma amacı da gütmektedir. Bu sebeple fonun, yurtiçi makroekonomik istikrarı korumak gibi bir işlevi de vardır.

Yönetim Şekli

Maliye Bakanlığı bünyesinde olan Ekonomik Planlama Birimi, (EPU) fonun kaynaklarının amaçları için kullanılıp kullanılmadığını denetlemeden sorumludur. Maliye Bakanı, Kamu Kredileri, Gelirler ve Harcama Müsteşarından meydana gelen Teknik Komite, fonun kaynaklarının amaçları doğrultusunda kullanımına izin vermek, aylık mali tabloları onaylanmak ve fonun portföy dağılımının belirlenmesinden sorumludur. Aynı komite fonun yönetim organı olarak da kabul edilmektedir. Ayrıca bu komite, dış denetçi atama yetkisine sahiptir. Fonun operasyonel işlemleri Federal Kalkınma Bankalarından biri olan Nacional Financiera'ya bırakılmıştır. Fonun mütevelli heyeti olan Nacional Financiera, Teknik Komite tarafından belirlenen yatırım stratejilerini fonun hedefleri doğrultusunda uygulamakla yükümlüdür. Fonun yönetimi, "Hükümet Yetkilileri ve Kamu Görevlileri Yükümlülükleri Kanuna" tabiidir. Fonun gelir, harcama ve rezervlerle ilgili raporları üçer aylık dönemler halinde kongreye sunulur. Ayrıca fonun kaynağının kullanılması hususunda Meksika Federal Hazine'sinin bilgisine de başvurulmaktadır.

Yatırım Politikası

Fonun yatırım stratejisi üç ana kaynaktan beslenir. Bunlar; Meksika Federal Hazinesi Yasası, Federal Hazine Yönetmeliği ve Federal Hazinenin Teknik Komitesi'nin hazırladığı yatırım kılavuzudur. Bunlardan ilk ikisi yönetim politikasını ve ilkelerini üçüncüsü ise yatırım stratejisini belirlemektedir. Fonun yatırım stratejisi riski düşük getirisi yüksek gelir elde etmek amaçlıdır. Bu doğrultuda riski en aza indirgeyerek uzun vadeli istikrarlı büyümeye yönelik yatırım çerçevesi çizilmiştir. Yine riskten kaçınmanın bir parçası olarak türev araçlarına yönelik yatırımlar için Meksika

Merkez Bankası yetkilendirilmiştir. Fon, yatırım faaliyetlerinde özel, mali ve hukuki ayrıcalıklara tabi olmayıp tüm finansal düzenlemelere uymak zorundadır (<http://www.ifswf.org/assessment/mexico>, 2017). Fonun LMTI endeksi 4'tür (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017).

3.1.2. Azerbaycan Devlet Petrol Fonu

Fon, 1999 yılında kurulmuştur. 33 milyar dolar varlık değerine sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi Azerbaycan Cumhurbaşkanı tarafından onaylanan “Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol Fonu Statüsü” kararnamesiyle belirlenmiştir. Azerbaycan Varlık Fonu (SOFAZ), Azerbaycan hükümetinden ve Merkez Bankası’ndan ayrı bir tüzel kişiliğe sahiptir. Ayrıca fonun faaliyetleri, Azerbaycan anayasası ve kanunları, Cumhurbaşkanlığı Kararları ve Fon Yönetmeliğine de dayanmaktadır. Fon, Azerbaycan’ın doğal kaynak gelirlerini yönetmek, makroekonomik istikrarı korumak ve doğal kaynak gelirlerini bugünkü ve gelecek nesillerin refahını artırmak için kurulmuştur. Fonun kaynağı Azerbaycan petrol ve doğal gaz gelirlerine dayanmaktadır. Fonun harcamaları devlet bütçesinin bir parçası olarak kabul edilmektedir. Fon, üç aylık ve yıllık raporlarını Maliye Bakanlığına, Cumhurbaşkanlığına ve Devlet İstatistik Komitesine sunmasının yanı sıra Dünya Bankası ve IMF’ye de düzenli olarak bilgiler vermektedir (<http://www.ifswf.org/assessment/sofaz>, 2017).

Yönetim Şekli

Fon yönetimi Cumhurbaşkanı, Denetleme Kurulu ve İcra Direktörleri olmak üzere üç katmanlı bir yapıya sahiptir. Fonun İcra Direktörlüğüne Cumhurbaşkanı tarafından atamalar yapılmaktadır. Yönetim kurulu, Azerbaycan Cumhurbaşkanına karşı sorumludur ve denetim kurulu tarafından denetlenir (<http://www.oilfund.az>, 2017).

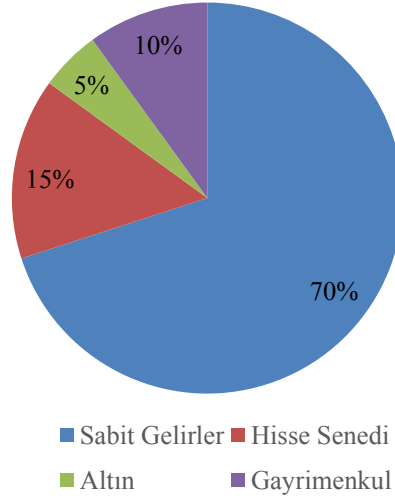
Fonun faaliyetlerini denetleyen Denetim Kurulu; Cumhurbaşkanının liderliğinde Maliye Bakanı, Merkez Bankası Başkanı, Ekonomi ve Endüstri Bakanı, Parlamento Başkan Yardımcısı ve Cumhurbaşkanı Ekonomi Danışmanından oluşmaktadır. Fonun operasyonel yönetimi İcra Direktörüne aittir. Fon, uluslararası denetim kurumları tarafından da denetlenmektedir. Price Waterhouse Coopers, 2013-2015 yılları arasında SOFAZ'ın mali tablolarını denetlemek üzere atanmıştır (<http://www.oilfund.az>, 2017).

Fon, yatırımları için dış yönetici ataması yapmaktadır. Fon hali hazırda Dünya Bankası, Deutsche Asset Management, UBS Global Asset Management, State Street Global Advisors olmak üzere dört kurum tarafından yönetilmektedir (<http://www.oilfund.az>, 2017).

Yatırım Politikası

Fonun yatırımları Cumhurbaşkanının onayladığı yatırım rehberlerine ve yatırım politikasına uygun olmalıdır. Fon yatırımları riske göre ayarlanmış en yüksek getiriyi elde etmeye yöneliktir. Sadece fonun varlık dağılımının ve para birimi kompozisyonu korunması için türev araçlar kullanılmaktadır. Fon tüzüğü fonun yurtiçi yatırım yapmasına izin vermemektedir (<http://www.ifswf.org/assessment/sofaz>, 2017).

Fon tarafından yurtdışında özellikle gayrimenkul alanında Londra, Moskova, Paris, Seul, Tokyo ve Milano gibi birçok yerde yatırımlar yapılmıştır. Fonun yatırım alanları çok çeşitli olup, uluslararası kredi derecelendirme kurumlarının notlarını baz alınarak yatırım ve portföy çeşitlemesine gidilmektedir. Ülke seçiminde ülkelerin, Standart and Poor's, Fitch veya Moody's gibi kurumlardaki notunun yatırım yapılabilir değerinin altında olmaması gerektiği kriteri göz önünde bulundurulmaktadır (<http://www.oilfund.az>, 2017).



Şekil 5: Azerbaycan Varlık Fonu Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

Fonun yatırımları Şekil: 5’de görüldüğü gibi sabit gelirler, altın ve gayrimenkul gibi alanlara dağılmıştır. Fonun LMTI endeksi 10’dur (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017)

3.1.3. İran Ulusal Kalkınma Fonu

Fon, 2011 yılında kurulmuş olup varlık değeri 91 milyar dolardır.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun, yasal çerçevesi Beşinci Beş Yıllık Kalkınma Planına dayanılarak belirlenmiştir. Fonun, Mütevelli Heyeti, İcra Direktörleri Kurulu ve Denetim Kurulu olmak üzere üç katmanlı yönetim yapısı olup, fon bağımsız bir tüzel kişiliğe sahiptir. Fonun amacı İran doğal kaynak gelirlerini, bugünkü ve gelecek nesillerin refahını artırmak ve ekonomik getirisi yüksek yatırımları gerçekleştirmektir. Ayrıca fonun, özel sektörün güçlendirilmesi, yabancı yatırımların çekilmesi, yurtdışında yatırım yapan İranlı müteahhitlerin desteklenmesi gibi hedefleri de bulunmaktadır. Fonun kaynağı, doğal kaynak gelirinin en az %20’sinin fona aktarılmasından oluşmaktadır. Bu oran her yıl %3 olarak artırılmaktadır. Bu oranlardaki değişikliklerin parlamento tarafından

onaylanması zorunludur. Ayrıca fona gelecek dönem kaynak aktarımı artış oranı Altıncı Kalkınma Planında belirlenecektir.

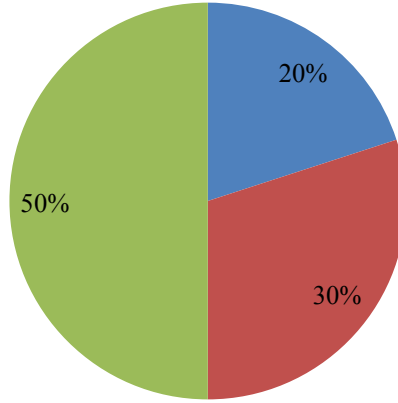
Yönetim Şekli

Fonun yönetiminde etkin organ, Mütevelli Heyeti olup bu heyet aynı zamanda İcra Direktörleri Kurulunun faaliyetlerini de düzenler. Mütevelli Heyeti; bakanlar, parlamento üyeleri, başsavcı ve özel sektör temsilcilerinden oluşmaktadır. Mütevelli Heyetinin başkanı İran Cumhurbaşkanı olup heyet üyelerinin atamasını da yapmaktadır. İcra Kurulunun fonun yatırım stratejilerine ilişkin önerileri Mütevelli Heyeti tarafından onaylanmaktadır. İcra Kurulunun uygulamaları Denetim Kurulu ve Mütevelli Heyeti tarafından denetlenir. Fonun mali tabloları İcra Kurulu tarafında hazırlanmakta, Denetim Kurulu ise altı ayda bir gözetim raporlarını Mütevelli Heyetine ve Parlamentaoya sunmaktadır. Ayrıca bağımsız olan Devlet Denetim Kuruluşu da fon tablolarını denetlemektedir (www.ifswf.org/assessment/iran, 2017).

Yatırım Politikası

Fon yatırımlarında Merkez Bankası mevduat getirisinden daha az olmamak kaydıyla minimum riskli %4 getiri hedeflemektedir. Finans ve para piyasası araçlarına yatırım yapılırken, türev araçlarının kullanımı yasaktır. Ayrıca fon, İran'ın mal ve hizmet ihracat alanını genişleten firmalara kredi desteği de vermektedir. Fon, ülke içinde doğrudan yatırım yapma yetkisine sahip değildir. Sadece özel sektör yatırımları ve özel sektörün gelişimi için finansal imkânlar sağlamaktadır. Fonun yurtiçi makroekonomik rolü doğrudan olmayıp, yabancı yatırımcıların ve İranlı müteahhitlerin yatırımlarını desteklemektedir. Fonun kendi bünyesinde bulunan Ekonomi Bölümü fon politikalarının ülke içi makro dengelerle uyumluluğu izlemektedir (www.ifswf.org/assessment/iran, 2017).

Dış yöneticiler ile yurtdışı yatırımlar aracılığıyla ekonomik getirinin en yüksek seviyeye çıkarılması hedeflenmektedir. Yurt dışı yatırım odaklı olmasına rağmen fonun herhangi bir yurtdışı temsilciliği bulunmamaktadır (<http://en.ndfi.ir/>, 2017). Fon yatırımları Şekil: 6' da görülmektedir. Fonu LMTI endeksi 5'tir (www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings, 2017).



■ Yabancı Kurumlar ■ Deniz aşırı Piyasalar
■ Özel Sektör Şirketleri

Şekil 6: İran Varlık Fonu Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.1.4. Kuveyt Yatırım Otoritesi

1953 yılında kurulmuş olan Kuveyt Yatırım Otoritesi günümüzde 524 milyar dolarlık varlık değerine sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun geçmişi 1953 yılında kurulan Kuveyt Yatırım Kuruluna dayanmaktadır. Fon, 1982 yılında 47 sayılı kanunun 1.maddesinde Maliye Bakanlığına bağlı Kuveyt Yatırım Otoritesi adı altında bağımsız bir kamu otoritesi şeklinde tanımlanmıştır. Fon, Genel Rezerv Fonunun (GRF), Gelecek Nesiller Fonunun (FGF) ve Maliye Bakanlığı tarafından kendisine emanet edilen diğer fonları yönetme yetkisine sahiptir. Fon, petrol rezervlerine alternatif sağlayarak uzun dönemli yatırım getirisi elde etme amacındadır. Ayrıca fon, küresel çapta yatırım yapan bir organizasyon olmayı, Kuveyt özel sektörü ile rekabete girmemeyi ve özel sektörün ekonomik faaliyetlerine ket vurmamayı taahhüt etmektedir.

Fonun kaynağı devlet petrollerine dayanmaktadır. GRF, devlet petrol gelirlerinin tamamına sahiptir. Devlet petrol gelirlerinin en az %10'u ve GRF'nin net

gelirinin de %10'u FGF'ye aktarılmaktadır (<http://www.ifswf.org/assessment/kia>, 2017).

Yönetim Şekli

Fon, Maliye Bakanı (Başkan), Petrol Bakanı, Maliye Bakanlığı Müsteşarı, Merkez Bankası Başkanı ve özel sektörden atanan diğer beş üyeden oluşan yönetim kurulu tarafından yönetilmektedir. Fonun genel müdürü, yönetim kurulu tarafından atanmaktadır. Yönetim kurulu, fonun yatırım stratejisini ve amaçlarını yerine getirilmesinden sorumludur. Fon bilançoları bağımsız denetim kurumları tarafından yılda bir kez denetlenmektedir. Fon, hem Kuveyt parlamentosuna hem de hükümete düzenli olarak her yıl performansı ile ilgili bilgi vermektedir (<http://www.ifswf.org/assessment/kia>, 2017).

Yatırım Politikası

Fonun yatırım stratejisi çeşitli yatırım ve portföylerden meydana gelmektedir. Fonun yatırımları; öz kaynak, gayrimenkul, hedge fon, sabit getirili araçlar ve diğer yatırımlardan oluşmaktadır. Fon, dış yöneticileri aracılığıyla ülke dışına da yatırım yapmaktadır. Bu amaç doğrultusunda İngiltere ve Amerika'da uzmanlaşmış bağımsız şirketler grubu meydana getirilmiştir. Yatırım amaçlı borç verilmemekte ve türev ürünleri kullanılmamaktadır. Ayrıca ana faaliyeti alkol ve kumar endüstrisi olan sektörlerle yatırım yapılmamaktadır. Fon, ülke ekonomisinin gelişmesi ve yenilenmesi için özel sektör faaliyetlerini destekleyen bir fonksiyona da sahiptir (<http://www.ifswf.org/assessment/kia>, 2017).

Ayrıca fon, Kuveyt adına Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu ve Arap Ekonomik Sosyal ve Kalkınma Fonu dahil olmak üzere çok taraflı ve uluslararası kurumlarla işbirliği içindedir (<http://www.kia.gov.kw>, 2017). Fonun LMTI endeksi 6' dır (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017).

3.1.5. Timor Leste Petrol Fonu

Fon, 2005 yılında kurulmuştur. 16 milyar dolarlık varlık değerine sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi “Petrol Kanuna” dayanmaktadır. Fonun ayrı bir tüzel kişisi olmayıp, varlıkları Timor-Leste Merkez Bankasında (BCTL, Banco Central de Timor-Leste) Maliye Bakanlığı adına açılan hesap olarak oluşturulmuştur. Fonun kaynağı Timor Leste’nin petrol gelirleridir. Petrol Kanunu’nda, fonun amacı, bugünkü ve gelecek nesiller için petrol kaynaklarının daha iyi bir şekilde yönetilmesine katkıda bulunulması olarak ifade edilmiştir (<http://www.ifswf.org/assessment/timor-leste>, 2017).

Yönetim Şekli

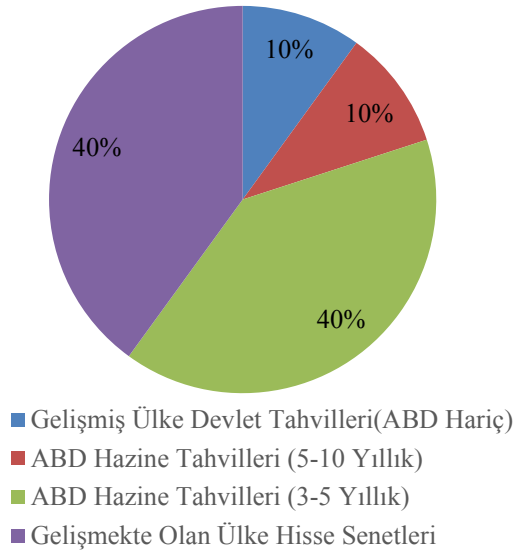
Maliye Bakanı fonun yatırım politikasını belirleyerek, fonun performansını takip eder. Fonun yatırımları hususunda Maliye Bakanı’na tavsiyede bulunan Yatırım Danışma Kurulu üyeleri, Maliye Bakanının önerisi ile Başbakan tarafından atanır. Fon, Maliye Bakanlığı tarafından hazırlanan yönetim ve yatırım kılavuzları ile Yatırım Danışma Kurulu tarafından verilen direktiflere göre yatırım yapan Timor-Leste’in Merkez Bankası tarafından yönetilmektedir. Aynı zamanda BCTL, fonun dış yöneticilerinin atamasını yapmaktadır. Maliye Bakanlığı, fonun yatırım stratejisi ve yönetimi ile ilgili herhangi bir konuda karar vermeden önce Yatırım Danışma Kurulu’ndan tavsiye almaktadır. Fonun, %20’sini yönetmek için 2009 yılı haziran ayında atanan Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ilk dış yöneticidir (<http://www.ifswf.org/assessment/timor-leste>, 2017).

Bütçe açığını finanse etmek için fondan kaynak aktarımı yapılması, fonun doğrudan yurtiçi makroekonomik etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Aktarılan bu meblağ, Tahmini Sürdürülebilir Gelir (TSG) çerçevesince belirlenmiş, petrol gelirlerinin uzun vadede gerçek değerini tüketmeyecek şekilde tasarlanmıştır. Tahmini Sürdürülebilir Gelir, petrol gelirlerinin %3’ü olarak ayarlanmıştır. Burada TSG kavramının kullanılmasındaki amaç kamu maliyesi sürdürülebilirliğinin petrol fiyatlarının oynaklığına karşı korunmasıdır. Bu yönüyle fon, devlet bütçesine entegre

edilmiştir. BCTL, fonun performansı ile ilgili olarak hazırlanan raporları üç ayda bir Maliye Bakanlığına sunmaktadır. Ayrıca BCTL kendi inisiyatifiyle fon için aylık bir performans raporu hazırlamaktadır. Maliye Bakanlığı, fonun performansını ve maruz kaldığı riskleri uluslararası kredibilitesi olan muhasebe ve denetim kurumlarının üç ayda bir yapmış olduğu performans ve risk incelemesi ve denetimleri aracılığıyla izlemektedir. Maliye Bakanlığı, fonun faaliyetleri ile ilgili raporları parlamentoya sunmaktadır. Petrol Kanunu, uluslararası kredibilitesi yüksek denetim kurumları tarafından fonun denetiminin yapılması gerekli kılmalıdır (<http://www.ifswf.org/assessment/timor-leste>, 2017).

Yatırım Politikası

Fon yatırım politikası düşük riskli yüksek getirili gelir elde etmeye yöneliktir. “Petrol Fonu Yasası” fonun yurtiçi yatırım yapmasına izin vermemektedir. Fon yatırımları Şekil: 7 görüldüğü gibi hisse senetleri, gayrimenkul ve sabit gelirler şeklinde dağılıma sahiptir. Fon portföy yatırımlarının %90’ı Amerikan Devlet tahvilleri şeklindedir (Timor-Leste Maliye Bakanlığı, Petrol Fonu Yıllık Raporu, 2016). Fonun LMTI endeksi 8’dir (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017).



Şekil 7: Timor-Leste Varlık Fonu Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.2. Tasarruf Fonları

Doğal kaynak zengini ülkeler bu kaynaklardan elde ettikleri gelirleri çeşitli yatırım araçlarında kullanarak bugünkü refahın, gelecek kuşaklara aktarılmasını hedeflemektedirler.

3.2.1. Botswana Pulo Fonu

1994 yılında kurulan fon, 5 milyar dolar varlığa sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi 1996 yılında Botswana Merkez Bankası yasasında yapılan değişikliğe dayanmaktadır. Fon kaynağı, elmas ihracından kaynaklı ödemeler dengesi fazlalığından meydana gelen döviz rezervleridir. Botswana Merkez Bankası, sterilizasyon amacıyla tutmuş olduğu rezervlerden arta kalan bakiye fona aktarmaktadır. Aktarılan bu meblağ Botswana Merkez Bankası'nın Maliye ve Kalkınma Planlama Bakanlığı ile yaptığı istişareler sonucu belirlenmektedir. Fon, doğal kaynak gelirlerini gelecek kuşakların refahını sağlamak için yatırıma yönlendirmektedir (<http://www.ifswf.org/members/botswana>, 2017).

Yönetim Şekli

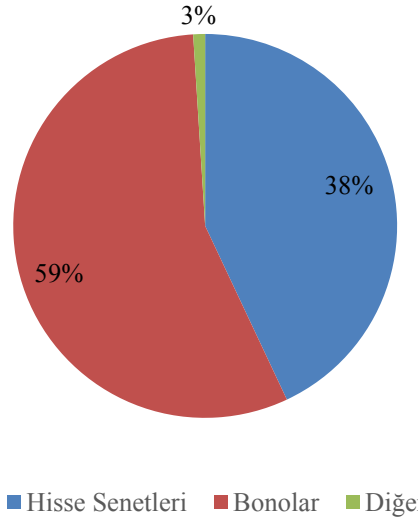
Fonun yönetimi Botswana Merkez Bankasına bırakılmıştır. Yönetim kurulunda, hükümeti temsilen Maliye ve Kalkınma Planlama Bakanlığı bulunmaktadır. Ayrıca Botswana Merkez Bankası başkanı ve icra yetkisi olmayan yedi bağımsız üye de bulunmaktadır. Botswana Merkez Bankası yasasına göre Botswana Merkez Bankası, Maliye ve Kalkınma Planlama Bakanlığı yaptığı istişareler sonucu fonun yatırım politikasını belirlenmektedir. Fonun yönetim anlayışı, maliye politikası çerçevesi ile bağlantılı olmasının yanı sıra kalkınma, ekonomik istikrar ve gelecek nesiller için tasarruf odaklıdır. Yatırım politikasındaki sapmalar, Botswana Merkez Bankası başkanın yönettiği Yatırım Komitesi tarafından gözden geçirilir. Mali Piyasalar Departmanı ise iç ve dış fon yöneticilerini kullanarak yatırım stratejisini uygular. Fon denetimi Maliye ve Kalkınma Planlama Bakanlığı ve Botswana Merkez Bankası Yönetim Kurulu tarafından onaylanan bağımsız dış deneticiler tarafından yapılmaktadır.

Botswana Merkez Bankası hazırladığı finansal tabloları ve yıllık raporu parlamentoya sunmak zorundadır. Bu durum, fon üzerinde parlamento denetimini sağlamaktadır. Yılda bir kez yayınlanan rapor Botswana Cumhurbaşkanı, Bakanlar Kurulu, üst düzey hükümet yetkilileri, parlamento, medya, iş dünyası ve diplomatik teşkilatlar gibi paydaşlara sunulur. Botswana hükümeti, parlamento onayı olmadan bütçe açığını kapatmak için gerekli olan miktardan daha fazlasını fondan çekemez (<http://www.ifswf.org/members/botswana>, 2017).

Yatırım Politikası

Fonun yatırım hedefi; fon varlıklarının satın alma gücü ve likiditesinin korunması, makul risk anlayışı ile fon getirisinin en yüksek düzeye çıkarılmasıdır. Yatırım stratejisi kaldıraç kullanımına izin vermemektir. Fon, yatırımlarında dış yönetici kullanmaktadır. Fonun doğrudan yurtiçi yatırım stratejisi olmamasına rağmen yurtiçi makroekonomik etkilere sahiptir. Bu etki, maliye politikası kararlarından kaynaklı bütçe açık ve fazlalıklar, ödemeler dengesindeki azalış ve artışlar fonun yatırımlarında artış ve azalışlara sebep olmaktadır (<http://www.ifswf.org/members/botswana>, 2017).

Yatırımlar, sabit getirili menkul kıymet ve hisse senedi ağırlıklıdır. Fonun varlıkları kullanılarak kamu görevlileri emekli sandığının kurulması ve 2008 küresel kriz sebepleriyle varlıklarında belirli bir miktar erime olmuştur (<http://www.bankofbotswana.bw>, 2017). Fonun yatırımları Şekil: 8’de görüldüğü gibi bono ve hisse senedi ağırlıklı bir dağılıma sahiptir. Fonun LMTI endeksi 6’dır (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017).



Şekil 8: Botswana Pulo Fonu Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.2.2. Kanada Alberta Miras Tasarruf Vakfı Fonu

Fon, 1976 yılında kurulmuş olup, 13 milyar dolar varlık değerine sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi “Alberta Miras Tasarruf Vakfı Kanununa” dayanmakta olup, ayrı bir tüzel kişiliği yoktur. Fonun kaynağı Alberta eyaletinin petrol ve doğal gaz gelirleridir. Petrol ve doğal gaz üretiminde elde ettiği gelirin bir kısmını Alberta’lılar için ekonomik getiri sağlamaya yönelik değerlendirmektedir. Fon, Kanada’nın Alberta eyaletinin varlık fonu olup, Kanada’nın ekonomik, finansal ve makroekonomik politikalar üzerinde doğrudan bir bağlantısı yoktur (<http://www.ifswf.org/assessment/alberta>, 2017).

Başlangıçta gelirler üç ayrı bölüme ayrılmıştır. Bunlar; Sermaye Projeleri Bölümü, Alberta Yatırım Bölümü ve Kanada Yatırım Bölümüdür. Daha sonra 1982 yılında fonda yapılan değişikliklerle Ticari Yatırım Bölümü, Enerji Yatırım Bölümü ve Nakit ve Menkul Kıymet Portföyü olarak bölümlendirme gerçekleştirilmiştir (Hoffman, D.Michael).

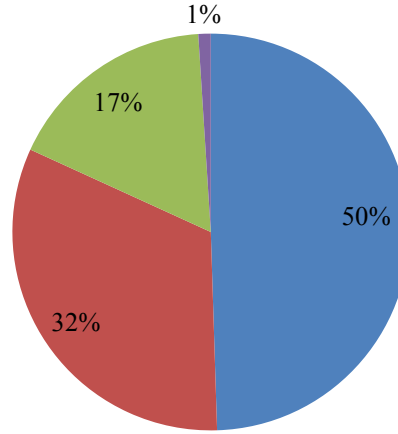
Yönetim Şekli

Fonun yatırımına ilişkin sorumluluklar meclis tarafından Hazine Kurulu Başkanı ve Maliye Bakanlığına devredilmiştir. Operasyonel açıdan diğer devlet organları ile etkileşimi gerçekleşmediği için siyasal yönetimden bağımsız yatırım yapabilmektedir. Alberta Miras Tasarruf Vakıf Fonu Daimi Komitesi dokuz parlamento üyesinden oluşmaktadır. Bu komitenin üç üyesi iktidar partisinden değildir. Üyelerinin atamasını Hazine Kurulu Başkanı ve Maliye Bakanının yaptığı Alberta Yatırım Yönetim Kurulu, fonun yatırımlarından ve yönetiminden sorumludur. Bu yetki devri Hazine Kurulu Başkanı ve Maliye Bakanlığı'na yapılmıştır. Ayrıca bu kurulda Hazine Kurulu Başkanını ve Maliye Bakanını temsil eden bir temsilci bulunmamaktadır. Alberta Hazine Kurulu Başkanı ve Maliye Bakanı, fona ilişkin üç aylık ve yıllık raporlarını meclise ve kamuoyuna sunmaktadır (<http://www.ifswf.org/assessment/alberta>, 2017).

Yatırım Politikası

Alberta Miras Tasarruf Vakfı Kanunu, fonun yatırım hedefini uzun vadeli ekonomik getiriyi maksimize etmek olarak belirlemiştir.

Fonun yatırımlarında hisse senedi, tahvil, hedge fonları, gayrimenkul, altyapı gibi yatırım araçları bulunmaktadır. Fon 2016-17 mali yılının ilk dokuz ayında % 7,4'lük yatırım getirisi ve 1,5 milyar dolarlık net gelir elde etmiştir. Geçtiğimiz beş yılda fon yıllık ortalama yüzde 11,7'lik bir getiri elde etmiştir (<http://www.finance.alberta.ca>, 2017) Fonun LMTI endeksi 9'dur (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 2017). Fonun yatırımlarında Şekil: 9'da gösterildiği gibi hisse senedi ve alternatif yatırımlar en yüksek paya sahiptir.



■ Hisse Senedi ■ Alternatif Yatırımlar
■ Sabit Gelirler ■ Diğer

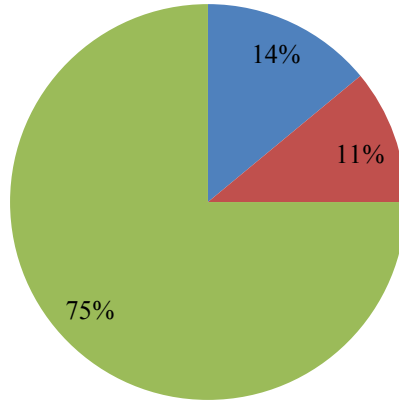
Şekil 9: Alberta Miras Vafkı Fon Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.2.3. Libya Yatırım Otoritesi

2006 yılında kurulan fon, ülkenin doğal kaynak gelirlerini uzun vadeli bakış açısı ile gelecek nesiller için refah ve gelir yaratmayı amaçlamaktadır. Libya'daki siyasi karışıklık fonu da etkilemiştir (<http://www.ifswf.org/member-profiles/libyan-investment-authority>, 2017).

Fonun yeni yönetim kurulu, başta ABD, İngiltere ve BM tarafından kabul edilmiştir (<http://www.lia.com.mt/en/>, 2017). Fonun yurtiçinde dolaylı ve doğrudan yatırımlar bulunmamaktadır. Yatırımları hisse senedi, devlet ve şirket tahvilleri ile para piyasasının muhtelif yatırım araçlarıdır. Libya'nın içinde bulunduğu siyasi karışıklık sebebiyle fona dair bilgi akışı yetersizdir. Fonun LMTI endeksi 1'dir (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 2017). Fonun sabit gelirlerinde oluşan yatırımlarının coğrafi dağılımı Şekil: 9'da gösterilmektedir.



■ Kuzey Amerika ■ Gelişmekte Olan Ülkeler ■ Avrupa

Şekil 10: Libya Yatırım Otoritesi Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.2.4. Malezya Khazanah Nasional Berhad

1993 yılında kurulan fonun varlıklarının değeri 38 milyar dolardır.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi 1965 yılındaki “Malezya Şirketler Yasasına” dayanmakta olup halka açık limited şirketi olarak kurulmuştur. Federal Arazi Komiserine ait olan tek hissesi hariç tüm sermayesi Maliye Bakanlığına aittir (<http://www.ifswf.org/assessment/khazanah>, 2017).

Fon, Putrajaya Kamu Bağlantılı Şirketler Komitesi Sekreteri olarak KİT’lerin değerini ve verimliliğini artırmayı ve bu şirketlerin kurumsal yönetimini güçlendirme amacını gütmektedir. Bu doğrultuda Axiata Group Berhad, CIMB Group Holdings Berhad, Tenaga Nasional Berhad, Telekom Malaysia Berhad, Malezya Airports Holdings Berhad, IHH Healthcare Berhad ve UEM Sunrise Berhad gibi şirketler fonda yer almaktadır. Fon, halka açık bir limited şirket olduğu için şirketin finansmanı halka arz edilen hisse senetleri ile gerçekleşmektedir. Fon, yatırımlarını finanse etmek için belli bir miktarda borçlanmaya başvurabilmektedir. Fon, proaktif yatırım anlayışı ile

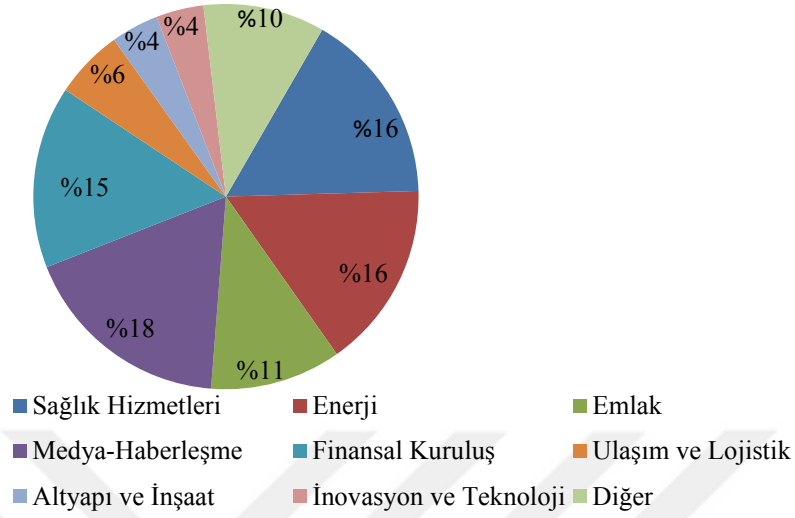
sürdürebilir değer yaratarak farklı coğrafyalarda yeni ekonomik yatırımlarla Malezya'nın ekonomik olarak rekabet edebilirliğine ve kalkınmasına katkıda bulunmak amacındadır (<http://www.khazanah.com>, 2017) .

Yönetim Şekli

Yönetim kurulu, Maliye Bakanlığı temsilcilerinden oluşmaktadır. Yönetim Kurulu, İcra Komitesi (üye sayısı dört olup üç üye bağımsız, bir üye icra direktörü) ve Denetim Risk Komitesi (üyesi sayısı dört olup üç üye bağımsız) olmak üzere iki alt komite ile ortak çalışma yürütmektedir. Fon her yıl ocak ayında finansal tablolarının özetini ve yıllık raporu yayınlamaktadır. Ayrıca mali tablolar bağımsız dış denetçi (Ernst&Young) ve Fon Genel Sekreteri tarafından denetlenerek denetim sonucu Malezya Şirketler Komisyonuna rapor şeklinde sunulmaktadır (<http://www.khazanah.com>, 2017).

Yatırım Politikası

Fonun yatırım politikası kamuoyuna açıklanmamıştır. Fonun yatırım alanları geniş olup finans, sağlık hizmetleri, altyapı inşaat, teknoloji, havacılık gibi birçok alanda yatırımları bulunmaktadır. Bu yatırımların %55 i Malezya'da geriye kalan kısmı ise yurtdışında gerçekleşmiştir. Yurtdışı yatırımları Kuzey Amerika, Ortadoğu, Aysa, Çin ve Türkiye olmak üzere birçok coğrafyaya dağılmış durumdadır. Bu yatırımlar içinde Çin %6,4 ve Singapur %6,3 ile en çok yatırım yapılan ülkelerdir (<http://www.khazanah.com>, 2017). Fonun yatırımları Şekil: 11'de görüldüğü birçok sektöre yöneliktir. Fonun LMTI endeksi 9'dur (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017).



Şekil 11: Malezya Varlık Fonu Yatırım ve Portföy Dağılımı

Kaynak: www.khazanah.com, 2018

3.2.5. Katar Yatırım Otoritesi

2005 yılında Katar Emiri kararıyla kurulmuştur. Varlıklarının toplam değeri 320 milyar dolardır.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi Katar Emir'inin 22 sayılı kararına göre belirlenmiştir. Fon, fon mevzuatının 5. maddesine göre Ekonomik İşler ve Yatırımlar Yüksek Kurulu tarafından Katar'ın rezervlerinin ve diğer mülklerinin geliştirilmesi, yatırım yapılması ve yönetilmesi hedefi üzerine kurgulanmıştır. Daha iyi bir yönetimi gerçekleştirmek için Genel Portföy, Finansal Kurumlar ve Gayrimenkul Bölümleri oluşturulmuştur. Fonun kaynak yapısı sıvılaştırılmış doğal gazın en büyük ihracatçısı olan Katar'ın dış ticaret fazlalığından elde ettiği rezerv fazlasına dayanmaktadır (<http://www.ifswf.org/assessment/qia>, 2017).

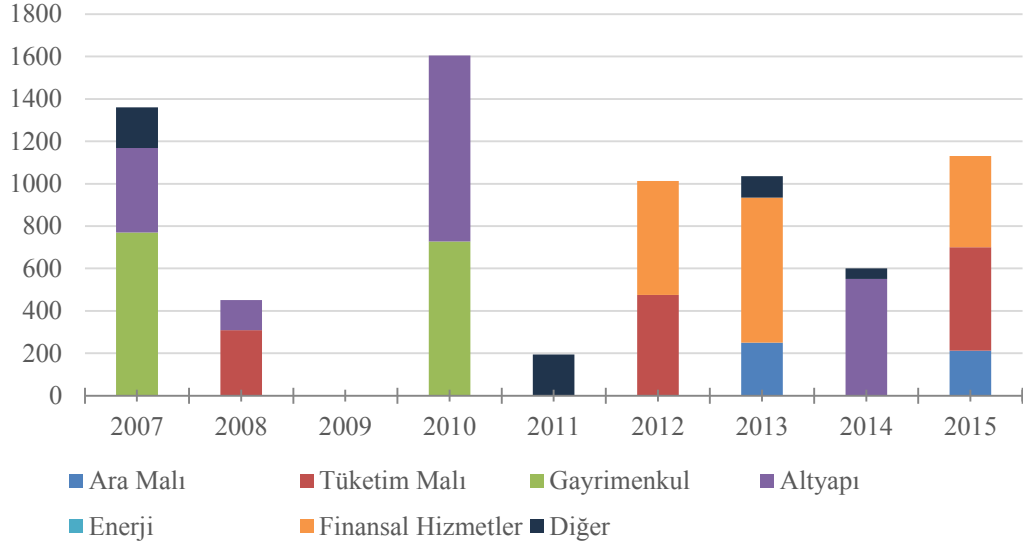
Yönetim Şekli

Fon, Katar devletinin mülkiyeti altında olup bağımsız tüzel kişiliği ve bütçesi vardır. Katar hükümeti fonun yatırım, tahsilat ve operasyonel işlemlerine müdahale edememektedir. Fon, Katar Emiri ve ailesinin kontrolü altındadır. Yatırım ve Denetim Komitesi fon yönetim kuruluna karşı sorumludur. Fonun yönetim kurulu başkanı, vekili ve diğer yönetim kurulu üyeleri Katar Emiri tarafından atanmaktadır. 2016 yılında fonun yatırımlarını denetlemek için Katar Yatırımlar Bölümü kurulmuştur. Bu bölüm, Maliye Bakanlığı ve diğer parasal otoritelerle koordinasyon içinde olarak makroekonomik politikadaki uyumu sağlamaktadır. Fon, Devlet Denetim Bürosu ve bağımsız bir dış denetçi tarafından denetlenmektedir. Ayrıca fon dış yöneticilerle ilişkin düzenlemelere sahiptir. Fonun işlemleri ile ilgili kamuoyuna bilgilendirme yapması gibi yasal bir zorunluluğu yoktur. Fakat yönetim kurulu gerekli görürse kamuoyu ile bilgi paylaşımına gidebilir. Fon, kurulduğundan beri Katar Devleti tarafından fondan çekme işlemi uygulanmamıştır. Yönetim Kurulu tarafından bir talebin oluşması halinde böyle Ekonomik İşler Yüksek Kurulu'nun onayı ile yapılan çekme işlemi tüm kanunlara ve yönetmeliklere uygun olması gerekmektedir (<http://www.ifswf.org/assessment/qia>, 2017).

Yatırım Politikası

Fon, makul risk oranı ile uzun vadeli yatırımlarla ekonomik getiri hedeflemektedir. Fonun yatırım portföyünde hisse senetleri, sabit getirili menkul kıymetler, emlak ve özel sermaye alımları bulunmaktadır. Aynı şekilde emtia, altyapı, perakende ve tüketici sektörlerinde de yatırım için sektör uzmanlığı kurulmuştur (<http://www.qia.qa>, 2017).

Fonun yurtdışı yatırım stratejisi olup, 2008 yılında Merrill Lynch'den 2 milyar, Citigroup'dan 3 milyar dolar hisse satın alımı yapmıştır (Heyward, 2008: 3; Gieve, 2008: 199). Fonun LMTI endeksi 5'dir (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017). Fonun Grafik: 7'de gösterildiği gibi birçok sektörde yatırımları bulunmaktadır.



Grafik 7: Katar Yatırım Otoritesi Yatırımları (Milyon \$)

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.3. Rezerv Yatırım Fonları

Amacı döviz rezervlerine sahip ülkelerin, bu rezervleri kar amaçlı farklı yatırım seçeneklerinde kullanarak ekonominin daralma dönemindeki kaynak ihtiyacını genişleme dönemlerinde elde edilen karlarla absorbe edebilmektir.

3.3.1. Çin Yatırım Kurumu

Fon, 2007 yılında kurulmuş olup, 900 milyar dolar varlık değerine sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi “Çin Halk Cumhuriyeti Şirketler Kanununa” dayanmaktadır. Fonun kaynağı Hazinesin tahvil ihracıdır. 200 milyar dolar kayıtlı sermayesi olan devlete ait bir şirkettir. Fonun CIC International, CIC Capital Corporation, Central Huijin olmak üzere üç yan şirketi bulunmaktadır. CIC International, deniz aşırı varlıklara yatırım yapma ve yönetme yetkisi ile Eylül 2011 yılında kurulmuştur. CIC Capital Corporation uzun vadeli varlıklara yapılan yatırımları artırmak ve doğrudan yatırımlar yapmak için kurulmuştur. Central Huijin ise Çin’deki

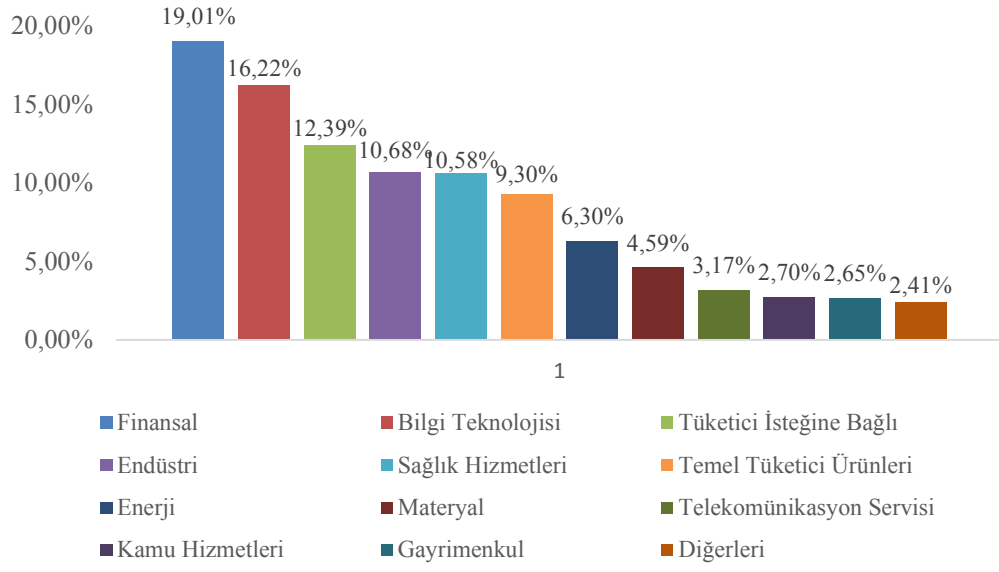
kamu varlıklarının değerini korumak, geliştirmek ve öz sermaye yatırımları yapmak amacıyla kurulmuştur. Fon 2011’de Toronto’da, 2015’de ise New York’da yurtdışı temsilcilik açmıştır. Fon, Çin’in döviz rezerv fazlalıkları ile kabul edilebilir risk dahilinde yatırımlarını çeşitlendirerek en yüksek getiriyi elde etmeyi amaçlamıştır. Aynı zamanda hem yurtiçinde hem de yurtdışında öz sermaye yatırımları da yapmaktadır (<http://www.china-inv.cn>, 2017).

Yönetim şekli

Yönetim Kurulu, Denetim Kurulu, İcra Komitesi olmak üzere fonun yönetiminde üç temel birim bulunmaktadır. Yönetim Kurulu, Devlet Konseyi tarafından belirlenen ilkeler doğrultusunda yatırım planlarını gerçekleştirir. Ayrıca Yönetim Kurulu, İcra Komitesi ve Ücretlendirme Komitesi tarafından desteklenmektedir. Hem yönetim kurulunun hem de icra komitesinin başkanı aynı kişidir. Denetim Kurulu iç denetimden sorumlu olup aynı zamanda dış denetçileri seçme yetkisi vardır (<http://www.china-inv.cn>, 2017). Yönetim Kurulu, Devlet Konseyine karşı sorumlu iken İcra Komitesi ise Yönetim Kurulu’na karşı sorumludur (<http://www.ifswf.org/assessment/cic>, 2017)

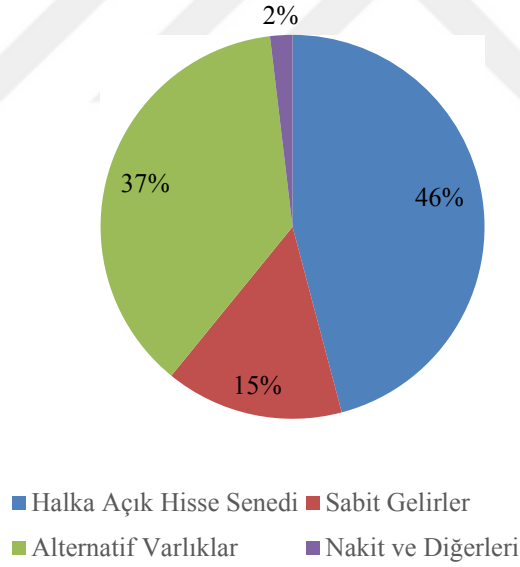
Yatırım Politikası

Fon yatırımlarında hissedarlarına kabul edilebilir risk dahilinde maksimum getiri elde etmeyi hedeflemektedir. Yatırımları yurtdışı odaklı olup yurtiçi makroekonomik hedef gözetmemektedir. Yatırımları çok çeşitli olup nakit, tahvil, hisse senedi, hedge fonları, ABD hazine tahvili, özel sermaye, gayrimenkul gibi çok çeşitli mali ürünlere yatırım yapılmaktadır (Grafik: 8 ve şekil: 12). Yatırımların coğrafi dağılımında ise ABD %46,32 oranla en yüksek değere sahiptir. Ayrıca Hong Kong ve ABD’de fonun temsilcilikleri bulunmaktadır (<http://www.china-inv.cn>, 2017). Fonun LMTI endeksi 8’ dir (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 2017).



Grafik 8: Çin Yatırım Kurumu Yatırımları

Kaynak: www.china-inv.cn, 2018



Şekil 12: Çin Yatırım Kurumu Portföy Dağılımı

Kaynak: www.china-inv.cn, 2018

3.3.2. Güney Kore Yatırım Kurumu

2005 yılında kurulmuş olan fon, 122 milyar dolar varlık değerine sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi “Kore Yatırım Şirketi Kanununda” belirtilmiştir. Fonun kaynağı, Kore Devleti ve Kore Merkez Bankası tarafından aktarılan kamu fonlarından oluşmaktadır. Fonun amacı ise, kendisine emanet edilen kamu fonlarının etkin bir şekilde yöneterek finansal sektörün gelişmesini sağlamaktır. Yine enflasyon seviyelerini aşan uzun vadeli yatırım getirileri üreterek gelecek kuşakların refahına katkıda bulunmaktır (<http://www.ifswf.org/assessment/kic>, 2017).

Ayrıca fon, fazla rezervlerini, emeklilik fonlarını ve kamu fonlarını denizaşırı yatırımlarla değerlendirmek, yurtiçi ve yurtdışında finansal şirketlerle işbirliği yoluna giderek yerli finans sektörünün rekabet gücünü artırmak ve denizaşırı altyapı geliştirme projelerini desteklemek gibi amaçlar da taşımaktadır (<http://www.kic.go.kr/en/>, 2017).

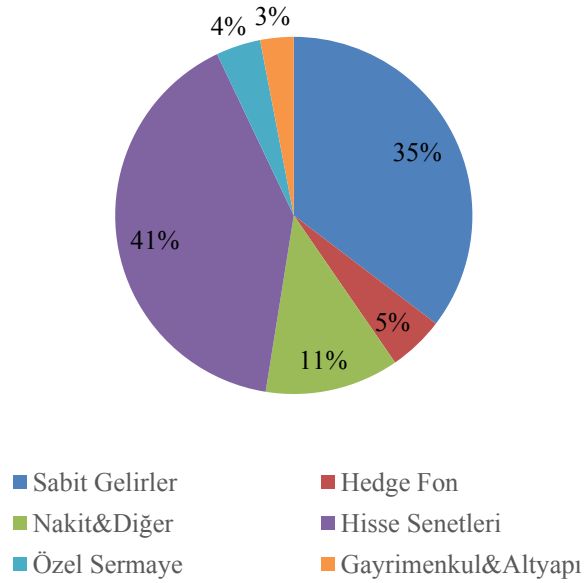
Yönetim Şekli

Fonun en yüksek karar organı Yönlendirme Komitesi (Steering Committee) dir.

Fonun dokuz üyeli Yönlendirme Komitesi, operasyonel olarak hükümetten bağımsız, özerk bir niteliği sahiptir. Yönlendirme Komitesinde özel sektörden altı uzman, fona varlıklarını emanet eden Strateji ve Maliye Bakanı ve Kore Merkez Bankası Başkanı, fonun genel müdürü bulunmaktadır. Özel sektör üyeleri Kore Cumhurbaşkanı tarafından atanmaktadır. Fon, Yönlendirme Komitesi ile birlikte Yönetim Kuruluna da sahiptir. Fonun hedefleri hükümet tarafından belirlenmektedir. Fonun yıllık faaliyet raporları ve mali tabloları bağımsız dış denetçi tarafından denetlenmektedir. Ayrıca fonun faaliyetleri Ulusal Meclis tarafından yıllık denetime de tabiidir (<http://www.kic.go.kr/en/>, 2017).

Yatırım Politikası

Fonun yatırım hedefi optimal risk düzeyinde sürdürülebilir getiri elde etmektir (<http://www.ifswf.org/assessment/kic>, 2017). Fon 69 ülkede hisse senedi piyasasına yatırım yapmaktadır. Fonun yurtiçi finans sektörünü geliştirme hedefi olmasına rağmen yurtdışına da yatırım yapmakta, doğrudan yurtiçi makroekonomik katkı gütmemektedir. Fonun yatırımları hisse senedi, tahvil, enflasyona endeksli bono, özel sermaye, gayrimenkul, hedge fonları ve özel yatırımları içerecek şekilde geniş bir yatırım yelpazesine sahiptir. Fon 18 ülkenin varlık fonu ile karşılıklı işbirliği için mutabakat metni imzalamıştır (<http://www.kic.go.kr/en/>, 2017). Fonun yatırımları Şekil: 13'de gösterilmektedir. Fonun LMTI endeksi 9'dur (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 2017).



Şekil 13: Kore Yatırım Kurumu Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.3.3. Singapur Devlet Yatırım Kurumu

1981 yılında kurulmuş olup 359 milyar dolar varlık değerine sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi Singapur Şirket Kanun’unda ayrıntılı bir şekilde ifade edilmiştir. 1981 tarihli Singapur “Şirketler Yasasına” istinaden kurulmuştur (<http://www.ifswf.org/assessment/gic>, 2017).

Fonun kaynağı devlet tahvillerinin ihraç gelirleri, dış ticaret fazlasında elde edilen döviz fazlalıkları, bütçe fazlası ve kamu arazilerini satışından elde edilen gelirler oluşmaktadır. Fonu oluşturan kaynakların varlık oranı fon içinde belirtilmeyip tüm kaynaklar tek bir havuzda toplanarak yönetilmektedir. Fon, Singapur’un döviz rezervlerini uluslararası satın alma gücüne karşı koruyup geliştirerek uzun vadeli getiri elde etme amacıyla küresel piyasalarda yatırım yapmaktadır (www.gic.com.sg, 2017).

Fon, yurtdışı yatırım odaklı olduğu için yurtiçi makroekonomik politikalarla yakınsamalı ve uyumlu bir anlayışa sahip değildir (<http://www.ifswf.org/assessment/gic>, 2017).

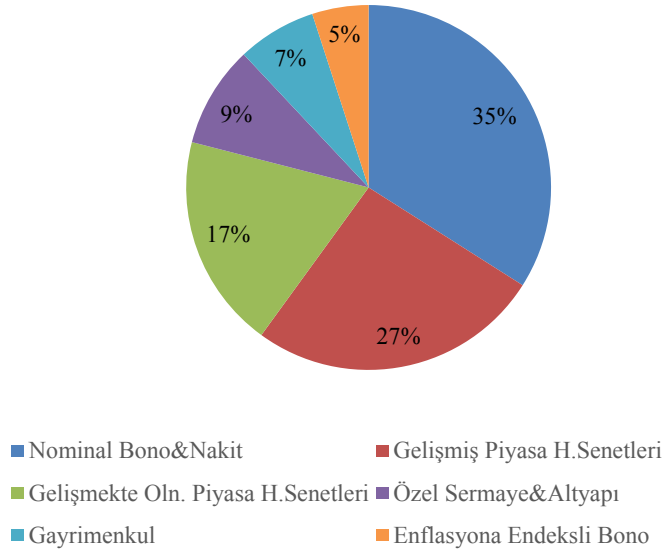
Yönetim Şekli

Fonun hükümetle ilişkisi fonun temsilciliğini yapan Maliye Bakanı üzerinden yürütülmektedir. Maliye Bakanı fonun yatırım kararlarını etkileyemez ve yönlendiremez. Fonun yönetiminden Maliye Bakanlığı tarafından atanan yönetim kurulu sorumludur. Fon yönetimi tüm yatırım stratejilerinden sorumlu olup, düzenli olarak hükümete raporlar sunmaktadır. Fon yönetimi tarafından belli konularda Singapur Devlet Başkan’ına bilgi verilmektedir. Fakat Singapur Devlet Başkanı ile istişare edilmeden fonun yönetim kuruluna üye atanamaz ve herhangi bir üyesi yönetimden çıkartılamaz. Burada önemli bir ayrıntı Singapur Devlet Başkanı’nın hem hükümetten hem de siyasi partilerden bağımsız olmasıdır. Singapur Başkanı tarafından atanan genel müdür, hükümete, Singapur Başkanına, parlamentoya fonun yönetimine ilişkin yıllık raporları sunar. Yatırım stratejileri komitesinde küresel deneyimi olan dış danışmanlar çalıştırılmaktadır. Fon, kendi iç denetiminin yanı sıra bağımsız denetçiler

tarafından denetlenmektedir. Denetim sonrası raporlar Başkan ve parlamentoya sunulmaktadır (<http://www.ifswf.org/assessment/gic>, 2017).

Yatırım Politikası

Fon, uzun vadeli getiri elde etmek için kabul edilebilir risk dahilinde yatırım anlayışına sahiptir. Fonun kırktan fazla ülkede 100 milyar dolara yakın yatırımı bulunmasının yanı sıra dünya genelinde on adet yurtdışı ofisi bulunmaktadır. Fon portföyü %65'i küresel hisse senedi ve %35'i küresel tahvillerden oluşmaktadır (<http://www.gic.com.sg/report/report-2016-2017/portfolio.html>, 2017). Fonun yatırımları Şekil: 14'de gösterildiği gibi birçok sektöre yayılmıştır. Fonun LMTI endeksi 6'dır (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 2017).



Şekil 14: Singapur Devlet Yatırım Kurumu Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.4. Emeklilik Rezerv Fonları

Bu fonlar, yaşlanan nüfusun emeklilik sisteminde meydana getireceği yükümlülüklerinin gelecek yıllarda bütçe üzerindeki baskısını tolere etmek amaçlıdır.

3.4.1. Avustralya Gelecek Fonu

105 milyar dolar varlık değerine sahip olan fon, 2006 yılında kurulmuştur.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi özel bir yasa ile belirtilmemiş olup, fonun yönetiminden sorumlu olan Yönetim Kurulu'nun, fon yönetimine ilişkin mevzuatına dayandırılmıştır.

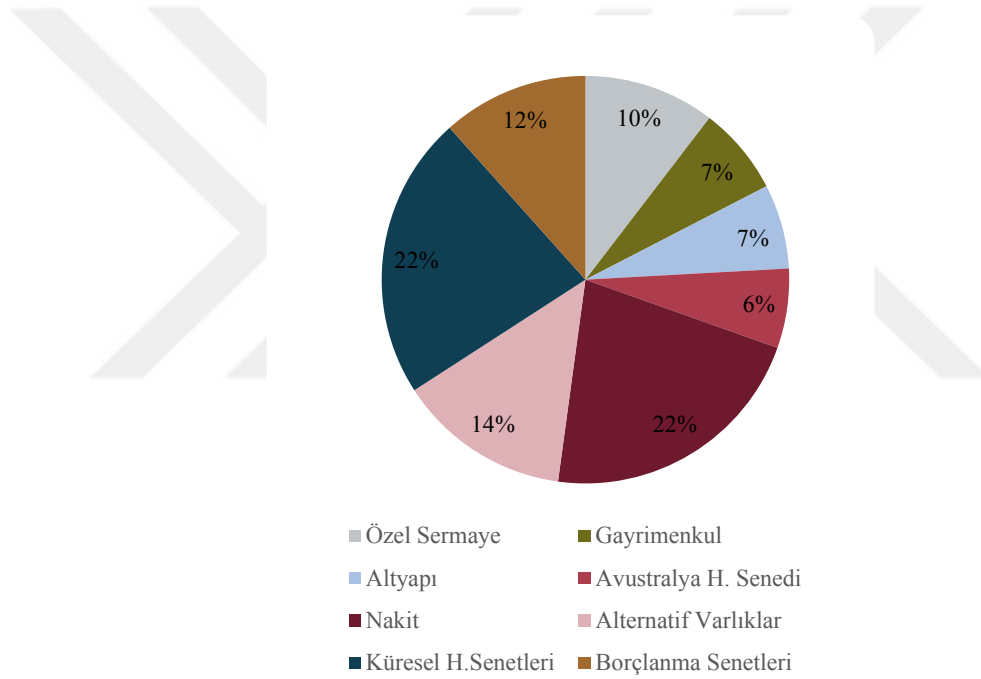
Fonun yönetiminde, yönetim kurulunun yanı sıra yatırım ekibi belirleyici olmakta her iki kurulun rol dağılımı mevzuatta detaylandırılmıştır. Fon, kaynağı bütçe fazlası ve hükümetin Telstra Telekom özelleştirmesi ile elde edilen gelirleri ile oluşturulmuştur. Fon, hükümetin uzun vadeli ekonomik durumunu güçlendirmek ve yaşlanan nüfusun olan emeklilik yükümlülüklerinden dolayı hükümete yapacağı baskıyı azaltmak amacıyla kurulmuştur (<http://www.ifswf.org/assessment/future-fund>, 2017).

Yönetim Şekli

Yönetim Kurulu, hükümet tarafından belirtilen hedefler doğrultusunda fonun yönetiminde hükümetten bağımsız olarak faaliyette bulunur (<http://www.ifswf.org/assessment/future-fund>, 2017). Yönetim kurulu, başkan dahil altı kişiden oluşmaktadır. Üyeler bakanlar tarafından atanmaktadır. Fonun yönetim takımı yedi kişiden oluşmakta, yönetim kuruluna yatırımlar ile ilgili tavsiyelerde bulunmaktadır. Fona dair mali tablolar ve raporlar Maliye Bakanı ve parlamentoya sunulmak zorundadır. Fon, kendi iç denetiminin yanı sıra bağımsız dış denetçi tarafından denetlenmektedir. Dış denetimi, Avustralya Ulusal Denetim Bürosu sorumluluğunda gerçekleşir. Hükümet 2017 yılında fonun büyümesi için 2027 yılına kadar fondan çekme işleminin yapılmayacağını beyan etmiştir (<http://www.futurefund.gov.au>, 2017).

Yatırım Politikası

Fonun 2016-2017 yıllık raporunda, yatırım stratejisi olarak 30 Haziran 2017 yılına kadar yılda %4,5 ile %5,5 aralığında yıllık getiri elde etmeyi hedeflenmiş, daha sonra bu oranlar aşağı doğru revize edilerek %4 ila %5 olarak belirlenmiştir. 2016 yılında Merkez Bankacılık Dergisi tarafından yılın en iyi varlık fonu seçilmiştir (<http://www.futurefund.gov.au>, 2017). Şekil 15’de görüldüğü gibi fonun hisse senedi, özel sermaye, altyapı yatırımları olmak üzere çeşitli sektörlerde yatırımları bulunmaktadır. Fonun LMTI endeksi 10’dur (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017).



Şekil 15: Avustralya Gelecek Fonu Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2017

3.4.2. Şili Ekonomik ve Sosyal İstikrar ve Emeklilik Rezerv Fonu

Fon, 2007 yılında kurulmuş olup 14 milyar dolar varlık değerine sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Şili Varlık Fonu, Ekonomik Sosyal İstikrar ve Emeklilik Fonu olarak iki farklı işleve sahiptir. Buna göre hem Emeklilik Rezerv Fonu hem de Ekonomik ve Sosyal

İstikrar Fonun yasal çerçevesi “Mali Sorumluluk Yasasına” dayanmaktadır. Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu, Eski Bakır Fonundan 2,56 milyar dolar kaynak aktarımı ile meydana getirilmiştir (<http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/pension-reserve-fund/investment-policy.html>, 2017).

Emeklilik Rezerv Fonu, Şili’nin yaşam beklentisi ve yaşlanan nüfusun artması sebebiyle ülkenin yeni demografik yapısına yönelik olarak, gelecek yıllardaki emeklilik ödemelerinin finansmanı için bugünkü tasarrufların değerlendirilmesi amacıyla kurulmuştur. Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu ise düşük büyüme veya düşük bakır fiyatlarının olduğu dönemlerde mali açıkları kapatılması ve kamu borçlarının geri ödenmesine yönelik fon sağlamayı amaçlamaktadır. Mali Sorumluluk Yasasına göre Emeklilik Rezerv Fonuna bir önceki yılın GSYİH %0.2 kadar para aktarılır. Bu oran bütçe fazlalığı olduğu durumlarda ise bir önceki yılın GSYİH’nin maksimum %0.5’i kadar artırılabilir. Transferler yılın ilk yarısında yapılmaktadır (<http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/pension-reserve-fund/investment-policy.html>, 2017).

Yönetim Şekli

Mali Sorumluluk Kanunu’na göre fonun yatırım ve yönetiminden devlet başkanı tarafından atanan Maliye Bakanı sorumludur. Aynı yasa, fonun yönetiminin Şili Merkez Bankası’na ve Hazine Bakanlığı’na tevdi edilebileceğini de belirtmiştir. Maliye Bakanı, yatırım stratejilerini belirlemek için kendi bünyesindeki Mali Komite’nden tavsiye alabilmektedir. Mali Komite üyeleri Maliye Bakanı tarafından atanmaktadır. Şili Merkez Bankası dış yönetici atamalarından ve portföy yatırımlarından sorumludur. Bu sorumluluğun çerçevesi Maliye Bakanlığı tarafından belirlenen kıstaslara göre oluşturulmaktadır. Fondan para çekme işlemi Maliye Bakanı tarafından kararname ile Şili Merkez Bankası ve Hazinesi’nce yürütülmektedir. Fonun mevzuatı, Maliye Bakanına çekme işlemini kamuoyuna açıklama yetkisi vermektedir. Bu tür harcamalar Kongre tarafında da onaylanmalıdır (Şili Maliye Bakanlığı, Yıllık Rapor, 2016, s.12-16).

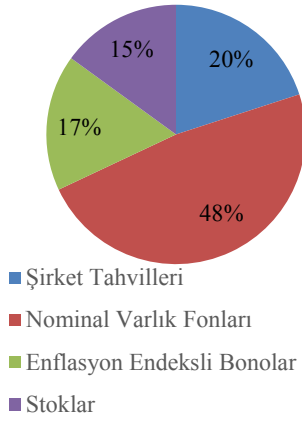
Yatırım Politikası

Her bir fonun yatırım politikası riski düşük, kısa vadeli finansal araçlara yöneliktir. Fon portföyünün %30'u para piyasası araçlarından, %65'i devlet tahvillerinden, %3,5'u enflasyon endeksli tahvillerden oluşmaktadır (<http://www.ifswf.org/assessment/chile>, 2017).

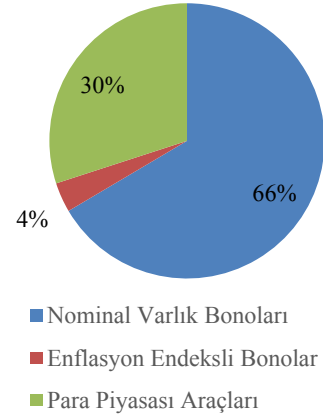
Yatırım stratejisi yabancı para birimleri ve yurtdışı varlıklara yönelik olduğu için fon, yurtiçi makroekonomik hedef gözetmemektedir. Fakat düşük büyüme veya bakır fiyatlarının düşmesi durumlarında ortaya çıkabilecek mali açıklar fondan finanse edilmektedir. Fonun yatırımları iki taraflı gerçekleşmekte, sabit getirili portföylere Şili Merkez Bankası tarafından yatırım yapılmaktadır. Dış yöneticiler ise, hisse senedi ve şirket tahvillerine yatırım yapmakla sorumludur. Her iki kurum da Maliye Bakanlığı'na hazırlanan yatırım kılavuzuna bağlı olup operasyonel olarak tam bağımsızdırlar (<http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/pension-reserve-fund/investment-policy.html>, 2017).

Emeklilik Rezerv Fonu'nun mevcut yatırımlarda Ocak 2012'den beri devlet tahvillerinde %48, enflasyona endeksli tahvillerde %17, hisse senedi %15 ve şirket tahvillerinde %20 oranında varlık dağılımına sahiptir. Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu, devlet tahvillerinde %55, enflasyona endeksli devlet tahvillerinde %3,5 ve hisse senetlerinde %7,5 para piyasası araçlarında %34 (banka mevduatında %15, hazine bonolarında %19) oranında portföy dağılımına sahiptir. Maliye Bakanlığı, Şili Merkez Bankası, dış yöneticiler ve Borsa Takas Merkezi (Custodian Bank) tarafından hazırlanan raporları kamuoyuna açıklar. Fonun denetimi iç denetçiler tarafından gerçekleştirilir (<http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/pension-reserve-fund/investment-policy.html>, 2017). Fonun yatırımlarında Şekil 16'da görüldüğü gibi para piyasası araçları ağırlıktadır. Fonun LMTI endeksi 10'dur (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017).

PRF Yatırımları



ESSF Yatırımları



Şekil 16: Şili Varlık Fonu Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2017

3.4.3. Yeni Zelanda Emeklilik Fonu

Bugünkü varlık değeri 28 milyar dolar olan fon, 2003 yılında kurulmuştur.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

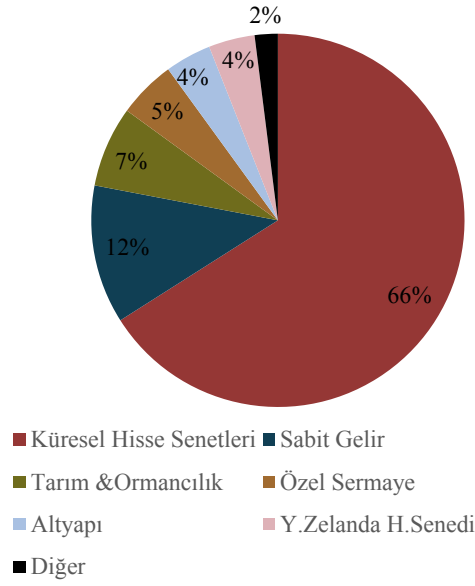
Fonun yasal çerçevesi “Yeni Zelanda Emekli Sandığı Kanununa” dayanmaktadır. Yapılan projeksiyon çalışmasında 65 yaş ve üstündeki nüfusun 2020 yılının sonunda bir milyonu aşacağı, bu rakamın 2050’li yıllarda her dört Yeni Zelandalıdan birinin 65 yaş ve üstü olacağı tespit edilmiştir. Fon, yapılan projeksiyon çalışması doğrultusunda hükümetin gelecekteki emeklilik yükümlülüğünden kaynaklı maliyetlerin finansmanı için tasarrufları, fon üzerinden değerlendirmek amaçlı meydana getirilmiştir. Fon kaynağı, hükümet tarafından yapılan transferlerle oluşturulmuştur. Bu doğrultuda kuruluş aşamasında hükümet tarafından yapılan ilk kaynak aktarımı 2,4 milyar dolardır. Hükümet tarafından fona 2003 ve 2009 yılları arasında 14.88 milyar dolar aktarılmıştır. Bu rakam günümüze 15 milyar dolara ulaşmıştır. Katkıların 2020 yılına kadar devam etmesi planlanmaktadır. Fondan para çekme işlemlerinin 2020’den önce yapılmasına izin verilmemektedir (<https://www.nzsuperfund.co.nz/>, 2017).

Yönetim Şekli

Fon hükümete karşı sorumlu olsa da yatırım kararları ile ilgili operasyonel bağımsızlığa sahiptir. 5 ila 7 üyeden oluşan yönetim kurulu Maliye Bakanın önerisi ile vali tarafından atanır. Bu atama gerçekleşmeden önce Maliye Bakanı kendisine önerilen adayları parlamentodaki diğer siyasi parti temsilcileri ile istişare ederek belirler. Yönetim kurulu, Maliye Bakan'ına ve parlamentoya üç aylık ve yıllık raporları, ve fonun yıllık performans raporunu sunar (<https://www.nzsuperfund.co.nz/>, 2017).

Yatırım Politikası

Fon yatırım anlayışı vergi yükünü artırmayan düşük riskli uzun vadeli yatırımlarla getirisini en yüksek seviyeye çıkarma amaçlıdır (<http://www.ifswf.org/assessment/new-zealand>, 2017). Fon yatırımlarını hem yurtiçinde hem de yurtdışında yapmaktadır. Fon, Yeni Zelanda'daki en büyük yatırımcılardan biri olup sermaye piyasasında da etkindir. Fon, yerel pazarda 1 milyar dolara yakın geniş yatırım ağına sahiptir. Ayrıca fon dış yatırım yöneticileri ile özel sektöre ait şirketlere, gayrimenkullere ve sosyal altyapı yatırımlar yapmaktadır (<https://www.nzsuperfund.co.nz/>, 2017). Fon Şekil: 17'de gösterildiği gibi birçok yatırımları sektöre yöneliktir. Fonun LMTI endeksi 10'dur (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>, 2017).



Şekil 17: Yeni Zelanda Emeklili Fonu

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.4.4. İrlanda Stratejik Yatırım Fonu

2014 yılında kurulan fon, 8.5 milyar dolar varlık değerine sahiptir.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun yasal çerçevesi 2014 yılında “Ulusal Hazine Yönetim Yasasında” yapılan değişikliğe dayanmaktadır. Fonun kaynağı, İrlanda Emeklilik Rezerv Fonun 2014 yılında “Ulusal Hazine Yönetim Kanunu” ile İrlanda Stratejik Yatırım Fonuna dönüştürülerek Ulusal Emeklilik Rezerv Fonunun (NPRF) varlıkları ve yükümlülükleri aktararak oluşturulmuştur. Fon, Ulusal Hazine Yönetim Ajansı (UHYA) tarafından yönetilmektedir. “Ulusal Hazine Yönetim Kanununa” istinaden fon, Maliye Bakanlığına bağlanmıştır. Fon, İrlanda’nın ekonomik faaliyetlerini ve istihdamı desteklemek için ticari getiri sağlamak amacındadır. Fonun yönetmenliğinde “Double Bottom Line” ibaresini kullanılarak zenginlik yaratmaya yarayan varlık fonu olmaktan öte kalkınma fonu niteliği de olan çift yönlü bir yapısı olduğu ifade edilmiştir (www.isif.ie, 2017).

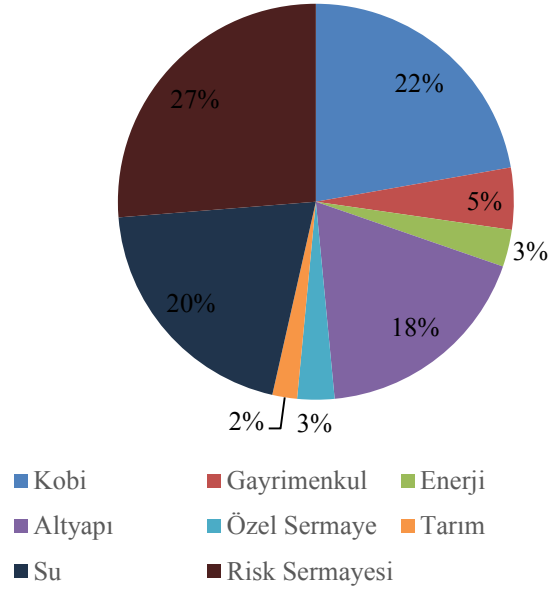
Yönetim Şekli

UHYA yönetimi, başkan dahil sekiz üyeden oluşur. Başkan ve diğer altı üyenin ataması Maliye Bakanlığı tarafından yapılır. Diğer üyeler ise Maliye ve Kamu Harcamaları ile Reform Bakanı olup, UHYA'nın resen üyesidir. UHYA, yatırım, denetim, risk ve ücret komitelerinden oluşur. UHYA, Kamu Hesapları Komitesine ve İrlanda Parlamentosu karşı sorumludur (www.isif.ie, 2017).

Yatırım Politikası

Fon, yatırım hedefi olarak varlıklarının %4'ünü portföy getirisine ve %80'nini yüksek ekonomik getirisi olan sektörlerle yöneliktir (<http://www.ifswf.org/assessment/ireland>, 2017). Fon yurtiçi yatırım stratejisine sahiptir. Bu doğrultuda devletin ekonomik faaliyetlerini destekleyerek, sermayesini üretken sektörlerde kullanarak İrlanda ekonomisinin büyümesini ve istihdamını artırmayı amaçlamaktadır. Fonun yapacağı yatırımların devletin bir yıldaki borçlanmasına herhangi bir olumsuz etkisinin olmaması gerekir (www.isif.ie, 2017).

Fonun yatırımlarının coğrafi dağılım ise Güney İrlanda (Connacht) %7, Kuzey İrlanda (Ulster) %5, Batı İrlanda (Leinster) %19, Doğu İrlanda (Munster) %24, Başkent (Dublin) %45 olarak gerçekleşmiştir (İrlanda Stratejik Yatırım Fonu, Ekonomik Etki Raporu 2016, s.8). Fonun yatırımları Şekil:18'de görüldüğü gibi birçok sektöre dağılmıştır. Fonun LMTI endeksi 10'dur (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017).



Şekil 18: İrlanda Stratejik Yatırım Fonu Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.4.5. Norveç Emeklilik Fonu

Fon, 1990 yılında kurulmuştur. Varlık değeri 1trilyon dolar olup dünyadaki en büyük varlık fonudur.

Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Fonun resmi çerçevesi, Norveç parlamentosu tarafından yasalaştırılan “Emekli Maaşı Kanununda” belirlenmiştir. Fonun kaynağı, devletin petrol gelirleri ve bütçe açığının dengelenmesinden sonra kalan bakiye üzerinden oluşmuştur. Maliye Bakanlığı düzenli olarak petrol gelirlerinden fona sermaye devreder. Fonun amacı Norveç’in doğal kaynakları ile elde ettiği gelirden meydana gelecek düşüşü ve yaşlanan nüfusun emeklilik sistemine yapacağı mali baskıyı tolere edebilecek şekilde maliye politikalarında hükümete hareket kabiliyeti sağlamaktır.

Yönetim Şekli

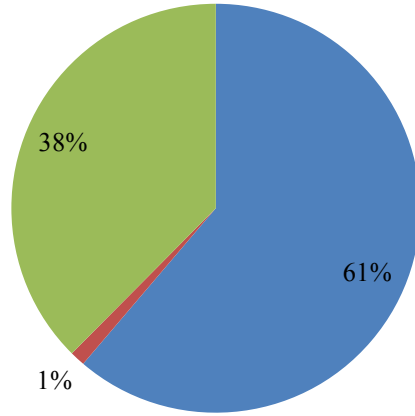
Fon, Maliye Bakanlığı adına Norges Bank tarafından yönetilmektedir. Fon aynı zamanda devlet bütçesinin bir parçası kabul edilmektedir. Norges Bank Yönetim Kurulu, fonun en üst yönetim organıdır. Yönetim kurulunun sekiz üyesi Norveç kralı

tarafından atanmaktadır. Norges Bank Yönetim Kurulu, fonun operasyonel işlemlerini Norges Bank Investment Management devretmiştir (<https://www.nbim.no/en/the-fund>, 2017).

Yatırım Politikası

Fon gelecek kuşakların zenginliğini korumak için uzun vadeli yatırım ufku ile ekonomik getiri elde etmek hedefli yatırım stratejisine sahiptir. Banka, yatırım kararlarını Maliye Bakanı'ndan bağımsız bir şekilde alır ve yatırım stratejisine dair bakanlığa tavsiyesini sunar. Fonun yatırım strateji küresel ölçekte olup 77 ülkede ve 9 bin şirkette yatırımları bulunmaktadır. Fonun Apple, Nestle, Royal Dutch Shell, Alphabet, Microsoft, Novartis ve Amazon gibi dünyanın çok önemli büyük markalarına sermaye yatırımları da yapmaktadır. Fonun gayrimenkul sektöründe ilk yatırımı Londra'daki The Crown Estate'ye ait %25'lik mülk alımı ile yapmıştır. Daha sonra sırasıyla Fransa, İsviçre, Almanya, ABD (New York, Boston ve Washington) ve birçok Avrupa ülkesinde gayrimenkul yatırımları gerçekleştirilmiştir. Fonun Asya bölgesindeki ilk yatırımı 2017 yılında Tokyo'da gerçekleştirilmiştir.

Fon, dünyadaki varlık fonları içerisinde en şeffafı olarak kabul edilmektedir. Öyle ki Norveç Maliye Bakanlığı etik kurallarına aykırı gördüğü, insan haklarına ve işçi haklarına aykırı davranan, çevreyi tahrip eden sektörlerle ve firmalara yönelik yatırımlarına son vermektedir (<http://swfinstitute.org/fund/norway.php>, 2017). Fon yatırımları Şekil 19'da görüldüğü gibi sabit getirili yatırımlar, hisse senetleri ve gayrimenkul alanlarında gerçekleştirilmiştir (<https://www.nbim.no/en/the-fund>, 2017). Fonun LMTI endeksi 10'dur (<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings>, 2017).



■ Hisse Senetleri ■ Gayrimenkul ■ Sabit Gelirler

Şekil 19: Norveç Emeklilik Fonu Yatırımları

Kaynak: <http://www.sovereignwealthcenter.com/>, 2018

3.5. Seçilmiş Ülke Varlık Fonlarının Karşılaştırılması

Varlık fonları daha anlaşılır kılmak amacıyla bu fonların, yönetim ve yatırım şekli, denetim, biriktirme ve çekme kuralı ve şeffaflık gibi parametreler kullanılarak, karşılaştırma yapıldığında bu fonların, komplike yapılar olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda Tablo: 3'e dünyanın en önemli dokuz varlık fonu ile birlikte, yatırım farklılığından dolayı İrlanda Varlık Fonu da dahil edilmiştir. IMF'nin tasniflemesindeki istikrar, tasarruf, emeklilik fonu ve rezerv yatırım şirketi gibi her birinden örnekler ihtiva etmektedir.

Yönetim şekli olarak incelediğinde; bazı varlık fonlarının o ülkenin bizzat başkanına doğrudan bağlı olabilmekte hatta başbakanın bizzat yönetim kurulu başkanı olduğu da görülmektedir. Aynı şekilde Maliye Bakanına bağlı olup, yönetim kurulu atamasının bakanlıkça yapılabildiği gibi, maliye bakanına dolaylı yoldan bağlı olup yönetimin ve yatırımın merkez bankalarına bırakıldıkları da görülmektedir. Bazıları küresel çaplı yatırımları için dış yönetici kullanırken bazıları buna gerek duymamaktadır. Yönetim tarzındaki çeşitliliğin varlık fonları için ayırt edici bir vasıf olmadığını söyleyebiliriz. Hemen hepsi devletin egemenliği üzerine kurgulanmıştır.

Yatırım şeklinde ise bütün varlık fonlarının odak noktalarının yurtdışı yatırımları olduğu görülmektedir. Fakat bazı fonlar yurtiçi yatırımlar da yapmaktadır. Yurtiçi yatırımları olmayan fonlardan bazılarının ise yurtiçinde makroekonomik uyum gözettiklerini söylenebilir. İrlanda Varlık Fonu (ISIF), diğer varlık fonlar arasında ayırt edici bir özellik göstermektedir. Bu fon, yatırımlarını salt yurtiçi olarak yapmaktadır. Literatürün kabul ettiği varlık fonları yatırım temasına aykırı bir durum olarak değerlendirebilir. İrlanda örneği bize fonların yatırım ufku doğrultusunda değerlendirmenin bile bir yerde sağlıklı ve kesin bir sonuç üretilmeyeceğini göstermektedir. Fakat nitelikli çoğunluk esas alınarak bakılacak olursa yurtdışı yatırım ufkunun varlık fonları için olmazsa olmaz bir durum olduğu görülmektedir. Özellikle dünyanın önemli ve büyük varlık fonlarının yatırımları yurtdışı odaklıdır. Bu fonlara ilişkin ekonomik literatür, belli başlı büyüklükte olan fonların yatırım pratikleri göz önünde bulundurularak türetilmiştir.

Fonların şeffaflığı için dış denetimin önemi vurgulansa da şeffaflıkta dünyanın en iyisi olarak gösterilen Norveç Varlık Fonu dış denetime tabii olmaması dikkat çekicidir.

Burada dikkate değer diğer bir nokta ise şeffaflık kaygısının temel sebebi olarak gösterilen biriktirme ve çekme kurallarındaki belirsizliklerdir. Bazı varlık fonları biriktirme kuralı belirlerken aynı fonun çekme kuralının opak olduğu görülmekte birlikte tam tersi durumlar da söz konusu olabilmektedir. Özellikle çekme kuralı çok belirsizdir. Fon yasaları, fonlardan çekme hakkı vermiş olsa da bunun bir formüle dayalı olmadan yapıldığı görülmektedir. Buna karşılık Norveç Varlık Fonu, biriktirme ve çekme kurallarının formüle dayalı olduğu tek varlık fonudur. Fonların şeffaflığı ile biriktirme ve çekme kuralı arasında ciddi bir ilişki vardır. Bu durum ülkenin mali istikrarı için önemlidir. Bu kuralların belli formüle dayalı olması önemli olduğu kadar kurallara ilişkin bilginin kamuoyuna aktarılması da gerekmektedir. Azerbaycan Varlık Fonu'nun (SOFAZ) şeffaflıktan yana ödüle layık görülmesi yayınladığı raporlarla bu bilgilendirmeyi gerçekleştirmesi sebebiyle olduğu düşünülebilir. Oysaki Azerbaycan Varlık Fonu kendi mevzuatında bu kurallara yer vermemiştir.

Birçok varlık fonunun belli bilgileri paylaşmış olması yeterli kabul edilmemekte, fonlardan daha fazla bilgi akışı istenmektedir. Fakat bu bilginin muhteviyatının nasıl şekilleneceği önemli bir soru işaretidir. Örneğin Kore Varlık Fonunun (KIC) LMTI'si dokuz puan olurken Truman&Stone puanı daha düşük olabilmektedir. Bu fonların şeffaflığının en önemli göstergesi yatırımlarının yanı sıra biriktirme ve çekme kuralının formüle dayalı şekilde kamuoyuna açıklanmasıdır. Uluslararası toplum ve kurumlar bu fonların biriktirme ve çekme parametrelerine daha çok odaklanmaktadır. Bunun altında yatan sebep ise tezgâh altı (undercover) işlerin gerçekleşmesinden duyulan kaygıdır. Tablo 4'de yapılan incelemede hukukun üstünlüğü düşük, yolsuzluk algı endeksi yüksek olmasına rağmen BM tarafından SOFAZ'a verilen şeffaflık ödülünü bu bağlamda değerlendirebiliriz. Pratikte hukukun iyi işlemediği bir ülkede şeffaflıktan bahsetmemiz mümkün değil.

Bu fonların, bütçe aritmetiğini aşarak kamu harcamalarının bütçe sürecinin dışında finanse edilmesi gibi amaçlarda kullanılma ihtimalinin yüksek olması kamu mali yönetiminin zayıflamasına yol açmaktadır (Bauer, Rietveld ve Toldano, 2014, s.14-15). Bu duruma SOFAZ örnek gösterilebilir. Öyle ki 2001 ve 2013 yılları arasında bütçe açıklarını kapatmak için fondan büyük oranda para transferi yapılmıştır. 2013 yılında fon gelirlerinin %58'nin devlet bütçesine aktarılması noktasına gelinmiştir. (Aslanlı, 2015, s.117-118) Aynı fon söz konusu dönem içinde şeffaflığının yüksek olması özelliğinden dolayı 2007 BM Kamu Hizmeti Ödülü'nü kazanmıştır. Bu sebeple fonların şeffaflığı değerlendirilirken ilgili ülkeye ait kamu mali disiplin ve belli başlı makroekonomik parametreler göz önünde bulundurulmalıdır.

Bu alanda oluşan sağlıklı aritmetik yapılar, başka alanlar üzerinde bir nevi kara delikler oluştuğunun işaretide olabilir. Örneğin SOFAZ'da çekme kuralının olmamasının kamu mali disiplinin bozulmasına fırsat verdiğini söylenebilir. Hatta fondan bu tarz çekme işleminin sürekli uygulanması, ahlaki yozlaşmayı (moral hazard) katmerleştirerek, fonun politikacılar tarafından istismarına sebep olabilir. Örneğin Kaddafi döneminde Libya Varlık Fonunun yönetimi Kaddafi'nin oğluna bırakılmış, Kaddafi'nin oğlu ve yakın akrabaları fonun kaynaklarını kullanarak milyarlarca dolar yatırım yapmıştır. Aynı şekilde herhangi bir gerekçe olmadan Nijerya Varlık Fonundan

milyarlarca dolar çekilmiştir. Angola Egemenlik Fonu, İran Ulusal Kalkınma Fonu ve Rusya Ulusal Varlık Fonu da fon kaynaklarını siyasi himaye araçları olarak kullanılmışlardır (Bauer, Rietveld ve Toldano, 2014, s.5-16). Başka bir örnek ise Kuveyt Varlık Fonu'nda yaşanmıştır. Fonun direktörünü yakın akrabasına fondan finansman sağladığı iddia edilmiş konuya ilişkin soruşturma yapılması engellenmiştir (Bauer, Rietveld ve Toldano, 2014, s.76). Ayrıca şeffaflıkta sadece kamuoyunu bilgilendirmek yeterli bir olgu değildir. Şeffaflık, yönetim değerleri ile sıkı sıkıya bağlıdır. Bu çerçeveden bakıldığında SOFAZ'ın şeffaflığı bile tartışmalıdır.



Tablo 3
Seçilmiş Varlık Fonlarının Karşılaştırılması

Fon	Yönetim Şekli	Yatırım Stili	Denetim	Biriktirme Kuralı	Çekme Kuralı	Şeffaflık
Birleşik Arap Emirlikleri Varlık Fonu (Abu Dhabi)	- Yönetim kurulu dokuz üyeli olup başkanı Katar Emiri'dir. - Varlıkların %75'i dış yöneticiler tarafından yönetilmektedir.	- Yurtdışı yatırım odaklı - Yurtiçi makro ekonomik uyum gözetilmektedir.	- Dış denetçilerle denetim yapılmaktadır.	- Belirsiz	- Yasa göre hükümet fondan çekme hakkına sahiptir. - Çekme hakkı herhangi bir formülasyona tabii değil. - Petrol fiyatlarının volalitesine bağlıdır.	- Harcama kuralı, varlıkların boyutu, fiili varlık dağılımı, yatırım performansı gibi alanlar bilgiler sınırlıdır.
Botswana Varlık Fonu (Pulo Fund)	- Botswana Merkez Bankası fonun yönetiminden sorumludur. - Maliye Kalkınma Planlama Bakanlığının birer üyeleri bulunmaktadır.	- Yurt dışı yatırım odaklı - Yurtiçi makro ekonomik hedef gözetilmemektedir.	- İç denetim	- Yatırım harcanması, beş ila yedi yıllık bazda beklenen reel getirilere dayanmaktadır. - Para aktarma altı aylık ithalat miktarını aşan kısımdır.	- Yasal sınırlama olmayıp herhangi bir formüle dayalı değil . - Hükümet 2002 yılında emekli sandığı kurmak için fondan para çekmiştir.	- Yatırımlarının ayrıntıları ve hedefleri ile ilgili bilgiler sınırlıdır.
Şili Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu (ESSF)	- Maliye Bakanı sorumlu - Yasa Şili Merkez Bankasına da görev tevdi etmiştir. - Dış yönetici olup hisse senedi yatırımlarından sorumludur.	- Yurt dışı yatırım odaklı - Yurtiçi makro ekonomik hedef gözetilmemektedir.	- Dış denetçi ile denetim yapılmaktadır.	- Bağımsız uzman bir komite tarafından bakır gelirleri ve GSYİH değerleri göz önünde bulundurularak yapılır.	- Maliye Bakanlığı tarafından çıkarılan hükümler çerçevesince yapılır.	- Fonların yatırımları, katkıları, çekilme kuralları ve piyasa değeri hakkında düzenli olarak bilgi verilmektedir. - Dünyanın en şeffaf fonlarından biri kabul edilmektedir.
Çin Yatırım Kurumu (CIC)	- Devlet Konseyinin doğrudan yönetimi altındadır.	- Yurt dışı yatırım odaklı	- İç denetim	- Belirsiz	- Kurala bağlılık yok.	- Fona dair birçok konuda bilgiler sınırlı olmasına rağmen belirli bir gelişme göstermiş Truman Score Board Skorunu artırmıştır.

Tablo 3'ün devamı

Fon	Yönetim Şekli	Yatırım Stili	Denetim	Birikirme Kuralı	Çekme Kuralı	Şeffaflık
Kuveyt Yatırım Otoritesi (KIA)	- Yönetim kurulu Maliye Bakanı (Başkan), Petrol Bakanı, Maliye Bakanı Müsteşarı, Merkez Bankası Başkanı, özel sektör üyelerinde oluşmaktadır. - Dış yönetici bulunmaktadır.	- Yurt dışı yatırım odaklı - Yurtiçi makroekonomik hedef zayıf fakat özel sektör faaliyetlerini desteklemektedir.	- Dış denetçilerle denetim var.	- YK söz sahibi meclis onayı gerekli, formüle tabii değildir. - Genel Rezerv Fonu (GRF) Kuveyt'in bütün petrol gelirlerin alıcısı - GRF'den Gelecek Nesiller Fonuna (GNF) %25 para transferi yapılmaktadır.	- Kurala bağılılık yok.	- Kamuoyuna belli bilgi paylaşımı olsa bile opak olan alanlar söz konusudur.
Norveç Emeklilik Fonu (GPF)	- Fonu Maliye Bakanlığı adına Norges Bank Investment Management(NBIM) yönetmektedir. Sekiz üyeden oluşup Norveç Kralı tarafından üyelerin ataması yapılmaktadır.	- Yurt dışı yatırım odaklı - Yurtiçi makro ekonomik hedef gözetmemektedir.	- İç Denetim	- Tüm petrol gelirlerinin egemen fonlara aktarılmasıdır. - Harcama kuralı sermayenin % 4'ü olup yasal olarak bağlayıcı nitelik taşımamaktadır	- NBIM ve dış uzmanlar son yıllık %4'lük bir oranda petrol dışı yapısal açığı finanse etmek için aktarma yapılmasına karar verilmiştir.	- Dünyanın en şeffaf varlık fonu kabul edilmektedir.
Singapur Devlet Yatırım Kurumu (GIC)	- Maliye Bakanlığı tarafında atanan YK üyeleri tarafında yönetilmektedir. - Dış yöneticiler küresel ölçekte sabit getirili hisse senetleri için bulundurulmaktadır.	- Yurt dışı yatırım odaklı - Yurtiçi makro ekonomik hedef gözetilmemektedir.	- İç Denetim	- Hükümet, döviz rezervlerinin bir bölümünü yıllık ödemeler dengesi fazlalıklarını biriken ulusal tasarrufları fona aktarmaktadır.	- GIC ve MAS (Singapur Merkez Bankası) net varlıklarındaki net yatırım getirilerinin %50'sini yıllık olarak bütçeye transfer edilmektedir.	- Fona dair bilgiler sınırlı şekilde yayınlanmaktadır.

Tablo 3'ün devamı

Fon	Yönetim Şekli	Yatırım Stili	Denetim	Birikirme Kuralı	Çekme Kuralı	Şeffaflık
Güney Kore Yatırım Kurumu (KIC)	- Kore hükümeti ve Kore Bankası ortak şekilde yönetir.	- Yurt dışı yatırım odaklı	- Dış denetçilerle denetim yapılmaktadır.	- Güney Kore hükümeti fonun kurulmasında fona aktarma yapmıştır. Transferler kurala bağlı olmayıp belli aralıklarda gerçekleşmiştir. - Harcamalar herhangi bir yasal tanımlama ve kurala tabii değil.	- Fonun yasal dayanağı hükümetin çekme işlemine dair yasak getirmemiş herhangi bir formüle dayanma maktadır.	- Truman Score Board'u göreceli olarak iyi olmasına rağmen, yine de belirsiz alanlar mevcuttur.
İrlanda Stratejik Yatırım Fonu (ISIF)	- Ulusal Hazine Yönetim Ajansı (NTMA) yönetir.	- Bütün yatırımları yurtiçi odaklı	- İç Denetim	- Belirsiz	- Fondan çekilecek miktarla ilgili hüküm bulunmamaktadır. - 2025 yılına kadar çekme işlemi gerçekleşmeyeceği belirtilmiştir.	- Fonun sitesinde üç ayda bir raporlar yayınlayarak kamuoyuna aydınlatmaktadır.
Suudi Arapistan Para Ajansı (SAMA)	- Merkez Bankası olup beş YK üyesini Maliye Bakan'ın tavsiyesiyle Kral atama yapmaktadır. Dış yönetici kullanmaktadır.	- Yurtdışı yatırım odaklı	- İç denetim	- Herhangi bir resmi kural bulunmamaktadır. Hükümetin takdirindedir.	- Herhangi bir resmi kural bulunmamaktadır. Hükümetin takdirindedir.	- Belirsiz alanlar mevcut olup yabancı varlık tahsisinde daha şeffaf iken iç yönetim işleyiş ve prosedürler belirsizdir.

Kaynak: Alsweilem. K, Cummine. A ve diğ, 2015, s: 5-45, 64-89, 102-110, 124-132, <http://isif.ie/>, 2017

3.6. Varlık Fonlarının Belli Endekslerle İle Şeffaflık İlişkisi

Varlık fonları ile ilgili en çok tartışılan konu, fonların şeffaf olup olmadığıdır. Ayrıca bu şeffaflığın ölçütüne dair kesin sınırlar çizilmiş değildir. Santiago Prensipleri doğrultusunda değerlendirmeler yapılmıştır. Fakat bu değerlendirmeler sözel nitelikte olup herhangi bir puanlaması bulunmamaktadır. Değerlendirmelerin muhteviyatı bize tam anlamıyla bilgi sunamamaktadır. Fonların bu tür değerlendirmelere dahil olmaları kendilerine yönelik eleştirileri tam anlamıyla gidermeseler bile iyi niyet göstergesi olarak kabul edilebilir. Yine bu fonlara yönelik Kaufman, Kraay ve Mastruzzi ve LMTI endeksi ile Truman puanlama yöntemleri ile değerlendirilmeye çalışılmıştır. Ayrıca hukukun üstünlüğünün yüksek, yolsuzluğun az olduğu ve demokrasisi gelişmiş ülkelerin fonlarının daha şeffaf olduğu yargısı hakimdir. Bu yargının pratiğe ne kadar yansıyor yansımadığı endekslerle ilişki kurularak değerlendirilecektir.

Burada kullanacağımız parametrelerden biri yolsuzluk algı endeksidir (YAE). 2016 yılında 176 ülke üzerinde yapılan incelemede maksimum puan 100 olup bu rakama yakın olan ülkelerin yolsuzlukları daha az olmakta ve sıralaması buna göre belirlenmektedir. Örneğin 90 puanla Yeni Zelanda 176 ülkenin arasında birinci sırada yer almaktadır.

Hukukun üstünlüğü endeksinde ise (HÜE) ülkeler, 0 ile 1 puan aralığında değerlendirmeye tabii tutulmuştur. Buna göre 1'e yaklaşıldıkça hukukun üstünlüğü daha güçlü kabul edilmektedir. 2017 yılında 113 ülke üzerinde yapılan çalışmada 0,89 puanla, bu çalışmada varlık fonu dünya örneklerinde yer verilen Norveç ikinci sıradadır (Tablo: 4).

2015 yılında Turaman&Stone tarafından fonların yapısı, sorumluluk ve şeffaflığı yönetişimi, ve yönetim gibi parametreler kullanılarak yapılan çalışma ile fonlar 100 puan üzerinden değerlendirilmiştir. Bu dört temel parametre kendi içinde alt başlıklar da içermekte olup konumuzun dışında olması sebebiyle burada değinilmeyecektir.

LMTI endeksinde fonlara yönelik on temel ilke baz alınmıştır. Her ilke bir puan değerinde olup 0'dan 10'a kadar fonlara değerler verilmiştir. Varlık fonları içinde 8 ila 10 değer aralığında puan alanlar şeffaf kabul edilmektedir.

Tablo: 4 bakıldığında; Norveç, Yeni Zelanda, Kanada, Avustralya gibi ülkelerin fonları HÜE, YAE, LMTI endeksi ve Truman&Stone puanlaması arasındaki korelasyon güçlüdür.

Azerbaycan, Çin, Şili, Timor Leste gibi ülkelerde HÜE düşük ve YAE yüksek olmakla birlikte LMTI ve Truman&Stone endeksleri yüksektir. Bu durumda bu ülkelerde hukukun üstünlüğü ile ülke fonlarının şeffaflığına dair endeksler arasında yakınsamalı bir sonuç olmadığını göstermektedir. Bu olgunun tam tersi ise Singapur örneğinde gözükmemektedir. Tablodaki değerlere göre Singapur'da hukuk üstünlüğü güçlü ve yolsuzluk algısı düşük olmasına rağmen ülkeye ait fonun LMTI ve Truman&Stone puanları düşüktür. Fakat burada özel bir durum söz konusudur. Bu durum Singapur'un diğer varlık fonu Temasek'i daha şeffaf iken, örneğimize konu olan Singapur Yatırım Ortaklığını şeffaf kılmamasından kaynaklanmaktadır. Öyle ki Temasek'in Truman&Stone puanı 76 iken LMTI endeksi ise 10 puandır. Yine bu durumun tam tersi kabul edebileceğimiz ülke olan Timor-Leste'nin YAE'si yüksek olmasına rağmen LMTI ve Truman&Stone puanı yüksektir.

Kore örneğinde ise, YAE ve LMTI yüksek, HUE iyi, fakat Truman&Stone puanı düşüktür. Burada ise LMTI ve Truman&Stone puanı arasında güçlü korelasyon yoktur. Benzer örnek ise Meksika'nın değerlerinde yaşanmaktadır. Truman&Stone puanı ile LMTI arasında ciddi bir fark bulunmaktadır.

Norveç, Yeni Zelanda, Kanada, Avustralya gibi ülkelerde HÜE, YAE, LMTI ve Truman&Stone puanlamaları arasındaki olumlu görüntülü güçlü korelasyonun tam tersi sonuç ise Libya, İran, Katar, Botswana ülkelerinde gözükmemektedir.

Bütün bu verilerden yola çıkarak, HÜE ve YAE gibi parametreler ile fonların şeffaflığı arasında tam anlamıyla bir korelasyondan bahsedemeyiz. Yine bu parametrelerle LMTI ve Truman&Stone parametreleri arasında güçlü korelasyon

gözükmemektedir. Her iki endeksin iyi etüt edilmeden gerçekleştiği düşüncesinden yola çıksak bile Singapur'un Temasek örneği ayırt edici bir özellik olarak gözükmemektedir.

Birçok örnekte LMTI ve Truman&Stone puanı arasında paralellik olsa dahi Kore örneği çok önemli bir sapmadır. Kore örneğinde daha ilginç sapma ise HÜE ile YAE arasındaki farklılıktır. Öyle ki hukukun güçlü olduğu bir ülkede yolsuzluk olgusunun yüksek olması kabul edilebilir bir yargı değildir. Bu durum hukukun nosyonuna ve o nosyona içkin olan yaşam pratiğine aykırıdır. HÜE ve YAE endekslerden yola çıkılarak fonların şeffaflığına dair bir değerlendirme yapmanın sağlıklı bir sonuç üretilemeyeceği görülmektedir. Yine bu parametrelerle HÜE, YAE, Truman&Stone puanı ile LMTI arasında yakınsamalı bir ilişki olmaması sebebiyle ülkelerin varlık fonları kendi yönetim anlayışını yansıtmadan daha iyi bir şekilde yönetmeye çalışarak fonlara dair negatif görüntüler sebebiyle, fonların yatırımlarının sektöre uğramasının önüne geçmeye çalıştıklarını söylenebilir.

Tablo 4
Ülkelerin ve Fonların Şeffaflık Puanları

Fon	Yolsuzluk Algı Endeksi		Hukukun Üstünlüğü Endeksi		Truman & Stone Skorboard	LMTI
	Puan	Sıralama	Puan	Sıralama		
Norveç	85	6	0,89	2	98	10
Yeni Zelanda	90	1	0,83	7	94	10
Azerbaycan	30	123	-	-	92	10
Kanada	82	9	0,81	9	91	9
İran	29	131	0,48	80	48	5
Çin	40	79	0,50	75	88	8
Şili	66	24	0,67	27	91	10
Avustralya	79	13	0,81	10	87	10
İrlanda	73	19	-	-	82	10
Kore*	53	52	0,73	19	78	9
Kuveyt	41	75	-	-	68	6
Katar	61	31	-	-	40	5
Botswana	60	35	0,58	45	59	6
Timor Leste	35	101	-	-	88	8
Singapur	84	7	0,80	13	76	6
Malezya	49	55	0,54	53	61	9
Meksika	30	123	-	-	68	4
Libya	14	170	0,45	94	23	1
Türkiye	41	75	0,42	101	-	-

* Kore'nin hukuk üstünlüğü verisi 2016 yılına aittir.

Kaynak: Truman. E, Stone. S, 2016, <https://worldjusticeproject.org/>, 2018, <https://www.transparency.org/>, 2017, <http://www.swfinstitute.org/>, 2017

4. TÜRKİYE’DE VARLIK FONU UYGULAMASI VE DÜNYA ÖRNEKLERİ İLE TÜRKİYE KARŞILAŞTIRILMASI

4.1. Hukuki Çerçevesi, Kaynak Yapısı ve Amacı

Türkiye’de Varlık Fonu 19/08/2016 tarihli 6741 sayılı kanunla kurulmuştur. Fonu’nun kuruluş sermayesi Özelleştirme Fonu’ndan 50 milyon Türk Lirası aktararak gerçekleştirilmiştir (Türkiye Varlık Fonu Kuruluş Kanunu [TVF], 2016: Madde 1-2). Fon’un işleyişine ilişkin usul ve esaslar ilgili olarak 02/07/2018 tarihli 703 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) ile değişiklik yapılmış ve 08/03/2018 tarih 7074 sayılı kanunun 9’uncu maddesi ile 6741 sayılı kanun 4’üncü maddesinin birinci fıkrasına bent eklenmiştir. KHK’ye istinaden 162 ve 163 sayılı Cumhurbaşkanı Kararnamesi ile fonun yönetimi ilişkin usul ve esaslar son şeklini almıştır.

Fonun kaynak yapısı;

- a) *Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından; özelleştirme kapsam ve programında bulunan ve Türkiye Varlık Fonuna devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına karar verilen nakit fazlasından,*
- b) *Kamu kurum ve kuruluşlarının tasarrufu altında bulunan ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan; Cumhurbaşkanı * tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenlerden,*
- c) *Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklardan,*

* 02/07/2018 tarihli ve 703 sayılı KHK’nin 157 ve 158’nci maddeleri ile Başbakan ve Bakanlar Kurulu ibareleri Cumhurbaşkanı olarak değiştirilmiştir.

- ç) *Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklardan,*
- d) *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 Cumhurbaşkanı tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Şirket tarafından yönetilmesine karar verilenlerden,*

oluşmaktadır (TVF, 2016: Madde 4 ve 7074 Sayılı Kanun, 2018: Madde 9).

Ayrıca varlık fonunun portföyü üzerinden teminat, rehin, kefalet ve ipotekle fonun finansmanı temin edilebilir (Türkiye Varlık Fonu A.Ş'nin İşleyişi İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Bakanlar Kurulu Kararı, 2016: Madde 24).

Bu doğrultuda Türkiye Jokey Kulübü, Milli Piyango İdaresi, İzmir Limanı, Ziraat Bankası, Boru Hatları ile Petrol Taşıma Şirketi, Türkiye Petrolleri A.O, Posta ve Telgraf Teşkilatı, Borsa İstanbul, Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme A.Ş'nin sermayelerinde bulunan Hazineye ait hisselerin tamamı, Türk Telekomünisyon A.Ş'nin %6,68 oranında ki hazineye ait oranı ile Eti maden İşletmeleri ve Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü ve Antalya, Aydın, Muğla, İzmir, İstanbul, Isparta ve Kayseri'deki 46 adet kamu arazisi üzerlerindeki tahsisler kaldırılarak varlık fonuna aktarılmıştır. Ayrıca Savunma Sanayii Fonu'ndan 3 milyar TL üç aylık süre için fona devredilmiştir. Fonun kaynak yapısı devlete ait KİT ve iştiraklerin devredilmesi üzerinden gerçekleştirilmiştir. Fonun varlıkları yerel para yani TL cinsinden olup fonun kendi sitesinde 40 milyar \$ portföye sahip olduğu ifade edilmiştir (<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/71/haberler>).

TVF'ye devredilen KİT ve iştirakler ise şöyledir;

- Ziraat Bankası 5 milyar TL sermayeli olup bütün hisse senetleri fona devredilmiştir. Aktif büyüklüğü 302.85 milyar TL olup, 2016 yılı karı 5.16 Milyar TL'dir.
- Halk Bankası %51.11 hazineye ait olan hisselerinin tamamı fona devredilmiştir. Aktif büyüklüğü 187.73 milyar TL olup, 2016 yılı karı 2.32 Milyar TL'dir.
- Borsa İstanbul ödenmiş sermayesi 423.2 milyon TL olup, kamuya ait %73.6 hissesi fona devredilmiştir. Aktif büyüklüğü 7.87 milyar TL olup 2016 yılı karı 295 milyon TL'dir.
- Türk Hava Yolları'nın kamuya ait olan %49.12 hissesi fona devredilmiştir. Aktif büyüklüğü 47.64 milyar TL olup, 2016 yılı karı 2.99 milyar TL'dir.
- BOTAŞ 4.15 milyar TL sermayesi ile hisselerinin tamamı fona devredilmiştir. Aktif büyüklüğü 11.30 milyar TL olup, 2016 yılı karı 542 milyon TL'dir.
- TPAO'nın kamuya ait olan hisselerini tamamı fona devredilmiştir. Aktif büyüklüğü 23.18 milyar TL olup, 3.18 milyar TL zarardadır.
- TÜRKSAT 1.47 milyon TL sermayesi ile tamamı fona devredilmiştir. Aktif büyüklüğü 175 milyon TL olup, 2016 yılı karı 106 milyon TL'dir.
- Türk Telekom kamuya ait %6.7 hisselerini hepsi fona devredilmiştir. Aktif büyüklüğü 25.77 milyar TL olup, 2016 yılı karı 907 milyon TL'dir.
- PTT 981.5 milyon TL sermayeli olup, hisselerini tamamı fona devredilmiştir. Aktif büyüklüğü 3.98 milyar TL düzeyinde olup, 2016 yılı karı 339 milyon TL'dir.
- Eti Maden 600 milyon TL sermayesi ile fona devredilmiştir.
- Çaykur 1.49 ödenmiş sermayesi ile hisselerini tamamı fona devredilmiştir (Özkul, Dünya Gazetesi, 2017; <http://turkiyevarlilikfonu.com.tr>).

Kanunda fonun amacı şu şekilde belirtilmiştir: 'sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları

ekonomiye kazandırmak, dış kaynak temin etmek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek...' (Türkiye Varlık Fonu Kuruluş Kanunu [TVF], 2016: Madde 1-2)

4.2. Türkiye Varlık Fonu'nun Yönetim Yapısı

Kanunda fonun organizasyon yapısında; portföy, araştırma, iç kontrol ve risk yönetim ile iç denetimleri birimleri bulunacağı, gerektiğinde başka birimlerin de kurulacağı ifade edilmiştir. En az beş kişiden oluşan yönetim kurulunun başkan, genel müdür ve üyeleri Cumhurbaşkanı tarafından atanır.

Fonunun işleyiş, usul ve esasları Cumhurbaşkanı tarafından belirlenmektedir. Fona ait stratejik yatırım planı, yönetim kurulu tarafından hazırlanarak Cumhurbaşkanı'nın onayı ile yürürlüğe girer (TVF, 2016: Madde 2).

Yılda asgari iki defa toplanan danışma kurulunun yanı sıra icra kurulu da yönetim kurulu kararı ile oluşturulabilir. Fonun, her alt fonu için yatırım komitesi oluşturulur. Bu komitelerde en az bir yönetim kurulu üyesi, genel müdür ile portföy yöneticisi yer almaktadır (Türkiye Varlık Fonu A.Ş.'nin İşleyişi İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Bakanlar Kurulu Kararı, 2016: Madde 6).

Fon, Cumhurbaşkanı tarafından görevlendirilecek en az üç uzman denetçi tarafından bağımsız denetim standartları çerçevesinde denetlenir. Denetçilerin raporları haziran ayı sonuna kadar Cumhurbaşkanı'na sunulur. Ayrıca fonun bir önceki yıla ait mali tabloları ve faaliyetler her yıl ekim ayında TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından Cumhurbaşkanı'nca gönderilen denetim raporları üzerinden denetlenir (TVF, 2016: Madde 6).

Fon ve bünyesinde kurulacak olan alt fonların finansal raporlarının bağımsız denetimi sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili kuruluşlara yaptırılır. Şirket merkezi İstanbul olup, yönetim kurulu kararı ile yurtiçi ve yurtdışında şube, temsilcilik, irtibat büroları ve acenteler açabilir (Türkiye Varlık Fonu A.Ş.'nin İşleyişi İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Bakanlar Kurulu Kararı, 2016: Madde 4-15).

TVF'ye devredilen alt fonların varlık ve hakları fonun malvarlığından ayrı olup, alt fonların borç ve işlemlerinden TVF müteselsilen sorumlu olmayacaktır. Bu alt fonların faaliyetlerine ilişkin işlemlerden dolayı TVF'nin kaynakları teminat gösterilemez, haczedilemez, ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dahil edilemez (TVF, 2016: Madde 7). Ayrıca fon Sermaye Piyasası Kanunu ve Rekabet Kanunu özel şirketlerin uymak zorunda olduğu muhtelif kanunlardan muaf tutulmuştur. Keza Sayıştay Kanunu, Kamu İhale Kanunu, Devlet İhale Kanunu, kaynak yapısı KİT'lerden oluşmasına rağmen KİT yasaları, Fonlar ve KİT'lerin TBMM tarafından denetlenmesine ilişkin yasalar ve Devlet Memurları Kanunundan muaftır (TVF, 2016: Madde 8).

4.3. Türkiye Varlık Fonun Yatırım Politikası

Fon; Otoyol, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü, Nükleer Santral ve Havalimanı gibi büyük altyapı projelerinde kamu kesiminin borçlanmadan finansmanı sağlamak gibi işleve sahiptir (Türkiye Varlık Fonun Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı, 3105/2016, s.36). Bu sebeple kuruluş yasa metni üzerinden değerlendirme yapılacak olursa fonun yurtiçi yatırım odaklı olup sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğini gerçekleştirmek, dış kaynak sağlamak, stratejik ve büyük ölçekli yatırımlar gerçekleştirmek üzere kalkınma amaçlı yatırım anlayışı ile kurgulandığı anlaşılmaktadır.

4.4. Türkiye Varlık Fonuna Yönelik Yaklaşımlar

Birinci bölümde varlık fonlarının egemenlik, kaynak ve yatırım şekli olmak üzere üç temel parametre üzerine kurulduğunu ifade edilmişti. TVF, bu üç kriter üzerinden değerlendirildiğimizde ilk olarak fonun, devlet egemenliğine sahip olduğu görülmektedir.

İkinci parametre olan fazla döviz rezervine sahip olunması gerçeğine TVF uymamaktadır. Birinci bölümde teorik yönü ile incelediğimiz varlık fonlarının bir kısmının doğal kaynak zengini (Norveç, Katar) ülkelerin birikmiş fazla rezervlerini

değerlendirilmek amacıyla oluşturdukları görülmüştür. Dünya örnekleri incelendiğinde diğer bir kısmı, dış ticaret fazlası veren Çin ve Singapur gibi ülkelerde birikmiş rezervleri üzerinden inşa edilmiştir. Bu iki olgu üzerinden TVF, değerlendirildiğinde Türkiye'nin kronik dış ticaret ve cari açığı olan bir ülke olmasının yanı sıra enerji ithalatçısı bir ülke olması sebebiyle bu tür varlık fonu olgusuna benzememektedir.

Yine TVF uygulaması, tasarrufların birikimi ile oluşan İrlanda Varlık Fonu (Ulusal Emeklilik Rezerv Fonu'nun varlıkları aktarımı ile) örneğine, Türkiye'nin tasarruf oranları düşük, tasarruf açığı olan bir ülke olması sebebiyle de uymamaktadır. Ülkenin tasarruflarının artırmak için zorunlu bireysel emeklilik sistemi hayata geçirilmiştir. Ayrıca Türkiye her yıl bütçeden sosyal güvenlik sistemine transferler yapılan sosyal güvenlik açığı yüksek olan bir ülkedir. Bütçenin en önemli kara deliklerinden biri olarak gösterilen kalemlerin başında sosyal güvenlik açığı gelmektedir. Keza yüksek cari açık tasarruf açığının bir diğer göstergesidir. TVF'nin herhangi bir özelleştirme gelirinin fona aktarılması ile oluşan varlık yapısına sahip olmaması, TVF'nin, özelleştirme geliri ile kurulan Avustralya Gelecek Fonu (Telstra Telekom özelleştirilmesi) örneğine de uymadığı görülmektedir.

Doğal kaynak gelirleri, tasarruflar ve dış ticaret fazlalığı elde edilen döviz rezerv fazlasıyla meydana gelen varlık fonları ile TVF benzerlik taşımamaktadır. Her ne kadar da fonun kaynak yapısı Singapur Varlık Fonu'ndaki gibi devlete ait KİT ve iştiraklerin aktarması ile meydana gelmiş olsa da Singapur dış ticaret fazlası olan bir ülkedir. TVF'ye devredilen KİT ve iştirakler yeterli düzeyde yabancı varlıklara sahip değildir. Bu kurumların fazla rezervlere sahip olmaması bir yana Türkiye Merkez Bankası'nın bilançosundaki rezervleri yeterli seviyede olmayıp, sadece cari açık finanse edebilecek durumdadır. Zaten rezervlerindeki yetersizlik, TCMB'nin bazı dönemlerde ödeme kapasitesi ile ilgili endişelerin oluşmasına sebep olmaktadır. TVF'ye devredilen kaynakların gelirleri, sermaye yapıları ve kar durumları TL bazlıdır. Ayrıca kanunda belirtildiği şekliyle bu kurumların ticari işlemlerinden kaynaklı zararları olabileceği bu zararların varlık fonu tarafından karşılanmayacağı ibaresi TVF'nin kaynak yapısının kırılgan olduğunu göstermektedir.

Dünya örnekleri incelendiğinde varlık fonlarının yurtiçi yatırımlarının yanında önceliklerinin yurtdışına yönelik yatırımlar olduğu görülmektedir. Yatırım anlayışı doğrultusunda bir değerlendirme yapılacak olursa TVF salt iç piyasaya yönelik yatırım hedefli olmasından dolayı klasik anlamda varlık fonlarının yatırım profiline de uymamaktadır. Ayrıca varlık fonlarına sahip ülkelerin amacı fazla döviz rezervlerinden kaynaklı ulusal para birimlerinin aşırı değerlenmesinin önüne geçmek ve dış ticarete optimal kur dengesini korumaktır. Bu sebeple cari fazlası olan ülkenin yurtdışı yatırım odaklı olması elzemdir. Tersî durum istenilen amacın gerçekleşmemesine engel olacak, kur dengesinin ülke aleyhine dönmesine sebep olabilecektir. Bu durum da ekonomi politikalarının mantığına aykırıdır. TVF'nin bu üç temel parametrelerden sadece devlet egemenliği olgusunu taşıdığı görülmektedir. Fakat dünya genelinde kurulan birçok varlık fonu, klasik/geleneksel varlık fonu örneğine uymamaktadır. TVF, varlık fonlarının gelişim süreci dikkate alındığında dördüncü dalga varlık fonu kabul edilen ülkelerle benzer özellikler taşıdığından, bu tipolojinin içine dahil edilmiştir.

Spesifik bir değerlendirmeye yapılacak olursa TVF, büyüme-kalkınma, istikrar ve dış politik amaç olmak üzere üç temel hedef üzerine kurgulanmıştır. Büyüme ve kalkınmanın aynı anda amaç olarak seçilmesi iktisat literatüründe yanlış bir tutum olarak kabul edilmektedir. Büyümenin ve kalkınmanın karşılık bulduğu alanlar farklılık içermektedir. TVF, kırılgan kaynak yapısı ile böyle bir çelişkiyi barındırmaktadır. TVF, IFSW üyesi olup Santiago Prensipleri gözden geçirme sürecini kabul etmiştir. Santiago Prensiplerinin 2. maddesinde fonların yatırımlarının politik hedef gözetilmeden yapılmasının garanti edilmesi istenmektedir. Bu durum, dış politik amaç güdülmesini TVF açısından sorunlu bir hedef haline getirmektedir. Fonun hedeflerindeki bu karmaşıklık iyi yönetim açısından olumlu bir görüntü değildir. Çünkü tek bir hedef üzerinde hareket edilmesi fonların iyi yönetilmesi için gereklidir. Bu sayede belirlenen hedefe yönelik temel stratejiler oluşturulabilmektedir. Bir fonun amacı büyüme ise; uzun dönemli, yüksek riskli ve likit olmayan varlıklara yönelmesi, istikrar amaçlı ise; kısa vadeli, düşük riskli varlıklara yatırım yapmasının daha doğru olacağı varlık fonlarına ilgili genel kabuldür. Bu haliyle TVF'nin iki hedefi kendi bünyesinde taşıması nasıl bir yatırım stratejisine sahip olacağı belirsizliğini oluşturmaktadır (Kayıran, 2016, s.73-74).

Fonun hukuki çerçevesi incelendiğinde anonim şirket ibaresine sahip olmasına rağmen hem özel şirketlerin hem de kamu kurumlarının tabi olduğu birçok kanundan ve yükümlülükten muaf olduğu, bu özelliği sebebiyle tam anlamıyla bir kamu kurumu veya bir özel şirket olduğu söylenemez. Fon bütün bu yükümlülüklerin dışında tutulan imtiyazlı, özel statülü bir yapıya sahiptir. Kanunun 10. Maddesi, TVF ve bağlı fon ve şirketlerin hazineden izin almaksızın borçlanabilmelerine diğer kurum ve kuruluşlar lehine garanti verebilmelerine imkân sağlamaktadır. Bu durum fonun 4749 sayılı Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun'un kapsamı dışına çıkarılması hazine birliği ilkesine aykırıdır. Aynı anda hem hazinenin hem de fonun piyasadan borçlanmaya gidebilecek olması fonu adeta hazineye rakip yapacak, faizleri yükselterek hazinenin borçlanma maliyetini artırabilecektir (Özkul, Dünya Gazetesi, 2017).

Fonun kaynak yapısını inceldiğimizde, kanunda özelleştirme gelirleri, kamu kurum ve kuruluşlarının ihtiyaç fazlası kaynakları ve varlıkların aktarılması ibaresi kullanılmıştır. Fakat bugüne kadar özelleştirme gelirleri ile sadece bütçe açıkları finanse edilmiştir. Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın verilerine göre 267 kuruluşta hisse senedi veya varlık satışı gerçekleşmiş ve bu kuruluşlardan 257'sinde kamu payı kalmamıştır (Sönmez, 2017, <http://mustafasonmez.net/>). Bu rakamlar göstermektedir ki Türkiye'nin elinde stratejik nitelikte olanlar hariç özelleştirilerek çok iyi bir gelir getirecek kurum sayısı azalmıştır. Orta vadeli programa göre özelleştirme gelirlerinin GSYİH'ye göre 2017'de %0,7 2018'de %0,3 2019'da %0,2 olarak gerçekleşmesi tahmin edilmektedir (Kalkınma Bakanlığı, Orta Vadeli Program, 2017, s.21). Dolayısıyla bu alandan istenilen düzeyde kaynak üretmek oldukça güçtür.

Kurum ve kuruluşların kaynak fazlasının aktarılması pek olası gözükmemektedir. Son yıllarda bütçe sürecini incelediğimizde ödenek üstü harcamalarda artış olduğu göze çarpmaktadır. Yetersiz ödenekleri olan kuruluşlar personel maaşları bahane edilerek ödenek üstü harcama yapmaktadır. Fiili olarak bütçe dışında yapılan bu harcamalar Sayıştay denetimi sonrası, Sayıştay tarafından Genel Uygunluk Bildirimi raporlarında meclise tamamlayıcı ödenek olarak sunulurken hukukilik kazandırılmaktadır. Öyle ki rakamlar 1998'de binde 4'ten 2015'te binde 7'ye

aşacak bir orana ulaşmış durumdadır (Dedeoğlu, 2017, s.2). Bu oranlar bize kurumların kendi mevcut bütçelerinin dahi yetersiz olduğu gerçeğini ortaya koymaktadır.

Fonun kendine bağlı şirketler üzerinden hisse senedi ve benzeri türev finansal ürünler yaratarak meydana getireceği kaynak, ülke ekonomisi adına kırılganlığı artırabilecektir. Zaten bu tür türev ürünler 2008 yılı dünya krizinde büyük rol oynamıştır. Dünya örnekleri incelendiğinde varlık fonlarının temel stratejisi ülke içi risklerin tolere edebilmesi için riskin dağıtılarak uzun vadeli yatırım yapılması iken TVF’de bu durum tam tersi olarak cereyan etmektedir (Kayıran, 2017, s.82), Dahası fonun bu tarz menkul kıymetleşme yapması için varlık yapısındaki kurumların menkul kıymetlerinin kredibilitesinin iyi olması gerekmektedir. Ayrıca bu kurumların içerisinde Borsa’ya kote veya halka açık olmayan şirketler de bulunmaktadır. Doğal olarak bunların hisse senetlerinin piyasa fiyatı olamayacaktır (Dedeoğlu, 2017a, s.3).

Fonun işleyişine ilişkin Bakanlar Kurulu kararında (24.madde) fonun finansmanı sağlamak için kendi portföyü üzerinden teminat, rehin, ipotek yapabileceği ibaresi TVF’nin kaynak yapısının yetersizliğini göstermektedir. Bu amaçla yurtdışı acentelikler açılacağı belirtilmiştir. Fakat bugün bile yabancı sermayeyi istenilen düzeyde çekmekte zorlanan Türkiye’nin kendi varlık fonu üzerinden bunu nasıl gerçekleştireceği önemli bir sorun olarak karşımız da durmaktadır. Diğer ülke varlık fonları ile yapılacak ikili ve çoklu anlaşmalarda ülkeler, ülke kredi notu gözetmektedir. Fakat Türkiye’nin bugünkü kredi derecelendirme notu yabancı yatırımı artırıcı nitelikte değildir.

Fonun kuruluş kanununda fona kaynak bulması için rehin, ipotek tesis edebilme imkânı tanınmış olması uluslararası düzlemde pek kabul edilebilir bir durum değildir. Örneğin Angola hükümeti, fonun gelirlerinin bir kısmının teminat göstererek Societe Generale, China Eximbank, Barclays Bank ve Royal Bank of Scotland gibi bankalardan 9 milyar dolardan fazla borçlanma yapmıştır. Bu borçların geri ödemesine ilişkin IMF ile yaptığı müzakerede IMF, fon üzerinden ipotek tesis edilerek borçlanma yapılmamasını şart koşmuştur (Bauer, Rietveld ve Toledano, 2014, s.23-24).

Fonun yönetim yapısı dünya örnekleri ile benzerlik taşısa da kuruluş kanununda ekonomi alanında önemli kurumlarla (Hazine ve Maliye Bakanı, Merkez Bankası, Sermaye Piyasası Kurumu) koordinasyonuna dair herhangi bir ifade bulunmamaktadır. Oysa Santiago Prensipleri 1. maddesi bunu gerekli kılmaktadır. Dahası fona kamu kuruluşlarının döviz nakitlerini kullanarak piyasada spekülasyon atakları önleme işlevi verilmesi merkez bankası ile eşgüdümlü çalışmaması uyumsuz bir ortam yaratabilir. Uygulamada belki olumlu bir seyir gerçekleşebilir, şu anda herhangi bir pratik gerçekleşmiş değildir. Bu tür fonların yatırım stratejilerinin bütçe sürecine ve merkez bankalarının finansal istikrar politikalarına uygunluk içermesi makroekonomik parametreler için çok önemlidir. Dünyadaki uygulamalar bu tür kurumlarla olan koordinasyonun iyi bir fon yönetimi için elzem olduğunu göstermektedir. Ayrıca TVF'nin TBMM ile olan ilişkisi yok denecek kadar azdır. TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna verilen denetim, fona dair brifing şeklinde olmaktadır. Üyelerinin nisap ağırlığı iktidar partisinden oluşan TBMM Plan ve Bütçe Komisyonunun yapacağı denetimin işlevsel olmayacağı açıktır. Parlamento, TVF'nin sadece yasalaşmasında etkin rol oynamıştır. Bilhassa fonların şeffaflığında parlamentoların etkinliği büyük önem arz etmekte, şeffaflığı ile ön plana çıkan Norveç örneği bu konuda çok açıklayıcıdır.

Kanun metninden anlaşılabileceği üzere TVF ve onun alt fonlarının özel bir şirket gibi tasarlanarak iç piyasa odaklı çalışması, vergi ve benzeri işlemlerden muaf tutulması haksız rekabete yol açabilecektir. Gerçi fonun bu özel statüsü tolere edilebilir fakat fonun yurt içi odaklı olması nazik bir durumun ortaya çıkmasına sebep olmaktadır. Birçok varlık fonu haksız rekabet olgusunu beslememek adına yatırım yapacağı ülkenin yasal çerçevesine uymayı, yatırım yapılan ülkenin ekonomik dengeleri bozacak davranışlardan kaçınmayı taahhüt etmiştir. TVF'nin bu kurgusu ile yurtiçi haksız rekabete sebep olma ihtimali vardır.

TVF'nin denetimi Cumhurbaşkanı tarafından atanacak kişiler tarafından yapılacaktır. Cumhurbaşkanı'nın hem fon yönetim kurulunu hem de bu kişileri denetleyenleri ataması yerindelik denetiminden daha çok şekil veya hiyerarşik denetim olma ihtimalini taşımaktadır. Bu durum zaten denetim olgusunun yapısına aykırılık

içermektedir. Fonun şeffaflığı hususunda bu durum negatif bir görüntü arz etmektedir. TVF'nin şu ana kadar herhangi bir pratiği olmadığı için yine de net yargıda bulunmak güçtür. Ayrıca hukukun üstünlüğü ve yolsuzluk algısı endeksi (Türkiye'nin HÜE: 99-0,43, YAE: 75-41) değerlerini kriter alınsa dahi açıklayıcı bir sonuç vermemektedir. Çünkü bu fonların şeffaflığı ile endeksler arasında herhangi bir korelasyon görülmemektedir.

Kanun metninden ve fonun kuruluş gerekçesinden anlaşılaçağı üzere TVF yatırımlarının yurtiçi yatırım odaklı olacağı, niteliğinin büyük altyapı yatırımları şeklinde olacağı anlaşılmaktadır. Dünyada birçok varlık fonunun altyapı yatırımlarının olabilmesi ile birlikte, fonlar bu tür yatırımlara odaklı bir şekilde tasarlanmamışlardır. Bu durum daha çok 2008 dünya krizinden sonra dünya ekonomisinden kaynaklı bir zorunluluk olarak cereyan etmektedir. Gerçi fonların bu tarz yatırımlarının olmasında yadırganacak bir durumu yoktur. Burada önemli nirengi noktası fon yatırımlarının döviz kazandırıcı yüksek katma değerli olması veya kur, enflasyon, fiyat ve ücret dengesini bozmayacak şekilde olmasıdır. Fonun yatırımlarına yönelik enerjisini büyük oranda altyapı projelerine ayırması beraberinde başka riskler meydana getirmektedir. Şöyle ki altyapı hizmetlerinin fiyatlandırılması siyasi etkilere açıktır. Kamu tercihi teorisine bağlamında bu fiyatlandırmada iki temel aktör belirleyici olmaktadır. Bunlar; seçmenin bireysel faydası ve politikacıların oy maksimizasyonudur. Her iki aktörün marjinallerinin birleştiğı nokta denge fiyatını verecektir. Fakat burada politikacılar oy maksimizasyonu için maliyetin altında bir fiyatlandırmaya giderek (pratikte hep böyle olmuştur) meydana gelen açığı vergilerle karşılama yoluna gidecektir (Çelen ve Bali, 2005, s.220). TVF için en büyük risk bu tür fiyatlandırmadan dolayı kaynaklarında erime yaşama olasılığıdır. Oysa fon, bir şirket olarak tasarlandığı için yatırımlarında sosyal faydayı öncelemek yerine kar amacı gütmesi gerekir. Bu tür yatırımları bütçe süreci içerisinde kamusal yatırım olarak gerçekleştirmek daha doğru yaklaşım olacaktır.

Türkiye'nin geçmiş tecrübesi bu tür fonların istenilen verimi vermediğini ortaya koymaktadır. Bu fonların sadece mali disiplini bozduğu politikacılara bütçe sürecinin dışında popülist yaklaşımlı hareket alanı kazandırdığı gibi dost ahbap çavuş kapitalizmi beslediğı görülmektedir. Türkiye'nin geçmişinde buna benzer

olumsuzluklar yaşanmıştır. Hazine, 1998 yılında Çalışanları Tasarrufa Teşvik Hesabı (ÇTTH) gibi bazı fon kaynaklarından borçlanmak suretiyle hazine bonusu satarak borçlanmış fakat istenilen verim alınamadığı için bu fon 2000’li yıllarda kapatılmıştır (Dedeoğlu, 2017, s.4). Aynı şekilde 1985-94 yılları arasında Kamu Ortaklığı Fonu (KOF) kurularak altyapı projelerinin gelirlerine dayanarak Gelir Ortaklığı Senedi (GOS) adında menkul kıymet yaratılmıştır. Ne yazık ki yatırımcılar tarafından GOS’lara ilgi gösterilmemesi sebebiyle müteahhitlere hakedişlerine nakit yerine GOS’lar verilmiştir. Müteahhitlerin bu senetleri iskonto ederek nakde çevirmeleri bu senetleri daha değersiz hale getirmiştir. 1994 yılında KOF hazineye devredilmiş 2000 yılında da kaldırılmıştır (Dedeoğlu, 2017a, s.5-6).

TVF’ye yönelik spesifik yaklaşımlar değerlendirildiğinde eleştiriler fonun başarısız olabileceği kaygısından üretilmiş olsa dahi, fonun daha iyi şekilde yönetilmesi açısından ufuk açıcı olabilir. Öncelikle fon mevzuatından kaynaklı arızı durumlar kolaylıkla giderilebilir. Türkiye ekonomisinin geçmiş dönem bazı olumsuzluklar yaşamış olması, bugün de benzerlerini yaşayacağı anlamına gelmemektedir. Öyle ki varlık fonuna sahip birçok ülke benzer olumsuz süreçlerden geçmiştir. Bugün Türkiye ekonomisi kamu mali disiplini sağlamış, istikrarlı bir şekilde pozitif büyüme gerçekleştirmektedir.

TVF’ye ilişkin eleştirel yaklaşım ağırlıkta olsa dahi cari işlem açığı, bütçe açığı, emtia ihracatçısı olmayan, enflasyon hedeflemesi uygulayan makroekonomik göstergeler bakımından Türkiye ile benzerlik gösteren 11 ülkenin (Brezilya, Malezya, Avustralya, Peru, Yeni Zelanda, Bolivya, Nijerya, Bahreyn, Panama, Senegal) verileri baz alınarak yapılan ampirik çalışmada varlık fonları büyüme ilişkisi incelenmiştir. Yapılan bu çalışmada ülkelerin varlık fonlarının büyümeye katkısı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sonuçlardan yola çıkılarak Türkiye açısından TVF’nin, iyi bir şekilde yönetildiğinde benzer sonucu üretme potansiyeli söz konusu olabilir. Yine TVF ile benzer özellikleri taşıyan, kurulduğunda ciddi tepkiler alan Brezilya Varlık Fonu 2008 yılında 6 milyar dolar başlangıç sermayesiyle iyi bir şekilde yönetilmesi sayesinde varlıklarını 2016 yılında 7.3 milyar dolara çıkartabilmiştir. (Ulussever, Mangır ve Ertuğrul, 2017, s.33-42-53)

4.5. Türkiye Varlık Fonu'nun Dünya Örnekleri İle Mukayesesi

TVF'nin diğer varlık fonları ile benzerliğine dair farklı yorumlar yapılmaktadır. Birinci bölümde tanımlaması yapılan birinci tip varlık fonlarından; Malezya (Khazanah) ve Singapur (Temasek) Varlık Fonları üzerinden değerlendirme yapıldığında bu ülkelerin varlık fonlarının yurtdışı yatırımlarının da olduğu görülmektedir. Malezya Varlık Fonu yatırımlarının coğrafi dağılımı dünya örneklerinde gösterilmiştir. Temasek'in ise 2016 yılında yatırımlarının coğrafi dağılımı şu şekildedir; Singapur %29, Asya %40, OECD %27, diğer %4 (<http://www.sovereignwealthcenter.com/fund/31/TemasekHoldings.html#.WgBfmVu0OUk>, 2017)

Fonun şekilleniş biçimi ve kaynak yapısı ile Singapur'un varlık fonuna (Temasek) benzetilmekte birlikte, Temasek'in portföyüne 35 tane KİT dahil edilmiş ve bunların birçoğu daha sonra satılmıştır. Bu fon özelleştirme gelirleri ile oluşturulduğundan başlangıçta fon, özelleştirme gelirleri fonu olarak karakterize edilmiştir. Ayrıca Temasek'in belirli sektörleri geliştirmek için stratejik yatırım amaçlı olması varlık fonundan daha çok kalkınma fonu olarak nitelendirilmiştir. Başlangıç sermayesi özelleştirme gelirleri olmasına rağmen fona, hükümet tarafından son 10 yıl içinde belli periyotlar dahilinde üç kere kaynak transferi yapılmıştır. Halihazırda fon zaten Singapur rezervlerini yöneten dört kuruluştan biridir. Fon, 20 yıllık süre zarfında KİT'leri yönetmekle görevlendirilerek bu kurumların ekonomik değerlerini artırmaya odaklanmıştır. 2002 yılında yatırım stratejisinde değişikliğe giderek küresel ölçekte dış yatırıma yönelmiştir. Bu doğrultuda fon, özel piyasalarda borçlanarak ve Singapur rezervlerini kullanarak kaynak beslenmesine yoluna gitmiştir. 2014 yılında portföyünün %82'si Avustralya'dan satın aldığı uzun vadeli hisse senetlerinden oluşmuştur. Ayrıca Tayland telekomünikasyon şirketi Shincorp'dan 2,5 milyar dolar ve Merrill Lynch'den 4,4 milyar dolar varlık alımı gerçekleştirmiştir (Alsweilem. K, Cummine. A ve diğ, 2015, s.91-99). Fon, başlangıç sermayesi ve kaynağı ile klasik varlık fonu yapısına uygun olmasa da yatırımları ile tam bir varlık fonu görüntüsü çizmektedir. Ayrıca fonun coğrafi yatırımları; Asya %40, OECD %27, Singapur %29 ve diğer %4 olarak dağılmaktadır (<http://www.sovereignwealthcenter.com/fund/31/Temasek-Holdings.html>

#.Wh6G31Vl-Uk). TVF'nin özelleştirme geliri ile herhangi bir kaynağı oluşmuş değildir.

TVF yurtiçi yatırım şekli açısından İrlanda Stratejik Yatırım Fonu ile benzerlik taşımaktadır. Bu fon, tasarruflarla oluşan Emeklilik Rezerv Fonu'nun 2014 yılında İrlanda Stratejik Yatırım Fonu'na dönüştürülmesi ile oluşturulmuştur. Fonun yönetmenliğinde de '*double bottom line*' ifadesi ile kendilerinin hem kalkınma hem de varlık fonu olduğu ifade edilmiştir. Fonun kaynağının oluşum şekli, varlık fonlarının teorik çerçevesinin klasik yorumuna uymaktadır. TVF ise tasarruflar üzerinden şekillenen kaynak yapısına sahip değildir. Fonun yurtiçi yatırımları; kobi, enerji, özel ve risk sermayesi, tarım, altyapı ve su gibi birçok sektörü içermektedir. Fon, bu yönüyle kalkınma fonu özelliği göstermekte, kalkınma amaçlı hedefini gerçekleştirmeye yönelik pozisyona sahiptir. TVF'nin ise hemen hemen bütün enerjisini altyapı yatırımlarına sarf edecek olması geleneksel/klasik varlık fonlarının yatırım formatına uymamaktadır.

Altyapı projelerine aktarılan kaynak açısından TVF'nin, Timor-Leste Varlık Fonuna benzediğine dair görüşler vardır. Fakat fonun kuruluş amacı TVF gibi büyük altyapı yatırımlarını desteklemek amaçlı değildir. Timor-Leste Varlık Fonu'nun yurtiçi yatırım yapması yasaktır. Fondan çekme kuralı çerçevesinde ekonomik getirisi yüksek olan altyapı yatırımlarına kaynak aktarılması söz konusudur. Timor-Leste Varlık Fonu, TVF gibi yatırıma yönelik enerjisini salt yurtiçi ve altyapı yatırımlarına yöneltmemektedir. 2009 yılında bu fona kaynaklarının %20'lik kısmını yönetmesi için dış yönetici ataması gerçekleştirilmiştir. Ayrıca fonun yatırımları gayrimenkul, hisse senedi ve sabit gelirlere dayanmaktadır.

Öyle ki bu fonlardan bazıları yurt içi makroekonomik bir hedef dahi gözetmemektedir. Sadece İrlanda Varlık Fonu, yurtiçi yatırım odaklı olması özelliğiyle diğerlerine göre yatırım hususunda farklılık arz etmektedir. Fakat bu fon bir yerde tasarrufların birikimi sonucu rezerv fazlası ile oluşturulmuş istisnai bir örnektir. Fonların pratikleri ile şekillenen literatürün varlık fonlarının tanım ve işleyişi esas alındığında TVF'nin, klasik anlamda varlık fonu olması için gereken özelliklere sahip olmadığı görülmektedir.

Roubini, TVF ile ilgili olarak ‘varlık fonlarının genellikle kamu tasarruflarını çoğunlukla yurtdışı yatırımlarda kullanan ipoteksiz sermaye havuzu’ olduğunu dile getirerek ve Türkiye Varlık Fonu için devlet kalkınma fonu ifadesini kullanmıştır (Bloombergh, 2016). Kalkınma fonları, ülkelerin potansiyel üretimi artırmak için yurtiçi ekonomik faaliyetleri destekleyerek sosyo-ekonomik projelere kaynak sağlama amacı gütmektedirler. Fakat bu durum, kalkınma fonu gibi yapıların varlık fonu olmadığı anlamına gelmemektedir. Bugün varlık fonlarının tanımına ilişkin literatür genişlemiş olup, fonlara dair farklı yorumlar ve yeni bakış açıları bulunmaktadır. Bunlardan ilki; ilk bölümde anlatıldığı üzere bu fonların gelişim süreci dört kategori üzerinden değerlendirilmiş, kalkınma amacı güden bir nevi kalkınma fonu karakteristliğini gösteren fonlar, varlık fonu olarak da kabul edilmektedir. Başka bir yorumda ise varlık fonları beş kategoride değerlendirilmiş olup, beşinci kategori olan ulusal kalkınma fonu işlevi gören fonlar da varlık fonlarının bir çeşidi olarak kabul edilmektedir. Singapur Varlık Fonu (Temasek), Birleşik Arap Emirlikleri’ndeki Mubadala, Bahreyn-Mumtalakat ve Malezya Varlık Fonu (Kazanah) bu türe örnek olarak gösterilmektedir (Castelli ve Scaciavillani, 2015, s.20). Fonlara dair yapılan yeni değerlendirmeler göstermektedir ki kalkınma fonları da varlık fonlarının bir bileşkesi olarak kabul edilmektedirler.

4.6. Türkiye Varlık Fonu İçin Politika Önerisi

TVF’nin öncelikli olarak fon mevzuatında belli değişiklikleri yapması zorunludur. Fonun amaçlarından ‘*dış politik*’ ibaresinin kaldırılması TVF’nin yatırım kredibilitesi açısından gereklidir. Çünkü dünyada varlık fonları ile ilgili temel kaygıların başında politik amaç önemli bir yer tutmaktadır. Fonun, büyük altyapı projelerini desteklemeye yönelik temel hedefinin olması, fon açısından sağlıklı bir görüntü içermemektedir. Dünya örnekleri incelendiğinde hemen hemen hiçbir varlık fonu, büyük altyapı projelerini desteklemek üzere oluşturulmuş bir hedefe sahip değildir. Fonlar, sadece ekonomik getirisi yüksek altyapı yatırımlarını desteklemek için fondan para çekme işlemine başvurmaktadırlar. Bu tür uygulamalar belli bir mevzuat çerçevesince yapılmadığında fonların şeffaflıkları açısından olumsuz yargıların oluşmasına sebep olmaktadır. Ayrıca TVF’nin iyi bir yönetim sergilemesi açısından

ekonomi alanında önemli kurumlarla koordinasyonun sağlanmasına dair ifadenin fon mevzuatında açıkça belirtilmesi gerekmektedir. Üyesi olduğu IFSWF'nin değerlendirme kriteri Santiago Prensipleri bunu gerekli kılmaktadır. Fon yöneticilerinin ve fonu denetleyecek kişilerin Cumhurbaşkanı tarafından atanması, denetim olgusunun matlubuna uymadığı için fonun bağımsız denetçiler tarafından denetlenmesi, fonun şeffaflığı açısından daha iyi bir görüntü ortaya koyacaktır. Ayrıca TVF, uluslararası topluma daha güven verici bir ifade sunmak adına İrlanda Varlık Fonu'nun kullandığı, "Double Bottom Line" ifadesini kullanabilir.

TVF, kaynak yapısındaki kırılganlığı gidermek adına varlıklarında gösterdiği KİT ve iştiraklerden zarar edenleri fon bünyesinden çıkartabilir. Singapur'un kendi varlık fonunu belli periyotlarda fonlaması gibi benzer bir uygulama Hazine ve Maliye Bakanı tarafından TVF için gerçekleştirilebilir. İrlanda Varlık Fonu örneğinden çıkarak tasarruflarla oluşturulan bir fon görüntüsü vermek adına zorunlu bireysel emeklilik sistemindeki meblağ fona aktarılabilir.

TVF yatırımlarında öncelikli olarak yurtdışı odaklı ve likit olan varlıklara yönelik olmalıdır. Portföy yatırımlarına ağırlık vererek varlıklarını belirli bir seviyeye getirdikten sonra likit olamayan yatırımlar gerçekleştirmelidir. Bu doğrultuda şeffaflık değeri yüksek varlık fonları ile ikili ve çoklu anlaşmalar gerçekleştirebilir. Bu fonlara ait şirketlerden sermaye alımı yapabilir. Keza bu fonların çıkardığı hisse senedi ve tahvillerini alım yoluna giderek kaynağını artırabilir. Bu fonlarla kurduğu ticari işbirliği, fonun kredibilitesine olumlu katkısı olacaktır. Bu sayede TVF, tahvil, borçlanma senedi ve benzeri sermaye piyasası araçlarını piyasaya sürerek varlıklarını artırabilir. Orta ve uzun vadede altyapı harcamalarını doğrudan finanse etmek yerine Timor Leste'nin, getirisi yüksek altyapı harcamaları için kendi varlık fonundan para çekme işlemine benzer uygulamayı gerçekleştirebilir. Daha spesifik yatırım anlayışı doğrultusunda yüksek katma değerli, ileri teknoloji emtianın üretilmesi ve AR-GE faaliyetlerini destekleyerek ülkenin cari açığını yumuşatabilir. Merkez Bankası'nın eski başkanı Durmuş Yılmaz'ın cari açık sorunun tolere edilebilmesi ile ilgi olarak, Güney Kore General Park örneğinden yola çıkarak, Merkez Bankası reeskont penceresinden kredi kullandırılarak belli sektörel tecrübesi olan firmalarla otomotiv ve savunma sanayi

sektöründe ileri teknoloji içeren üretim yapabilirdi (Dünya Gazetesi, 2005). Bu düşünce ışığında TVF, TCMB ile yapılamayan uygulamanın fon üzerinden gerçekleştirilerek belli mal/hizmet üzerinden küresel pazarda karşılaştırmalı üstünlük elde edilebilir. Örneğin yerli otomotiv üretimini dünya örneklerinden farklı olarak güneş veya elektrik enerjisi üzerinden üretim amaçlı AR-GE faaliyetinin finanse edilmesi yoluyla olumlu dışsallıklar yaratılarak dünya markası yaratabilir.



5. SONUÇ

Bu çalışmada varlık fonu kavramının teorik yapısının ne olduğu, bu fonların nasıl oluştuğu, ülkelerin niçin bu kuruluşları meydana getirdiği, fonların tarihsel süreci, bu fonlara sahip ülkelerin fonları ile ilgili makroekonomik ilişkisi, bilhassa kamu mali disiplini ile olan güçlü bağlantısına değinilmiştir. Fonların; yönetim, yatırım, fon kaynakları gibi alanlarda ne tür bir tasnifleme içine dahil edildiği anlatılmıştır. Bu fonların faaliyetlerinde birçok belirsiz alanlar barındırmalarından dolayı uluslararası kurumların fonlara bakış açısı ele alınmıştır. Çalışmanın son bölümünde ise TVF'nin varlık fonlarının teorik çerçevesi bağlamında ülke örnekleri ile mukayesesi yapılmıştır.

Varlık fonları; doğal kaynak geliri, tasarruflar ve dış ticaret fazlalıklarından kaynaklanan rezervler üzerinden devletin egemenliği ile yurtdışı yatırım odaklı kuruluşlardır. Fakat pratikte birçok fonun, yurtiçinde de doğrudan yatırım yaptığı bazılarının yurtiçi yatırım yapmasa da ülke içi makroekonomik dengeleri gözettileri görülmüştür. Fonların yatırımları özel şirket gibi hemen hemen her sektöre yayılmıştır. 2008 küresel kriz sonrası gelişmiş ülkelerin düşük veya negatif faiz uygulamaları sonucu portföy getirileri azalmış, bu sebeple varlık fonları son yıllarda altyapı ve gayrimenkul ağırlıklı yatırımlara yönelerek yatırım stratejisinde değişikliğe gitmek zorunda kalmışlardır. Ayrıca daralan dünya ekonomisi, ülkelerin ihtiyacı olan altyapı yatırımları için fon kaynaklarına başvurmalarına sebep olmuştur. Emeklilik rezerv fonu olarak kurulan varlık fonlarının borç yükümlülüklerinin olması, fon kaynağının erimemesinin önüne geçilmesi için yurtiçi yatırımdan kaçınmalarının bu fonlar açısından daha iyi bir yaklaşım olduğu görülmüştür. İstikrar amaçlı fonlarının ise kısa vadeli, riski düşük varlıklara yatırım yapması daha doğru bir anlayış olarak kabul edilmektedir.

Fonların yönetim anlayışının kendi içlerinde farklılıklar barındırdıkları görülmektedir. Bu fonlar merkez bankaları, maliye bakanlıkları veya ülke devlet başkanları tarafından doğrudan veya dolaylı olarak yönetilebilmektedirler. Fonların yönetim pratiklerinden yola çıkılarak bir varlık fonu yönetiminin ne şekilde olacağı

hususunda kesin yargıda bulunmak güçtür. Fon yönetimindeki görev paylaşımı ve rollerin açık olması ayrıca fonun tek bir hedefi ve hedefe yönelik yatırım anlayışına sahip olması iyi bir fon yönetimi için gereklidir. Fakat istikrar fonlarının yönetimlerinin merkez bankalarına bırakılmasının daha sağlıklı seçenek olduğu kabul edilmektedir. Çünkü bu fonlar ve merkez bankaları, döviz rezervlerini değerlendirmede benzer yatırım portföylerine sahiptirler.

Fonların faaliyetlerinde bilgi akışının kamuoyuna açık olması şeffaflığa dair kaygıların giderilmesinde açısından önemlidir. Ne yazık ki birçok fon, kendi içlerinde belirsiz alanlar bırakmıştır. Yönetim, yatırım ve denetim alanlarında bilgi akışının belli periyotlarla kamuoyuna sunulması, fonları daha şeffaf kılarken fonlara daha iyi bir yönetim anlayışı kazandırabilir. Fonların şeffaflıkları, iyi bir fon yönetiminde belirleyici olduğu kadar fona sahip ülkelerin kamu mali disiplininde de etkili olacaktır. Fonların şeffaflıklarında fona sahip ülkelerde hukukun üstünlüğü, yolsuzluk algısı, ülkelerin gelişmişlik düzeylerinin belirleyici olduğuna dair yargıyı belli endeksler doğrultusunda değerlendirilmiştir. Burada hem yolsuzluk algısı hem de hukukun üstünlüğü endeksleri ile fonlar için kullanılan endeksler arasındaki ilişkiyi incelediğimizde güçlü bir korelasyon olmadığı görülmüştür. Hatta bu fonların şeffaflıkları ilgili kullanılan endeksler arasında bile güçlü bir ilişki yoktur. Kısacası ülkelerin yönetim biçimindeki aksaklıkların, fonların yönetimine doğrudan yansıdığını savunamayız. Varlık fonları içinde emeklilik rezerv fonlarının diğerlerine nazaran daha şeffaf olduklarını söyleyebiliriz.

Mali sürdürülebilirlik açısından fon yönetimi ile kamu mali disiplin arasında güçlü bir bağlantı vardır. Yani kamu mali disiplini olan ülkelerin varlık fonları daha iyi yönetilmekte ya da amaçları doğrultusunda iyi yönetilen varlık fonlarına sahip ülkelerin kamu mali disiplini olabilmektedir. Bu iki alanda herhangi birinde oluşan olumlu/olumsuz tablonun diğer alanı da aynı şekilde etkileme ihtimali vardır. Varlık fonları için mali kurallar; biriktirme ve çekme kurallarıdır. Ne yazık ki fonların birçoğunda çekme ve biriktirme kuralları mevcut değildir. Birçok fonda çekme ve biriktirmenin nasıl olacağına dair kurallar ve prosedür bulunmamaktadır. Mevzuat çerçevesinde fondan para çekmeye izin verilen fonlarda ise çekme işlemi herhangi bir

kurala bağılı olmayıp yönetimin takdirine bırakılmıştır. İyi bir fon yönetimi için çekme ve biriktirme kuralları elzem olup, bu kuralların belli formülasyona ve prosedüre bağılı olması gerekmektedir. Bu kuralların iyi uygulanabilmesi kuralların esnekliğı ve siyasi taahhütte bağılı olması ile yakından ilişkilidir. Mali kurallara sahip fonlar, aynı zamanda kendi ülkelerinin kamu mali disiplini de güçlendirmektedir. Fakat pratikte bu kurallara sahip olmayan ülkelerin kamu maliyesinde iyileştirmeler gerçekleştirdikleri de görülmüştür. Varlık fonu doğal kaynak gelirlerine dayalı ülkeler için en iyi mali kuralın doğal kaynak dışı faiz dışı fazla hedefidir. Dış ticaret fazlası sonucu fazla rezervlerle oluşturulan varlık fonlarına sahip ülkeler, faiz dışı fazla hedefinin yanında merkez bankalarının sterilizasyon politikası için gerekli olan döviz miktarını ayarlayabilecek esnek ve güncellenebilir alt ve üst limitleri belli olan bir nevi faiz koridoru şeklinde çıpa hedeflemesi, iyi bir fon yönetimi için gereklidir.

Türkiye Varlık Fonu 19/08/2016 tarihinde 6741 sayılı kanunla kurulmuş olup, kuruluş sermayesi 50 milyon Türk Lirasıdır. TVF'nin kaynak yapısı ile literatürün ortaya koyduğu teorik çerçeve dâhilinde klasik/geleneksel varlık fonu olmadığı görülmüştür. Yatırımlarının yurtiçi odaklı olması varlık fonlarının yatırım anlayışına da uymamaktadır. Fonun yurtiçi yatırım odaklı olup, enerjisini daha çok, büyük altyapı projelerine harcayacak olmasının kamu tercihi teorisi bağlamında sakıncalı olabileceğı düşünülmektedir. Ayrıca fonun amaç çeşitliliğı ve bu amaçları nasıl bir yatırım anlayışı ile pratiğe dökceğı fonun yönetimi açısından en zayıf noktalardan birisidir. Bu sebeple tek bir amaca yönelerek ona göre yatırım strateji belirlemesi, fonun iyi bir şekilde yönetilmesi için elzemdir.

Tam anlamıyla faaliyete geçememiş olması sebebiyle TVF'nin şeffaflığı hususunda yargıda bulunmak güçtür. Fakat denetim şekli göz önünde bulundurulduğunda belirsiz alanlar oluşturulması ihtimali vardır. Hukukun üstünlüğü, yolsuzluk algı endeksleri üzerinden değerlendirme yapılacak olsa bile, diğer ülke örneklerinde güçlü bir korelasyon vermediğinden bu parametreler doğrultusunda yargıda bulunmak sağlıklı sonuç üretmeyecektir.

TVF'nin kamu mali disiplinle ilişkisinin pratiğe nasıl yansyacağı belirsizdir. Fakat TVF'nin ekonomi yönetiminde etkili olan kurumlarla koordinasyonun olmaması

bilhassa borçlanma yoluyla kaynak yaratma yoluna başvurusu Hazine ve Maliye Bakanı ve Merkez Bankası ile ekonomi adına yönetim bütünlüğünü bozabilecek yetkilerle donatıldığı göstermektedir. Bu da ekonomi yönetiminde ikiliğin meydana gelmesine sebep olabilecektir. Fonun bu yönüyle kamu mali disiplin ile fon yönetimi arasında bozucu etkileri taşıma ihtimali vardır.

Bu çalışmada varlık fonları literatürüne dayanılarak TVF'nin değerlendirilmesi yapılmıştır. Fon, devlet kalkınma fonu özelliği taşımaktadır. Fakat dünya örneklerinde bu fonlara dair pratiğin, teorik zeminin çok ötesine uzandığı görülmüştür. Literatür bu tür kalkınma fonlarını varlık fonlarının bir segmenti veya bileşkesi olarak kabul etmektedir. Bu bağlamda TVF, bir kalkınma fonu olup, dördüncü dalga varlık fonu tipolojisine uygun özellik gösteren, kaynak ve yatırım yapısı geleneksel/klasik varlık fonlarına benzemeyen, küresel düzlemde varlık fonu hukuki statüsü üzerinden, varlık fonlarının imkân ve stratejilerinden yararlanarak, yatırımları için yurtdışı finansman çekerek kalkınma ve büyümeyi amaçlayan, mali bir strateji olarak kabul edilebilir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Ulussever, T. Mangır, F. ve Ertuğrul, Hasan. M. (2017). *Ekonominin Yeni Büyüme Gücü Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye: Karşılaştırmalı Bir Analiz*. İktisadi Araştırmalar Vakfı. (Basılmamış Kitap)

Diğer Yayınlar

AB. (2008). *Sovereign Wealth Funds – Frequently Asked Questions*.
https://ec.europa.eu/commission/index_en (17 Nisan 2017).

Aizenman, J. Glick, R. (2009). *Sovereign Wealth Funds, Governance, and Reserve Accumulation*. <https://voxeu.org/article/sovereign-wealth-funds-governance-and-reserve-accumulation> (07.03.2018).

Al-Hassan, A. Papaioannou, M. Skancke, M. ve Sung, C. (2013). *Sovereign Wealth Fund: Aspects of Governance Structures and Investment Management*. IMF Working Paper 13.231.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13231.pdf> (21 Mart 2017).

Allen, M. Caruana, J. (2008). *Sovereign Wealth Fund-A Work Agenda*.
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> (22 Mart 2017).

Alsweilem, K. Cummine, A. Rietveld, M. Tweedie, K. (2015). *A Comparative Study of Sovereign Investor Models: Sovereign Fund Profiles*.
https://projects.iq.harvard.edu/files/sovereignwealth/files/fund_profiles_final.pdf (18.09.2017).

Amar, J. (2016). *Sovereign Wealth Funds: Major Actors in the Global Economy*.
http://www.oeefr/files/swfs_briefing_paper_oeefr_2016.pdf (19 Nisan 2017).

- Aslanlı, K. (2015). Fiscal sustainability and the State Oil Fund in Azerbaijan. *Journal of Eurasian Studies*. N.6: 114-121. https://ac.els-cdn.com/S1879366515000056/1-s2.0-S1879366515000056-main.pdf?_tid=ea84fc60-b8af-11e7-bf62-00000aacb360&acdnat=1508845315_98fa1235739181b645ea3406258fa8e6 (27.09.2017).
- Balin, B. (2008). *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1477725 (7 Mart 2017).
- Bauer, A. Rietveld, M. ve Toledano, P. (2014). *Managing the Public Trust: How to Make Natural Resource Funds Work for Citizens*. https://resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF_RWI_Complete_Report_EN.pdf (28.09.2017).
- Baunsgaard, T. Villafuerte, M. Poplawski-Riberio, M. Richmond, C. (2012). *Fiscal Frameworks for Resource Rich Developing Countries*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1204.pdf> (29.06.2017).
- Beck, R. Fidora, M. (2008). *The Impact of Sovereign Wealth Fund on Global Financial Market*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf> s.3 (20 Mart 2017).
- Bernstein, S. Lerner, J. Schoar, A. (2013). *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*. 27.2: 219-238. <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.27.2.219> (23 Mart 2017).
- Borgne, E ve Medas, Paulo. (2007). *Sovereign Wealth Funds in the Pasific Island Countries: Macro-Fiscal Linkages-Working Paper 07/297*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07297.pdf> (28.06.2017).
- Bryan, J. Balin. (2008). *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1477725 (10.03.2018).

- Castelli, M ve Scaciavillani, F. (2015) *SWFs and State Investments: A Preliminary General Overvie*. <https://www.elgaronline.com/view/9781781955192.xml> (10.10.2018)
- Çelen, M ve Bali, B. (2005) Altyapı Yatırımlarına Özel Sektör Katılımının Fiyatlanma Politikası Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*. Cilt XX Sayı:1. 2005. <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/3600> (19.11.2017)
- Dedeoğlu, E. (2016) Kamu Mali Yönetiminde Neler Oluyor? Varlık Fonu ve Tamamlayıcı Ödenek. Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Değerlendirme Notu: 201629. http://www.tepav.org.tr/upload/files/1473014698-4.Kamu_Mali_Yonetiminde_Neler_Oluyor_Varlik_Fonu_Ve_Tamamlayici_Odenek.pdf (18.11.2017)
- Dedeoğlu, E. (2017a). Türkiye Varlık Fonu Bu Portföyü İle Ne Yapabilir? Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı Değerlendirme Notu: 201709. http://www.tepav.org.tr/upload/files/1486645637-6.Turkiye_Varlik_Fonu_Bu_Portfoyu_Ile_Ne_Yapabilir.pdf (18.11.2017)
- Deutsche Bank. (September, 2007). *Sovereign Wealth Funds on the Rise*. http://faculty.nps.edu/relooney/0_New_2679.pdf (27 Nisan 2017).
- Dixon, D. Adam ve Monk, H.B. Ashby. (2016). *A Simple Typology of Sovereign Development Funds*. Columbia University Press. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2805014 (06.11.2017).
- Fernandes, N. (2009). *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World*. https://www.imd.org/research/publications/upload/wp_2009_01_fernandes_level_1.pdf (10.03.2018).

- Gelb, A. Tordo, S. Halland, H. (2014a). *Sovereign Wealth Funds and Domestic Investment in Resource-Rich Countries: Love Me, or Love Me Not Economic Premise*. 133.
<http://siteresources.worldbank.org/EXTPREMNET/Resources/EP133.pdf>
 (15 Haziran 2017).
- Gelb, A. Tordo, S. Halland, H. Arfaa, N ve Smith, Gregory. (2014). *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance Risks and Opportunities*. Policy Research Working Paper. 6776.
<http://documents.worldbank.org/curated/en/788391468155724377/pdf/WPS6776.pdf> (31 Mayıs 2017).
- Gieve, J. (2008). *Sovereign Wealth Funds and Global Imbalance*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1147064 (6 Nisan 2017).
- Gilson, R. Milhaupt, C. (t.y). *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095023 (30 Mart 2017).
- IFSWF. (2008). *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices 'Santioaga Principles'*. <http://www.ifswf.org> (9 Mart 2017).
- IMF. (September, 2007). *Assessing Risks to Global Financial Stability Report*.
<http://www.imf.org/en/publications/gfsr/issues/2016/12/31/financial-market-turbulence-causes-consequences-and-policies> (9 Mart 2017).
- IMF.(2008). *Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda*.
<http://www.imf.org/external/index.htm> (18 Nisan 2017).
- Investopedia. (t.y). *Sovereign Wealth Fund*.
https://www.investopedia.com/terms/s/sovereign_wealth_fund.asp (27 Nisan 2017).

- İrlanda Stratejik Yatırım Fonu, *Economic Impact Report*, 2016. <http://isif.ie/wp-content/uploads/2017/07/EconomicImpactReport31December2016.pdf> (19.10.2017).
- Kalkınma Bakanlığı. *Orta Vadeli Program 2017*.
[http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Yaynlar/Attachments/722/Orta%20Vadeli%20Program%20\(2017-2019\).pdf](http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Yaynlar/Attachments/722/Orta%20Vadeli%20Program%20(2017-2019).pdf) (21.11.2017).
- Konukman, A ve Şimşek, O. (2017). Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Uygulaması. *Çalışma ve Toplum*. 2017/4.
<http://www.calismatoplum.org/sayi55/konukman.pdf> (21.11.2017)
- Lippincott, M. (2013). Depoliticizing Sovereign Wealth Funds Through International Arbitration. *Chicago Journal of International Law*. 13.2: 649-683.
<http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1384&context=cjil> (15 Mart 2017).
- Michael D. Hoffman. (1996). The Economic Impact of the Alberta Heritage Savings Trust Fund On The Consumption-Savings Decision of Albertans. *Department of Economics University of Alberta*. N.36. s.2.
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.2301&rep=rep1&type=pdf> (28.09.2017).
- Murtinu, S. Scalera, V. (t.y). *Sovereign Wealth Fund Investments and Stock Prices: The Effect of Target Industry and Location*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2668726(22 Mart 2017).
- OECD. (2007). *International Investment of Sovereign Wealth Funds: Are New Rules Needed?*. <https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/39979894.pdf> (27 Nisan 2017).
- OECD. (2008). *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*.
<https://www.oecd.org/investment/investment-policy/40408735.pdf> (17 Nisan 2017).

- Özkul, İ. (2017). 11 Soruda Türkiye Varlık Fonu. *Dünya Gazetesi*.
<https://www.dunya.com/ekonomi/11-soruda-tum-yonleriyle-turkiye-varlik-fonu-haberi-349431> (13.09.2017).
- Ping, X. Chao, C. (2009). *The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1420618 (20 Mart 2017).
- Roubini, N. (2017) Türkiye'ninki Aslında Varlık Değil Kalkınma Fonu.
<http://www.bloomberght.com/haberler/haber/1909432-roubini-turkiyeninki-aslinda-varlik-degil-kalkinma-fonu>, (22.11.2017).
- Schena, J. Braunstein J. ve Ali, A. (2017). *Capitalizing Economic Development Through Sovereign Investment: A "Paradox of Scarcity?"*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2962509 (10.03.2018).
- Schwartz, H. (2012). Political Capitalism and the Rise of Sovereign Wealth Funds. *Globalizations*. 9.4: 517-530. <http://www.people.virginia.edu/~hms2f/swfs.pdf> (20 Nisan 2017).
- Singapur Devlet Yatırım Kurumu. *Report on the Management Government's Portfolio 2016-2017*. <http://www.gic.com.sg/report/report-2016-2017/governance.html> (04.10.2017).
- Sönmez, M. 'Varlık Fonu Paralel Bütçe Sahnede'. 11 Kasım 2016,
<http://mustafasonmez.net/?p=5719> (19.11.2017).
- SWF Invesment Lab. (2015). *The Sky Did Not Fall*.
http://www.bafficarefin.unibocconi.eu/wps/wcm/connect/961cda94-6412-4d5b-93e9-12af00ac8bb9/DEF_report_SIL+2016_low.pdf?MOD=AJPERES&CVID=lmm8af1&CVID=lmm8af1&CVID=lmm8af1&CVID=lmm8af1&CVID=lmm8af1 (9 Mart 2017).
- SWFI. (2017). *Sovereign Wealth Fund Rankings*. <http://www.swfinstitute.org> (25 Nisan 2017).

SWFI. (2017). *What is a Sovereign Wealth Funds?*

<https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> (9 Mart 2017).

SWFLC. (2013). *Bi-Annual Legal Report*. 2013/II: 16-17,

<http://www.ifswf.org/sites/default/files/Publications/SWFsandSustainableDevelopment-Ms.CelesteLoTurco.pdf> (25 Nisan 2017).

Şili Maliye Bakanlığı, *Annual Report Sovereign Wealth Fund*, 2016.

<http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/annual-report/annual-report-sovereign-wealth-funds-377273.html> , (30.11.2017).

Timor-Leste Maliye Bakanlığı, *Petroleum Fund Annual Report*, 2016.

<https://www.mof.gov.tl/wp-content/uploads/2017/09/English-Final-Report-2016.pdf> , (30.11.2017).

Tiwari, S. Coteralli, C. Blanchard, O. Sayeh, A. Vinals, J. (2012). *Macroeconomic Policy-Frameworks For Resource-Rich Developing Countries-Background Paper*. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/082412a.pdf> (27.07.2017).

Truman, E. (2011). *Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?*

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1898787 (21 Mart 2017).

Truman, E. Stone, S. (2016). *Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability*.

<https://piie.com/system/files/documents/pb16-18.pdf> (18.09.2017).

Türkiye Varlık Fonu A.Ş.'nin İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Bakanlar Kurulu Kararı. (2016), T.C. Resmi Gazete, 9429, (17.10.2016).

<http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/11/20161109-14.pdf> (11.09.2017).

Türkiye Varlık Fonu A.Ş.'nin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi. (2018), T.C. Resmi Gazete, 2018/162,

11.09.2018. <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/09/20180912-6.pdf> (03.10.2018)

- Türkiye Varlık Fonun Kurulması ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı, 2016, TBMM, 3105, 01.08.2017. <http://www2.tbmm.gov.tr/d26/1/1-0750.pdf> (13.09.2017).
- U.S Department Of The Treasury. (2007). *Sovereign Wealth Funds*. https://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2007_Appendix-3.pdf (27 Nisan 2017).
- Urban, D. (2011). Macroeconomic Considerations and Motives of Sovereign Wealth Funds Activity. *Contemporary Economics*. 5.2: 42-53. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2165768 (7 Mart 2017).
- Urban, D. (2017a). *The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Managment of Excess Foreign Exchange Reserves*. <https://www.degruyter.com/downloadpdf/j/cer.2011.14.issue-2/v10103-011-0015-1/v10103-011-0015-1.pdf> (7 Mart 2017).
- Yılmaz, D. (2015). ‘Dünya Devi Yaratacak Yatırımcıya Reeskont Penceresi Açalım’ *Dünya Gazetesi*. 4 Ocak 2005. <https://www.dunya.com/ekonomi/dunya-devi-yaratacak-yatirimciya-reeskont-penceresi-acalim-haberi-267554> (22.11.2017).

İnternet Yayınları

- <http://en.ndfi.ir/> (28 Mayıs 2017).
- <http://swfinstitute.org/fund/norway.php> (08 Haziran 2017).
- <http://turkiyevarlikfonu.com.tr> (13.09.2017).
- <http://www.bankofbotswana.bw> (05 Haziran 2017).
- <http://www.china-inv.cn> (06 Haziran 2017).
- <http://www.finance.alberta.ca> (05 Haziran 2017).

<http://www.futurefund.gov.au> (08 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/assessment/chile> (08 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/assessment/future-fund> (08 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/assessment/gic> (08 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/assessment/ireland> (08 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/assessment/mexico> (01 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/assessment/sofaz> (01 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/member-profiles/alberta-heritage-savings-trust-fund>
(05 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/member-profiles/china-investment-corporation> (06 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/member-profiles/khazanah-nasional> (06 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/member-profiles/korea-investment-corporation> (06 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/member-profiles/kuwait> (01 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/member-profiles/libyan-investment-authority> (05 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/member-profiles/new-zealand-superannuation-fund> (08 Haziran
2017).

<http://www.ifswf.org/member-profiles/qatar> (06 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/members/botswana> (05 Haziran 2017).

<http://www.ifswf.org/members/timor-leste> (02 Haziran 2017).

<http://www.khazanah.com> (06 Haziran 2017).

<http://www.kia.gov.kw> (01 Haziran 2017).

<http://www.kic.go.kr/en> (06 Haziran 2017).

<http://www.lia.com.mt/en> (05 Haziran 2017).

<http://www.oilfund.az> (01 Haziran 2017).

<http://www.qia.qa> (06 Haziran 2017).

<http://www.worldbank.org/> (27.06.2018).

<https://tradingeconomics.com/> (27.06.2018).

<https://worldjusticeproject.org/> (25.10.2017).

<https://www.mof.gov.tl/budget-spending/petroleum-fund/?lang=en> (02 Haziran 2017).

<https://www.nbim.no/en/the-fund> (08 Haziran 2017).

<https://www.nzsuperfund.co.nz/> (08 Haziran 2017).

<https://www.transparency.org/> (25.10.2017).

www.gic.com.sg (08 Haziran 2017).

www.ifswf.org/assessment/iran (28 Mayıs 2017).

www.isif.ie (08 Haziran 2017).