



T.C.

ALANYA ALAADDİN KEYKUBAT ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

BİR ORGANİZASYON BİÇİMİ OLARAK ULUSAL VARLIK FONLARI

Yüksek Lisans Tezi

Aghabay MASIMOV

Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Miraç Savaş TURHAN

ALANYA
2021

Aghabay MASIMOV

BİR ORGANİZASYON BİÇİMİ OLARAK ULUSAL VARLIK FONLARI

ALKÜ 2021

T.C.
ALANYA ALAADDİN KEYKUBAT ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

BİR ORGANİZASYON BİÇİMİ OLARAK ULUSAL VARLIK FONLARI

Yüksek Lisans Tezi

Aghabay MASIMOV
Anabilim Dalı: İşletme
Program adı: İşletme

Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Miraç Savaş TURHAN

ALANYA
2021

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

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

Aghabay MASIMOV

ÖNSÖZ

Öncelikle tez danışmanlığımı üstlenen ve sürecin başından sonuna kadar desteğini esirgemeyen saygıdeğer hocam Dr. Miraç Savaş TURHAN'a, yapıcı eleştirileri ile tezin son halini almasında katkı sağlayan değerli jüri üyesi hocalarım Dr. Önder UZKARALAR ve Dr. Yakup ARI'ya ve hayatımın her anında olduğu gibi yüksek lisans süresince de yanımda olan sevgili aileme teşekkürlerimi sunuyorum.

Aghabay MASIMOV

Alanya, 2021



ÖZET

BİR ORGANİZASYON BİÇİMİ OLARAK ULUSAL VARLIK FONLARI

Aghabay MASIMOV

İşletme Anabilim Dalı

Alanya Alaaddin Keykubat Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü,

Ağustos, 2021 (58 sayfa)

Günümüzde sermaye piyasalarının ana katılımcıları olarak devlete ait yatırım araçları olan ve dünya çapında on yıllardır varlığını devam ettiren ulusal varlık fonları son zamanlar sayılarının artmasıyla birlikte zaman zaman çeşitli tartışmaların merkezi haline gelmeyi başarmıştır. Ayrıca, belirlenmiş standart bir yönetim çerçevesi bulunmayan bu fonların sayılarının artmasıyla birlikte faaliyet amaçlarının çeşitlenmesi gibi örgütlenme biçimleri de çeşitlenmiştir. Dolayısıyla, bu çalışmada ülkelerin sahip olduğu farklı kurumsal özelliklerinin yansımalarından biri olan ulusal varlık fonlarının yapısal özellikleri türleri kapsamında incelenmiş ve elde edilen bulgular açıklanarak anlatılmaya çalışılmıştır. Elde edilen bulgular, ulusal varlık fonlarının biçimsel farklılaşmalarının, teknik, ekonomik, politik ve kurumsal çevre ile örgüt ilişkileri kapsamındaki temellerini göstermektedir. Çalışmada ulaşılan sonuçlar, analizde kullanılan tematik çevre faktörleri kapsamında ulusal varlık fonlarının örgütsel yapılarının, teknik, ekonomik, politik ve kurumsal çevre faktörlerinden ne seviyede etkilendiğini ortaya koymuştur. Bu bağlamda çalışmanın, hem çevre-örgüt ilişkileri meselesi kapsamında örgüt çalışmalarına, hem de ulusal varlık fonları hakkındaki bilgi birikimine katkı yapması beklenmektedir.

Anahtar Sözcükler: Örgüt çalışmaları, çevre-örgüt ilişkileri, ulusal varlık fonları.

ABSTRACT

SOVEREIGN WEALTH FUNDS AS AN ORGANIZATIONAL FORM

Aghabay MASIMOV

Department of Business Administration

Graduate School of Alanya Alaaddin Keykubat University,

August, 2021 (58 pages)

Today, as the main participants of the capital markets, the sovereign wealth funds, which are state-owned investment instruments and have been in existence for decades, have recently managed to become the center of various discussions with their increasing numbers. In addition, with the increase in the number of these funds, which do not have a defined standard management framework, organizational forms such as the diversification of activity objectives have also diversified. Therefore, in this study, the structural features of sovereign wealth funds, which are one of the reflections of the different institutional characteristics of the countries, were examined within the scope of their types and the findings were explained and explained. The findings show the basis of the formal differentiation of sovereign wealth funds within the scope of technical, economic, political and institutional relations with the environment. The results obtained in the study revealed to what extent the organizational structures of the sovereign wealth funds were affected by the technical, economic, political and institutional environmental factors within the scope of the thematic environmental factors used in the analysis. In this context, it is expected that the study will contribute to both organizational studies within the scope of the environmental-organizational relations issue and to the knowledge about national wealth funds.

Keywords: Organization studies, environment-organization relations, sovereign wealth funds.

İÇİNDEKİLER

İÇ KAPAK SAYFASI	
ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ	i
ÖNSÖZ	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
İÇİNDEKİLER SAYFASI	v
TABLolar LİSTESİ	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ	vii
KISALTMALAR LİSTESİ	viii
1. GİRİŞ	1
2. ULUSAL VARLIK FONU KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ	3
2.1. Ulusal Varlık Fonu Kavramı ve Tanımı	3
2.2. Tarihsel Süreçte Ulusal Varlık Fonu	5
2.3. Ulusal Varlık Fonlarının Amaçları ve Sınıflandırılması	7
2.4. Ulusal Varlık Fonlarının Finansman Kaynağına Göre Sınıflandırılması	9
2.5. Ulusal Varlık Fonlarına İlişkin Görüşler ve Düzenlemeler	12
2.5.1. Uluslararası UVF Çalışma Grubu ve Santiago İlkelerinin gelişimi	15
2.5.2. Truman Skorbordu	20
2.5.3. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi	23
2.6. Ulusal Varlık Fonları ile Diğer Benzer Kuruluşlar Arasındaki Farklılıklar	25
2.7. UVF'lerin Genel Yönetim Çerçevesi ve Yatırım Stratejisi	28
3. VERİ KAYNAKLARI VE YÖNTEM	32
4. BULGULAR	34
4.1. İstikrar Fonları	34
4.2. Tasarruf Fonları	35
4.3. Emeklilik Rezerv Fonları	36
4.4. Rezerv Yatırım Fonları	37
4.5. Kalkınma Fonları	38
5. TARTIŞMA VE SONUÇ	44
6. KAYNAKÇA	47
7. EKLER	54
Ek 1: Ulusal Varlık Fonlarına İlişkin Temel Bilgiler	54

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 2.1 Varlık Hacmine Göre En Büyük 20 UVF	11
Tablo 2.2 UVF'lere İlişkin Örnek Mevcut Düzenlemeler	15
Tablo 2.3 Santiago İlkeleri	18
Tablo 2.4 Truman Skorbordu Şeffaflık Soruları	21
Tablo 2.5 Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi İlkeleri	23
Tablo 2.6 UVF'ler ile Diğer Benzeri Kurumların Karşılaştırması	27
Tablo 4.1 UVF'lerin Türlerine Göre Özellikler	42
Tablo Ek.1 Çalışmada İncelenen UVF'lere İlişkin Temel Bilgiler	54

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1 UVF'lerin Kuruluş Yıllara Göre Dağılımı	6
Şekil 2.2 UVF'lerin Finansman Kaynaklarına Göre Dağılımı	10
Şekil 2.3 UVF'lerin Coğrafi Dağılımı	12
Şekil 2.4 Truman Skorbordu'na Göre UVF'lerin 2019 Şeffaflık Oranları	22
Şekil 2.5 Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksine Göre UVF'ler	24



KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
GAPP	General Accepted Principles and Practise
IFSWF	International Forum of Sovereig Wealth Funds
IMF	International Monetary Fund
IWG	International Working Group of Sovereign Wealth Funds
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsleri
LMTI	Linaburg-Maduell Transparency Index
NRGI	Natural Resource Governance Institute
SWF	Sovereign Wealth Fund
SWFI	Sovereign Wealth Fund Institute
U.S.	United State
UVF	Ulusal Varlık Fonları
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development

1. GİRİŞ

Başta ekonomi, psikoloji, siyaset bilimi ve sosyoloji olmak üzere birçok disiplinin kesiştiği uygulamalı bir alan olan *örgüt çalışmalarında (organization studies)* (Adler, Du Gay, Morgan ve Reed, 2014; Augier, March ve Sullivan, 2005; Grothe-Hammer ve Kohl, 2020), *çevre-örgüt ilişkilerinin* anlaşılmasına her zaman özel bir önem verildiği (Daft ve Armstrong, 2015; Hatch ve Cunliffe, 2013) görülmektedir. Öyle ki, teknik, ekonomik, politik ve kurumsal çevre faktörlerine farklı derecelerde önem verseler de bütün örgüt kuramlarının, “çevreyi tanımlama biçimi” ve “çevre-örgüt ilişkilerinin doğasına ilişkin temel varsayımları” bakımından kendilerine özgü somut perspektifleri bulunmaktadır (Sargut ve Özen, 2007).

Yaygın olarak kabul edildiği üzere başlangıcı 1950’lilere kadar uzanan (Chen, 2009) ulusal varlık fonlarının (UVF), özellikle küreselleşme sürecinin yoğun olarak yaşandığı 1980’li yıllardan itibaren pek çok ülkede bir örgütlenme tipi olarak sayısının arttığı gözlemlenmiştir (Şimşek ve Konukman, 2017). 2000’li yılların başından bu yana hızla yaygınlaşan bu fonlar artık geçtiğimiz on yılda uluslararası ekonomik ve finansal düzenin önemli bir oyuncusu haline gelmiş (Aggarwal & Goodell, 2017; Şimşek ve Eren, 2018; Megginson & Gao, 2019), 2008 ekonomik krizinden sonra ise UVF’lere olan ilgi daha da yoğunlaşmıştır (Kayıran, 2016). Ancak buna rağmen yazında varlık fonları üzerine yapılan çalışmaların nispeten yeni ve sınırlı olduğunu söylemek mümkündür (Zengin, Koçoğlu ve Tanrıöven, 2020). Ayrıca, yazında, UVF’lerin *örgüt çalışmaları* açısından değerlendirilip ülkeler bazında hangi *çevresel faktörlerle* ilişkilendirilerek biçimlendiği ile ilgili çalışmaların katkıya açık olduğu görülmektedir.

Bu nedenle bu çalışmada farklı ülkelerde farklı biçimsel niteliklerde varlığını sürdüren örgütler olarak UVF’lerin yapısal niteliklerinin, çevre-örgüt ilişkilerini ön planda tutan bir bakış açısı ile ve karşılaştırmalı olarak incelenmesi amaçlanmaktadır. Dolayısı ile çalışmanın temel sorusu “*farklı ülkelerde farklı örgütlenme biçimleri ile karşımıza çıkan UVF’lerin, bu biçimsel farklılaşmalarının çevre-örgüt ilişkileri çerçevesindeki temelleri nelerdir?*” biçiminde ortaya konulmuştur.

Bu sorunun cevabının aranmasını teminen çalışmada, keşfedici nitel araştırma yöntemlerinden betimsel analiz metodu kullanılmıştır (Yıldırım ve Şimşek, 2018). Bu çerçevede, çalışmaya konu edilen UVF’lerin resmi internet sitelerinden, yıllık faaliyet raporlarından ve UVF Uluslararası Forumu (International Forum of SWF (IFSFW))’nun, UVF Enstitüsü (SWF Institute (SWFI))’nün, Doğal Kaynak Yönetişim Enstitüsü (Natural

Resource Governance Institute (NRGI))'nün ve varlık fonları ortak çalışma gruplarının resmi internet sitelerinden elde edilen veriler irdelenmiş, kurumsal bir bakış açısı ile neden-sonuç ilişkileri kurulmaya çaba gösterilerek anlaşılmaya çalışılmış ve yorumlanmıştır. Bu süreçte, önceden ortaya konulmuş tematik çerçeve olarak (Yıldırım ve Şimşek, 2018), Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund (IMF)) (2008) ve Santiago İlkeleri'nin (2008) 5'li sınıflandırması temel alınmıştır. Bu yapıyla çalışmanın hem *çevre-örgüt ilişkileri* meselesi çerçevesinde örgüt çalışmalarına, hem de UVF'ler hakkındaki bilgi birikimine katkı yapması beklenmektedir.

Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde ilk olarak UVF'ler ile ilgili kavramsal çerçeve verilmiştir. Sonrasında veri kaynakları ve yönteme ilişkin bilgilere değinilmiş, müteakiben bulgular ortaya konulmuştur. Çalışma tartışma ve sonuç bölümü ile tamamlanmıştır.

2. ULUSAL VARLIK FONU KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

2.1. Ulusal Varlık Fonu Kavramı ve Tanımı

İngilizce’ de *sovereign wealth fund* olarak bilinen kavram Türkçe yazınında “ulusal varlık fonu” ya da “ulusal refah fonu” şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Sovereign Wealth Fund (SWF) terimi ilk kez Amerika’nın State Street Bank ekonomistlerinden biri olan Andrew Rozanov’un (2005) varlık fonları ile ilgili çalışmasında geçmektedir (Aguilera, Capape, & Santiso, 2016; Monk, 2008). Dolayısıyla, Rozanov bu fonların ne ulusal kamu emeklilik fonları ne de döviz destekleyici rezerv varlıklar olduğuna dikkat çekerek (Monk, 2008), bir ülkenin makroekonomisinin, ticari şartlarının ve mali dengelerinin iyileşmesi, aynı zamanda uzun vadeli bütçeyle ilgili fazlalıklar ve uygulanan mali harcama kısıtlama politikalarından kaynaklı olan bütçe fazlalıkları ve döviz rezerv fazlalıklarının birikmesi sonucu oluşan toplam fazlalıkları yönetmek adına kurulan yatırım kurumlarının “Sovereign Wealth Fund” olarak isimlendirilebileceğini vurgulamıştır (Chen, 2009).

Esasen akademide UVF’ler ile ilgili genel kabul görmüş bir tanım bulunmamaktadır. Fakat varlık fonlarının hızlı büyümesi zaman zaman çeşitli tanımlamaları beraberinde getirmiştir. Örneğin, Aizenman ve Glick (2008) UVF’leri hükümet kontrolünde, yabancı varlıkları elinde tutan ve yöneten tasarruf fonları olarak tanımlarken, Balding (2008) UVF’ler için, risksiz getiri oranının üzerinde getiri arayan varlıklara yatırım yapan hükümet veya hükümete bağlı bir kuruluş tarafından kontrol edilen bir sermaye havuzu olduğu ifadelerini kullanmıştır. Kern’e (2007) göre ise, UVF’ler kamu fonlarını elinde tutan, yöneten veya yönettiren ve bu fonları çeşitli türlerde daha geniş bir varlık yelpazesine yatıran devletlerin sahip olduğu finansal araçlardır. Diğer bir benzer tanımlama ise, ABD Dış İlişkiler Konseyi’nin eski danışmanı Teslik (2009) tarafından ortaya atılmıştır. Teslik, UVF’leri, hükümetlerin kar için yatırım yaptığı para havuzları şeklinde tanımlayarak, genellikle bu paraların yabancı şirketlere yatırım yapmak için kullanıldığını belirtmiş ve Çin’in UVF’sinin ABD finans şirketleri Morgan Stanley ve Blackstone Group’un hisselerini, Dubai’nin UVF’sinin ise, Sony de dahil olmak üzere birçok Asya şirketinin hisselerini satın aldığına dikkat çekmiştir.

ABD Hazine Bakanlığı raporlarında da UVF’ler, döviz gelirleri ile finanse edilen ve bu gelirleri para otoritelerinin resmi rezervlerinden ayrı olarak yöneten bir devlet yatırım organizasyonu olarak tanımlanmış, UVF yöneticilerinin ise tipik olarak daha

yüksek bir risk toleransına ve ulusal resmi rezerv yöneticilerine göre daha yüksek beklenen getiriye sahip olduklarını belirtilmiştir (U.S. Department of the Treasury, 2007).

Bu konuda daha kapsamlı çalışmalar yürüten kurumlar da UVF'leri çeşitli şekilde tanımlamaktadır. Örneğin Ulusal Para Fonu (IMF) (2008), UVF'leri birçok makroekonomik amaca hizmet eden devlete ait yatırım fonları olarak tanımlarken, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)'ün (2008) çalışmalarında UVF'ler ulusal hedeflerin gerçekleştirilmesi için hükümetlerin doğrudan veya dolaylı olarak sahip olduğu ve yönettiği varlık havuzları olarak tanımlamıştır. Uluslararası UVF Forumu (IFSWF) (2021) ve Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü (SWFI) (2021) ise, benzer şekilde UVF'leri genellikle resmi döviz işlemleri, devlet transfer ödemeleri, ödemeler dengesi fazlaları, özelleştirme gelirleri, mali fazlalar veya kaynak ihracatından kaynaklanan gelirler ile kurulan bir devlet yatırım fonu gibi daha açık tanımlamaktadır.

Bu tür çeşitli tanımlamalardan farklı olarak Santiago İlkeleri kapsamında oluşturulmuş tanım UVF'leri diğer benzeri kurumlar olan para otoriteleri, kamu iktisadi teşebbüslerinin (KİT) faaliyetleri, emeklilik fonları veya bireylerin yararına yönetilen diğer varlıklardan ayırarak daha net bir çerçeve çizmektedir. Santiago İlkeleri UVF'leri, genellikle ödemeler dengesi fazlalıkları, resmi döviz işlemleri, özelleştirmeler ve emtia gelirlerden oluşturulmuş varlıkları yöneten ve finansal hedeflere ulaşmak için bir dizi yatırım stratejisi kullanarak yabancı finansal varlıklara yatırım yapan hükümete ait kurumlar olarak tanımlamaktadır (IWG, 2008). Rozanov (2009), teoride UVF'leri diğer benzeri kurumlardan ayırmak için her ne kadar Santiago İlkeleri tanımı yeterli olsa da pratikte bu ayrımı yapmanın daha zor olduğuna dikkat çekerek, IFSWF ve politika yapımcıların daha keskin bir çerçeve oluşturabilmek için birlikte çalışmalarını gerektiğini vurgulamıştır.

Yazında UVF'lerle ilgili benimsenmiş net bir tanımın olmamasına karşın zaman zaman çeşitli kaynaklarda UVF'lerin ortak özellikleri üzerinden tanımlanmaya çalışıldığı görülmektedir. Örneğin, dünyanın en büyük danışmanlık firmalarından biri olan Monitor Group ve İtalyan Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM) isimli araştırma merkezi, bir fonun UVF olarak sınıflandırılabilmesi için aşağıda yer alan altı kriteri karşılaması gerektiğini ifade etmiştir. Bu kriterler sadece UVF'lerin ne olduğunu değil, aynı zamanda da politik veya stratejik hedeflere hizmet etmek için oluşturuldukları fikrini ortadan kaldırarak ne olmadığını da göstermektedir (Makhlouf, 2010). Buna göre UVF'ler:

- Devlete ait olmalıdır,
- Diğer devlet varlıklarından ayrı olarak yönetilmelidir,

- Açık emeklilik yükümlülüklerinden kaçınmalıdır,
- Çeşitli varlık sınıflarına yatırım yapmalıdır,
- Yatırımlarını finansal getirilerin gerçekleşmesine yönlendirmelidir,
- Sermayesinin önemli bir bölümünü küresel yatırımlara taahhüt etmelidir.

UVF'ler için halka açık bilgilere dayalı işlem veri tabanı geliştirmek amacıyla 2008 yılında ortaklık kuran ABD merkezli strateji danışmanlık firması Monitor Group ile İtalyan uluslararası araştırma merkezi Fondazione Eni Enrico Matte (FEEM) da 2008 yıllık raporlarında UVF'leri devlete ait diğer yatırım araçlarından ayıran temel özellikleri açısından tanımlamışlardır (Monitor-FEEM, 2008). Bu tanıma göre UVF'ler:

- Doğrudan hükümete aittir,
- Diğer devlet mali kurumlarından bağımsız olarak yönetilir,
- Büyük emeklilik yükümlülükleri yoktur,
- Ticari getiri elde etmek için çeşitli finansal varlık sınıflarına yatırım yapar,
- Kamuya açıklanmış yatırımlarının önemli bir bölümünü uluslararası düzeyde gerçekleştirilmektedir.

Belirtmek gerekir ki, UVF'lerin karakteristik özellikleri yazında yer alan çeşitli çalışmalarda da yukarıda sıralanan kriterlerle benzer şekilde açıklanmıştır (Beck & Fidora, 2008; Sovereign Investment Lab, 2016).

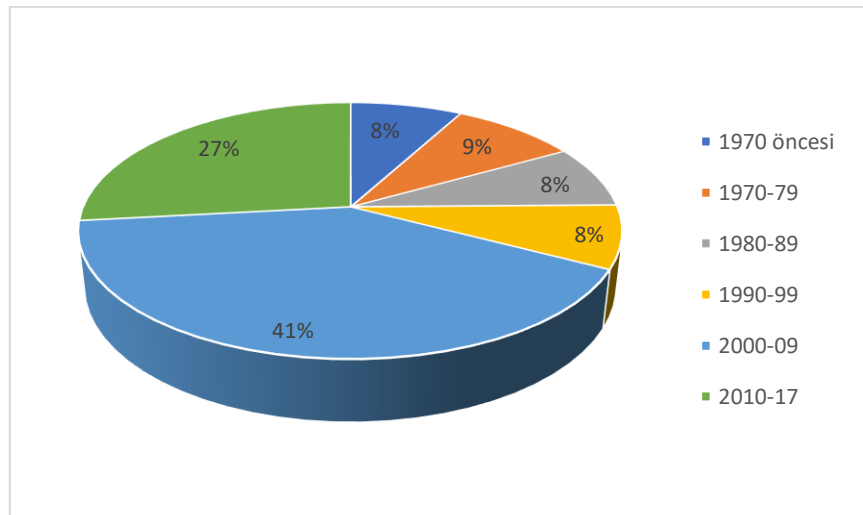
2.2. Tarihsel Süreçte Ulusal Varlık Fonu

Her ne kadar modern anlamda varlık fonlarının sayısının artmasına bağlı olarak varlık fonu kavramı 2000'li yıllardan sonra daha çok duyulmaya başlasa da aslında bu uygulamanın uluslararası finasta yeni olmadığını belirtmek gerekir. Yazında varlık fonlarının tarihteki ilk örnekleri ile ilgili çeşitli fikirlere rastlamak mümkündür. Örneğin, Yi-Chong ve Bahgat (2010) ortak çalışmasında tarihte ilk varlık fonu uygulamasının vergiden muaf fonların yönetimini kolaylaştırmak için 1816 yılında Fransızların kurmuş olduğu “Caisse des Dépôts et Consignations” isimli fon olduğunu vurgularken, Stückelberger vd.'nin ortak çalışmasında ise çalışmasında ise kamu eğitiminin finansmanını kamu vergilerinden ayırmak için Teksas Eyaleti tarafından 1854 yılında kurulan “The Permanent School Fund” ile 1876 yılında kurulan “The Permanent University Fund” isimli fonlara dikkat çekilmiştir (Stückelberger, Rossouw, Geerts, Chavaz, & Xinwa, 2015).

Özellikle, UVF'lerin hızlı gelişimi, gelişmekte olan ekonomiler için dünyanın borçlularından dünyanın alacaklılarına doğru önemli bir değişimi yansıtmaktadır. Gerçekten de yirminci yüzyılın ikinci yarısı boyunca, yükselen ekonomiler cari açık vermeleri sonucu yabancı sermaye ithal etmeye başlamıştır (Castelli & Scacciavillani, 2015). Günümüzde modern anlamda bilinen varlık fonlarının dünyadaki ilk örneği ise, toplam ihracat kazançlarının en büyük payı petrol gelirlerinden oluşan Kuveyt Devleti'nin 1953 yılında kurmuş olduğu “Kuveyt Yatırım Otoritesi (Kuwait Investment Authority (KIA))” isimli fondur. Kuveyt hükümeti, ülkenin petrole dayalı ekonomisini potansiyel petrol şokları riskine karşı korumak ve aynı zamanda ulusal zenginliğin gelecek nesillere ulaşmasını sağlamak için dünyada emtia bazlı bir UVF kuran ilk hükümettir (Bazoobandi, 2011).

KIA'dan sonra ikinci UVF ise fosfat gelirlerinin kontrolü için Kiribati'de kurulan “Gelir Eşitleme Rezerv Fonu (Revenue Equalization Reserve Fund (RERF))” isimli fondur (Yayla, 2019).

Modern anlamda UVF'lerin oluşumundaki bir sonraki dalga 1970 ve 1980'lerde yaşanan petrol fiyatlarındaki patlama sonucu gerçekleşmiş (Yi-chong, 2009) ve Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan ve Kanada (Alberta) gibi petrol ihracatçısı ülkelerin fon kurmasıyla başlayarak devam eden süreç (Balin, 2009), 1990'ların sonunda gelişmekte olan ekonomilerin cari hesap fazlası biriktirmeye başladığı Asya mali krizinden sonra daha da hızlanmıştır (Yi-chong, 2009). Aynı zamanda 2008 mali krizinin yaşandığı dönemlerde de UVF'lerin önemi daha da artmıştır (Kavcıoğlu, 2018). Şekil 2.1'de UVF'lerin kuruluş yıllarına göre dağılımı yer almaktadır.



Şekil 2.1 UVF'lerin kuruluş yıllarına göre dağılımı
Kaynak: (Preşin, 2018).

Şekil 2.1’de görüldüğü üzere bütün UVF’lerin içinde %41’lik bir oranın yüksek emtia fiyatları nedeniyle 2000-2009 döneminde, %27’sinin ise 2010-2017 döneminde kurulduğu anlaşılmaktadır (Parry & Jan, 2019).

2.3. Ulusal Varlık Fonlarının Amaçları ve Sınıflandırılması

UVF’lerin yaygınlaşması ile birlikte farklı kriterlere göre sınıflandırılması da zaman zaman ilgi gören konular arasında yer almıştır (Capape & Blanco, 2013). Ağırlıklı olarak oluşturulma amaçları (Kunzel, Lu, Petrova, & Pihlman, 2011; Griffith-Jones & Ocampo, 2009) ve finansman kaynaklarına göre (Kotter & Lel, 2011; Boubakri, Cosset, & Grira, 2017) sınıflandırılırsalar da yazında daha yenilikçi sınıflandırma tipi olarak, araştırmacılar tarafından politik olarak biçimlendirilmiş 5’li sınıflandırmaya da rastlamak mümkündür (Haberly, 2014):

- **Sömürgecilik sonrası UVF’ler (postkolonyal):** Çok uluslu firmalar ve daha güçlü devletlerle ilişki kurmak için zayıf ve yeni bağımsızlık kazanmış devletler tarafından kurulur,
- **Rantçı UVF’ler:** Kaynak rantlarını koruyarak yönetici elitlerin gücünü geleceğe taşımayı hedefler,
- **Üretken UVF’ler:** Devletin uluslararası faaliyetlerini küresel üretim ağlarına doğru genişletir,
- **Bölgeci UVF’ler:** Yerel sanayi politikalarına hizmet eder,
- **Ahlakçı UVF’ler:** Kurumsal sosyal sorumlulukları sürdürmeye çalışır.

UVF’lerin düzenlenmesine ilişkin çeşitli çalışmalar gerçekleştiren IMF de, UVF’ler tarafından izlenen çeşitli politikalara en uygun olan sınıflandırma şeklini belirlemek için çaba göstermiştir (Capape & Blanco, 2013). Öyle ki, IMF kaynaklı çalışmalarda UVF’ler ekonomik hedefleri bakımından genel olarak aşağıda yer alan 5 ana başlık altında değerlendirilmektedir (Allen & Caruana, 2008; Al-Hassan vd., 2013; Lu, Das, Mulder, & Sy, 2009):

- **İstikrar Fonları (Stabilization Funds):** Ülkeyi ekonomik şoklardan korumak için oluşturulmuş devlete ait fonlardır,
- **Tasarruf Fonları (Saving Funds):** Ülke zenginliğinin kuşaklararası eşit dağılımı için oluşturulmuş devlete ait fonlardır,

- **Emeklilik Rezerv Fonları (Pension Reserve Funds):** Gelecekteki emeklilik yükümlülüklerini hafifletmek adına bütçe desteği sağlamak amacıyla oluşturulmuş devlete ait fonlardır,
- **Rezerv Yatırım Fonları (Reserve Investments Fund):** Fazla rezerv tutma maliyetlerini azaltmak için oluşturulmuş devlete ait fonlardır,
- **Kalkınma Fonları (Development Funds):** Sosyoekonomik projeleri finanse etmek veya belirli sektörlere yatırım yapmak gibi temel amaçla oluşturulmuş devlete ait fonlardır.

Genellikle hükümetler, ekonomilerini en iyi şekilde desteklemek için ellerindeki varlıkları nasıl kullanacakları konusunda yenilikçi davranmışlardır. Dolayısıyla, bazı UVF'ler yukarıdaki hedeflerden birçoğuna aynı anda hizmet edebilmektedir (IFSWF, 2019a).

UVF'ler amaçları bakımından heterojen olup, genellikle mülkiyetinde bulunduğu ülkenin koşullarını, politik önceliklerini ve sorumluluklarını yansıtır. Ayrıca, UVF'ler geniş anlamda ekonomik istikrar, sermaye maksimizasyonu ve stratejik gelişme olmak üzere üç ana öncelik kategorisinde değerlendirilebilir. Buna karşılık, UVF türleri bu üç öncelik kategorisine göre sınıflandırılırsa istikrar fonları ilk kategoride; tasarruf, emeklilik ve rezerv yatırım fonları ikinci kategoride ve son olarak kalkınma fonları ise üçüncü kategoride yer alacaktır (Gbadebo-Smith, 2021).

Capape & Blanco (2013), bu tür sınıflandırmaların UVF'leri tanımlamak için yararlı bir yöntem olduğunu belirtmiş, ancak UVF'leri karakterize eden değişkenler göz önüne alındığında statik tanımlardan kaçınmanın daha iyi olacağını da ifade etmiştir.

Her bir UVF'nin kendine özgü faaliyet amacı olsa da bir takım ortak hedefleri bulunmaktadır (SWFI, 2021):

- Bütçeyi ve ekonomiyi gelirlerdeki veya ihracattaki aşırı oynaklıktan korumak ve dengelemek,
- Yenilenemeyen emtia ihracatından çeşitlendirmek,
- Döviz rezervlerinden daha fazla gelir elde etmek,
- Para otoritelerinin istenmeyen likiditeyi dağıtmalarına yardımcı olmak,
- Gelecek kuşaklar için tasarrufları arttırmak,
- Sosyal ve ekonomik kalkınmayı finanse etmek,
- Hedef ülkeler için sürdürülebilir uzun vadeli sermaye büyümesi,
- Siyasi strateji.

Ayrıca, SWFI'nin resmi internet sitesinde, aşağıda açıklanan üç önemli istisna dışında UVF'lerin genellikle makroekonomik politikalara doğrudan katılmadıkları belirtilmektedir (SWFI, 2021):

- İstisnai ve hedeflenen ihtiyaçlar için bütçeye transferler,
- İstisnai ödemeler dengesi veya para politikası ihtiyaçları durumunda merkez bankasına transfer için fon çekilmesi,
- Ekonominin çıkarları için hayati önem taşıyan yerli işletmeleri veya şirketleri istikrara kavuşturmak.

2.4. Ulusal Varlık Fonlarının Finansman Kaynağına Göre Sınıflandırılması

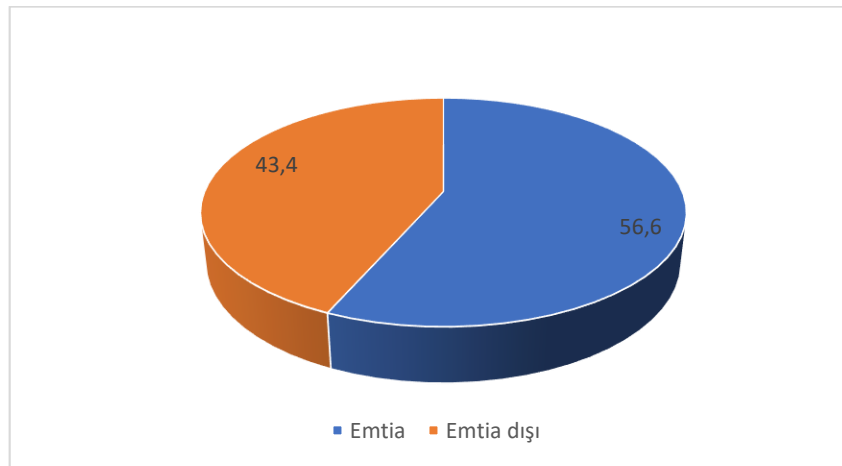
Finansman kaynaklarına göre UVF'ler *emtia bazlı* ve *emtia dışı* olmak üzere iki alt gruba ayrılır. Emtia bazlı fonlar devlet tarafından, başta petrol ve doğalgaz gibi doğal kaynaklar olmak üzere sahip olunan veya vergilendirilen emtia ihracatı yoluyla oluşturulur (U.S. Department of the Treasury, 2007). Emtia bazlı UVF'ler genellikle, öngörülemeyen keskin bir fiyat düşüşü sırasında fiyat risklerine karşı hükümetlerin savunma mekanizmalarının temel unsurları olarak kabul edilmektedir. Petrol ihraç eden ülkeler, ihracat yapılarını çeşitlendirerek veya mali varlıklarını biriktirerek ekonomilerini dalgalı fiyatlara karşı kendi kendine sigortalama eğilimindedir. İhracat yapısının çeşitlendirilmesi uzun vadeli yapısal reformlar ve araştırma, geliştirme ve teknolojiye erişim gerektirdiğinden, varlıkların biriktirilmesi petrol ihraç eden hükümetlerin çoğu için uygun bir çözüm yöntemi haline gelmiştir. Emtia bazlı UVF'lerin kurulmasının bir başka amacı da nesiller arası tasarruf ve koruma rolüdür. Çünkü doğal kaynakların zamanla değerlerini kaybedebilme ihtimali olduğundan, üretimi azaltmak ve kaynakları yeraltında tutmak gelecek nesiller için serveti korumanın yararlı bir yöntemi olmayabilir. Bu nedenle, yeraltındaki doğal kaynakları gelecek nesiller için diğer varlık türlerine dönüştürmek üzere emtia bazlı UVF'lerin oluşturulması, bir ülkenin gelecek nesiller için mevcut zenginliğini korumanın iyi bir yolu olarak görülmüştür (Bazoobandi, 2011). Dünyada en önemli emtia bazlı fonlara sahip ülkelere Kuveyt, Suudi Arabistan, Katar, BAE, Rusya ve Norveç örnek verilebilir.

Emtia dışı fonlarının kaynağı ise genellikle ihracat fazlası, döviz rezervleri ve özelleştirme gelirlerinden oluşmaktadır. Bu fonlara, ihracat vasıtasıyla önemli ölçüde cari fazla değerleri yakalayan Çin ve Singapur'da bulunan fonlar örnek verilebilir (Karagöl ve Koç, 2016).

Emtia bazlı ve emtia dışı UVF'lerin farklı finansman kaynaklarının, iki grup arasında oluşturduğu bir dizi farklılıkları şu şekilde sıralayabiliriz (Bazoobandi, 2011):

- Emtia bazlı UVF'lerin finansmanı genellikle hidrokarbon ihracatı ile sağlanması nedeniyle net mali tasarruf oluşturmaktadır. Bunun aksine, emtia dışı UVF'ler, döviz kuru kontrol politikalarının yan ürünleri olarak fazla rezervlerle finanse edilir,
- Emtia bazlı UVF'lerin varlıklarının büyümesi doğrudan petrol fiyatıyla ilgilidir. Emtia dışı UVF'lerin varlıklarındaki artış, yerel para birimi cinsinden borç artışıyla doğrudan bağlantılıdır,
- Emtia dışı UVF'lerin yönetimi altındaki varlıklar net ulusal tasarrufları temsil etmemektedir. Emtia bazlı UVF'ler ise net devlet tasarruflarını temsil eder,
- Emtia dışı UVF'ler, emtia bazlı UVF'lere kıyasla daha az çeşitli yatırım portföyüne sahiptir,
- Emtia dışı UVF'ler portföylerinin önemli bir kısmını emtialara yatırırken, emtia bazlı UVF'ler genellikle bunu yapmamaktadır. Son zamanlarda Körfez ülkelerinin emtia kaynaklı varlık fonlarının petrol ve gaz dışındaki emtialara yatırım yapmaya ilgi gösterdikleri ve portföylerine tarımsal yatırımları dahil ettikleri görülmektedir.

Şekil 2.2'de UVF'lerin finansman kaynaklarına göre dağılım oranları yer almaktadır.



Şekil 2.2 UVF'lerin finansman kaynaklarına göre dağılımı
Kaynak: (Bocconi Students Investments Club, 2016).

Şekil 2.2’de görülüşü üzere dünya üzerinde oluşturulmuş UVF’lerin büyük bir kısmı emtia gelirleriyle finanse edilmektedir.

Emtia dışı ilk varlık fonu ise 1973 yılında Tayvan’da kurulan “Ulusal Finansal İstikrar Fonu (National Financial Stabilisation Fund)” olarak bilinmektedir (Stükelberger vd., 2015). Ulusal varlık fonlarının sıralamasına baktığımızda ise dünyada varlık hacmine göre en büyük varlık fonunun petrol gelirine dayalı kurulmuş olan ve 1,323 trilyon dolar varlığı yöneten “Norveç Emeklilik Fonu Global (Norway Government Pension Fund-Global)” olduğu görülmektedir. Ulusal varlık fonlarının toplam büyüklüğü ise 8,230 trilyon dolara ulaşmıştır (SWFI, 2021a).

Tablo 2.1’de varlıklarına göre dünyanın en büyük 20 UVF’si yer almaktadır.

Tablo 2.1 Varlık hacmine göre en büyük 20 UVF

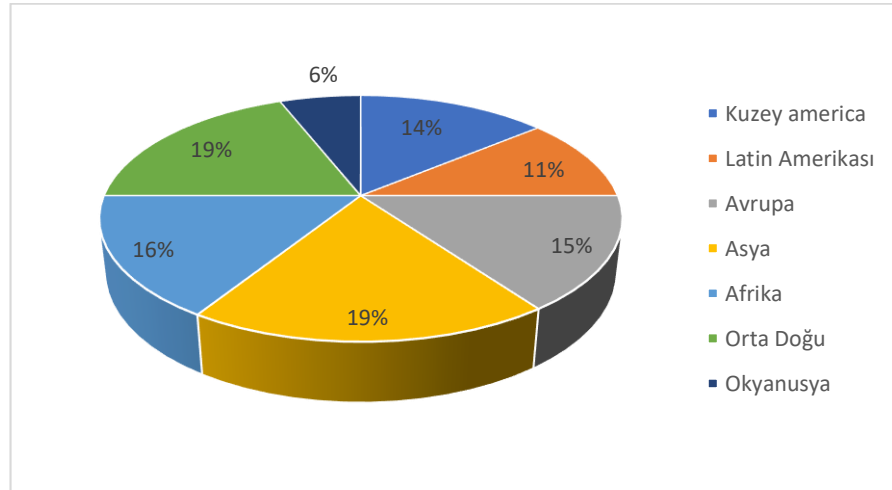
Sıra No	Ülke	UVF Adı	Varlık Hacmi (ABD Doları-Milyar)	Kaynak
1	Norveç	Government Pension Fund-Global	1,323	Petrol
2	Çin	China Investment Corporation	1,045	Emtia Dışı
3	Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	580	Emtia Dışı
4	Abu Dabi	Abu Dhabi Investment Authority	579	Petrol
5	Kuveyt	Kuwait Investment Authority	533	Petrol
6	Singapur	GIC Private Limited	453	Emtia Dışı
7	Singapur	Temasek Holdings	417	Emtia Dışı
8	Suudi Arabistan	Public Investment Fund	399	Petrol
9	Çin	National Council For Social Security Fund	372	Emtia Dışı
10	BAE	Investment Corporation Of Dubai	301	Petrol
11	Katar	Qatar Investment Authority	295	Emtia
12	Türkiye	Turkey Wealth Fund	244	Emtia dışı
13	BAE	Mubadala Investment Company	243	Emtia
14	Rusya	National Welfare Fund	183	Emtia
15	Güney Kore	Korea Investment Corporation	157	Emtia dışı
16	Avustralya	Future Fund	136	Emtia dışı
17	Kanada	Alberta Investment Management Corporation	90	Emtia
18	ABD	Alaska Permanent Fund Corporation	67	Emtia
19	Libya	Libyan Investment Authority	67	Emtia
20	Brunei	Brunei Investment Agency	66	Emtia

Kaynak: (SWFI, 2021a).

UVF'lerin öneminin her geçen gün artmasıyla beraber sayıları da hızla artmaktadır. Uzun zaman öncesine dayanan varlık fonları, özellikle son 10-15 yıl içinde petrol fiyatlarındaki artış veya uluslararası ticaret ve finansal küreselleşmedeki artış gibi nedenlerle güçlü bir şekilde büyümüştür. Küresel bazda dağılım göz önüne alındığında, UVF'lerin, zengin doğal kaynaklar nedeniyle genellikle Orta Doğu ve Orta Asya ülkelerinde, ihracat ve finans merkezleri nedeniyle ise genellikle Uzak Doğu ülkelerinde yoğunlaştığı görülmektedir (Arslan vd., 2018).

Son dönemde gelişmekte olan ülkelere birçoğunun petrol geliri ve cari fazla vermemesine rağmen UVF'ler oluşturduğu görülmektedir. Bugünün UVF'leri, Latin Amerika ülkelerinden başlayarak Afrika ülkelerine doğru geniş bir coğrafi alana yayılarak, kalkınmayı desteklemek, uluslararası yardımları değerlendirmek ve yatırım yaptıkları sektörleri geliştirmek amacıyla kurulmaya başlanmıştır (Kayran, 2016).

Şekil 2.3'de UVF'lerin coğrafi dağılımı yer almaktadır.



Şekil 2.3 UVF'lerin coğrafi dağılımı
Kaynak: (SWFI, 2021b).

2.5. Ulusal Varlık Fonlarına İlişkin Görüşler ve Düzenlemeler

Sayılarının artması ile birlikte uluslararası finansa etkisinin artması nedeniyle zaman zaman UVF'lere yönelik hem olumlu hem de olumsuz görüşler söz konusu olmuştur.

Gieve (2009), UVF'lerin faydalarını arttırması için daha şeffaf olması gerektiğini, aksi takdirde önemli mali korumacılıkla karşı karşıya kalacağına vurgu yaparken, Mattoo ve Subramanian (2009) UVF endişesinin iki unsurdan kaynaklandığını not ederek

birincisinin ulusal mülkiyet ve kontrol çıkarına ilişkin şüphe, ikincisinin ise ulusal güvenlikle ve UVF'lerin ekonomik değil daha çok siyasi güdülerle yönlendirilip yönlendirilmediğiyle ilgili olduğunu belirtmiştir. Bahoo, Alon ve Paltrinieria (2019) ise, diğer bazı özel yatırım fonlarında olduğu gibi UVF'lerin de faaliyetleri hakkında zorunlu olarak asgari düzeyde açıklama gerektiren standartların geliştirilmesi üzerine tartışılması gerektiğini, aksi takdirde UVF'lerin yatırım yaptıkları firmaların yönetim kurulunda yer alarak gizli bilgilere erişme olasılıklarının olduğunu ifade etmiştir.

Drezner (2008), UVF'lerin ulusal güvenlik veya dış politika için herhangi bir tehdit taşımadığını savunurken, Jory, Perry ve Hemphill (2010) de UVF'lerin kendi ülkelerindeki hükümetlere birden fazla fayda sağladığını belirtmiş ve bu faydaları aşağıdaki şekilde açıklamışlardır:

- UVF'ler yatırımlar aracılığıyla hükümetlerin gelir kaynaklarını çeşitlenmesine olanak sağlar,
- UVF'ler hükümetlerin fazla ticaret fazlalarını, döviz rezervlerini ve/veya bütçe fazlalarını karlı bir şekilde yönetmelerine izin verir,
- UVF'ler yerel endüstrilere yatırım yaparak istihdam ve büyümeye katkı sağlar,
- UVF yurt dışına yatırım yaparak küresel anlamda ülke itibarının artmasına yardımcı olabilir,
- UVF'ler yurt dışına yatırım yaparak fon sahibi hükümet için yerel endüstrilerin ve sektörlerin gelişiminde ekili olabilecek yeni becerilere, bilgilere ve teknolojiye erişim fırsatı verir.

Makhlouf (2010) ise UVF'lerin ev sahibi ülkeler açısından faydalarını şu şekilde sıralamıştır:

- UVF'ler bir yatırımcı olarak bazı şirketlerin ve finansal kurumların ihtiyaç duyduğu sermayeyi sağlar,
- UVF'ler uzun vadeli yatırıma odaklanmaları dolayısıyla yatırım yaptıkları firmaların istikrarına katkı sağlarlar. Kısa vadeli yatırımcılar ve spekülâtorlerden farklı olarak, hisse senedi değerlerinde kısa vadeli dalgalanmalar veya üç aylık getirilerdeki bozulma nedeniyle yatırımlarını geri çekmezler,

- UVF'ler tarafından yapılan yatırımlar, kısa vadeli finansal sorunlar nedeniyle sermaye sorunu yaşayan şirketlerin ve bankaların hayatta kalmasına katkıda bulunur,
- UVF'lerin yatırım yaptığı şirketlerin hisse senetleri genellikle UVF yatırım stratejilerine duyulan güven nedeniyle değer kazandığından, uzun vadeli hissedarların değerini artırmaya yardımcı olurlar,
- Sermaye açığı olan gelişmekte olan ülkelerdeki kalkınma projelerini desteklerler.

Zaman zaman UVF'lerle ilgili yapılan ampirik çalışmalarda da araştırmacıların çeşitli sonuçlara ulaştıkları görülmektedir. Örneğin, Gasparro ve Pagano (2010), finansal krizlerin ve UVF'ler tarafından gerçekleştirilen yatırımların Avrupa ve Amerikan firmalarının getirileri üzerinde olumsuz etkileri olduğunu ileri sürseler de genellikle yazında yer alan ampirik çalışmalarda UVF'lerin hedef firma üzerinde pozitif etkisinin olduğu savunulmaktadır (Bertoni & Lugo, 2014; Kotter & Lel, 2011; Johan, Knill, & Mauck, 2013; Bortolotti, Fotak, & Megginson, 2015).

Yazında UVF'lerle ilgili endişelerin giderilmesi yönünde çeşitli önerilere de rastlamak mümkündür. Örneğin, Fleischer (2008) UVF'lerin en iyi uygulamalara veya şeffaflık ve hesap verebilirlik önlemlerine uyumuyla bağlantılı ek vergi ile birlikte devlet servetine bir tüketim vergisi uygulanmasını tavsiye ederken, Truman (2007) UVF'lerin hedeflerini, yatırım stratejilerini, yönetim ve şeffaflığını içeren bir standardın hükümetlerin tüm uluslararası yatırım faaliyetlerini kapsamaması gerektiğini savunmaktadır. Bu tip önerilerden farklı olarak siyasi müdahale algılarını azaltmak için UVF'lere bağımsız merkez bankaları çizgisinde hükümetlerden bağımsızlık verilmesi savunanlar da bulunmaktadır (Gilson & Milhaupt, 2008; Summers, 2007).

Aşağıda UVF yatırımlarının bulunduğu ev sahibi ülkelerde görülen ortak düzenlemeler ve kurumsal yapılar kısaca açıklanmıştır (Akbulak, 2008):

- Sermaye piyasasındaki yatırımlar ve ev sahibi ülkenin kurumsal yönetim ilkelerine uyum ile ilgili düzenlemeler,
- Yabancı yatırımların ulusal güvenlik açısından incelenmesi için oluşturulmuş özel güvenlik ajansları,
- UVF'ler finansal kurumlara yönelik yatırımlar yaparken ev sahibi ülkenin bu kurumlarla ilgili düzenlemelerine tabi tutulmaktadır,

- UVF'lerin stratejik sektörlere yönelik yatırımlarında ev sahibi ülke tarafından kısıtlamalar getirilebilmektedir,
- UVF'nin yatırımları anti-tekel düzenlemelere tabi tutulmaktadır.

UVF'lere yönelik endişelerden doğan olumsuz görüşler nedeniyle ev sahibi ülkelerde rastlanılan ortak düzenlemelerle beraber 2007-2009 yıllarında daha kapsamlı çalışmalar da yürütülmüştür. Fakat olumsuz görüşleri içeren çalışmaların tarihleri incelendiğinde bu düzenlemelerin yeterince tatmin edici olmadığı görülmektedir.

Tablo 2.2'de mevcut düzenlemelere ilişkin bazı örnekler yer almaktadır.

Tablo 2.2 UVF'lere ilişkin örnek mevcut düzenlemeler

Ülke / Kurum	Politika / Düzenleme
Avustralya	Yabancı devlet araçlarının yatırımlarını daha iyi incelemek için altı ilkedен oluşan bir dizi yönerge yayınladı.
Kanada	Yabancı yatırım ve mülkiyet kurallarını yeniden gözden geçirdi.
AB	UVF'lerin daha şeffaf olması gerektiğini belirtti ve yeni teklifi değerlendirdiği bildirildi.
Fransa	UVF'leri düzenlenmesine yönelik ortak bir Avrupa tepkisi için çağrısında bulundu.
Almanya	Yabancı yatırımcıların Alman şirketlerinde büyük hisseler almasını engellemesine yönelik yasa düzenlemesi.
IWG / IMF	24 genel kabul edilmiş ilke ve uygulamaları geliştirdi.
İtalya	UVF'lerin yatırımlarının genellikle yüzde 5 yerel şirket olarak kalması gerektiğini belirtti (Dışişleri Bakanı Franco Frattini'ye göre).
OECD	UVF yatırımı alan ülkeler için bir dizi gönüllü en iyi uygulamaları geliştirmek.
ABD	UVF'lerin ABD ekonomisi ve ulusal güvenliği üzerindeki etkilerini incelemek için bir kongre görev kuvveti oluşturdu.

Kaynak: (Monk, 2009).

2.5.1. Uluslararası UVF Çalışma Grubu ve Santiago İlkelerinin gelişimi

2000'li yıllardan itibaren küresel ekonomide etkisini arttıran UVF'lere yönelik ulusal güvenliğe karşı risk oluşturduğuna dair tartışmalar gündeme gelmiştir. Özellikle, Birleşik Arap Emirlikleri tarafından sermayesi İngilizlere ait Peninsular and Oriental Steam Navigation isimli ABD liman işletmesinin satın alınması ve Çin'in ABD petrol üreticisi Unocal'ı satın alma çabaları tartışmaların alevlenmesinde önemli etken olmuştur (Marchick & Slaughter, 2008). Dolayısıyla, UVF'lerin stratejik öneme sahip endüstrilerin kontrolünü üstlenmek, teknoloji bilgilerini veya diğer özel bilgileri elde etmek ya da ev sahibi hükümetleri doğrudan veya dolaylı bir şekilde etkileme aracı olarak kullanılabilme olasılığı güvenli olmayan bir dünyada kolayca göz ardı edilemeyecek olan ulusal

güvenlikle ilgili meşru endişeleri artırmaktadır (Cohen, 2009). 2007-08 döneminde UVF'lere odaklanan kamu politikası, uluslararası para sisteminin işleyişiyle ilgili birkaç önemli konuyu gündeme getirmiştir. Bu konular, UVF'lerin fonlanma ve büyüme şeklini, yatırım amaçlarını, yönetimini, şeffaflığını, ayrımcı düzenleyici tutumu ve bağımsız yatırımlara karşı korumacılığı kapsamaktadır (Das, Mazarei, & Van Der Hoorn, 2010). Sonuç olarak, UVF'lere yönelik olumsuz düşünceler nedeniyle sermaye hareketlerine ilişkin kısıtlayıcı politikaların gündeme gelmesi ve aynı zamanda G7 ülkelerinin talebi ile IMF ve OECD bu konuda çalışmalar başlatmıştır (Aykın, 2011). Bu konuda OECD, kamu işletmelerine yönelik UVF'lerin de sorumlu olduğu birtakım yönergeler tasarlarlarken, IMF ise UVF'lerin yönetimi ve operasyonları için daha kapsamlı bir çalışma yürütmüş (Aykın, 2011) ve UVF'lerle ilgili endişelerin giderilmesi yönünde fon sahibi ve ev sahibi ülkeler arasında yapılandırılmış bir diyalogu kolaylaştırarak UVF'ler için bir dizi gönüllü ilke geliştirme görüşünü benimsemiştir. Aynı zamanda IMF, UVF'lerin operasyonlarını kendi ülkelerinin makroekonomik politika çerçevelerine daha sıkı bir şekilde entegre etme ihtiyacının da daha çok farkına varmıştır. Her iki hedef de IMF'nin sınır ötesi yatırım akışlarının adil ve açık bir şekilde yürütülmesini sağlamaya yönelik temel göreviyle tutarlıdır (Das vd., 2010). Sonuç olarak 2008 yılında, dünyanın dört bir yanından 23 önde gelen devlete¹ ait uluslararası yatırımcılardan oluşan bir grup tarafından IMF, G20 ve ABD Hazine Bakanlığı gibi organizasyonlarla yapılan görüşmelerin ardından Uluslararası UVF Çalışma Grubu (IWG) kurulmuştur (IFSWF, 2021). Bu süreçte sekreterlik sağlamak ve IWG'nin çalışmalarını desteklemekle görevlendirilen IMF, IWG üyeleri arasında müzakere ve fikir birliği oluşturulmasını kolaylaştırmıştır. Ayrıca IWG, alıcı ülkelerden ve OECD gibi kurumlardan gelen doğrudan geri bildirim ve girdilerden de yararlanmaktadır (Das vd., 2010). Nihayet Eylül 2008'de Şili'nin Santiago kentinde, IMF'nin rehberliğinde IWG tarafından UVF'lerin yönetimi ve operasyonları için Santiago İlkeleri (Santiago Principles) veya diğer adıyla Genel Kabul Edilmiş İlke ve Uygulamalar (Generally Agreed Principles and Practices (GAPP)) adı altında birtakım yönergeler oluşturulmuştur. Daha sonra çalışmaların ardından 2009 Kuveyt Deklarasyonu ile Ulusal Çalışma Grubu, üyelerin ilkeleri uygulamalarını kolaylaştırmak

¹ ABD, Avustralya, Azerbaycan, BAE, Bahreyn, Botsvana, Kanada, Şili, Çin, Ekvator Ginesi, İran İslam Cumhuriyeti, İrlanda, Kore Cumhuriyeti, Kuveyt, Libya, Yeni Zelanda, Meksika, Katar, Norveç, Singapur, Rusya Federasyonu, Doğu Timor ve Trinidad ve Tobago.

için Uluslararası UVF Forumu olarak değiştirilerek kar amacı gütmeyen kalıcı bir kurum haline getirilmiştir (IFSWF, 2021).

Günümüzde, üyelerin Santiago İlkelerini uygulamalarına yardımcı olmak, IFSWF'nin faaliyetlerinin temeli olmaya devam etmekte ve aynı zamanda da dünyanın her köşesinden, farklı yetkilere ve farklı gelişim düzeyine sahip 33 ülkenin² UVF'sinden oluşan bir grubu temsil etmektedir. Dolayısıyla, buna bağlı olarak odak noktası da gelişen IFSWF, Santiago İlkelerine sürekli bağlılığı teşvik etmenin yanı sıra, araştırma yürütmekte, akran yardımı uygulamalarını kolaylaştırmakta ve üyelerin mevcut yatırım yeteneklerini geliştirmelerine yardımcı olmak için seminerler düzenlemektedir. IFSWF ayrıca üyelerini küresel finans ve politika topluluklarında temsilini üstlenmektedir (IFSWF, 2021).

Santiago İlkeleri ise, ulusal varlık fonlarının işleyişi ile ilgili siyasi konulardan ziyade finansal konuları da izlemeyi ve istikrarlı bir küresel finansal sistemi sürdürmeği kabul eden standartlaştırılmış iş prosedürleridir. Dolayısıyla, Santiago İlkeleri iyi yönetim, ihtiyatlı yatırım, şeffaflık ve hesap verilebilirlik uygulamalarını teşvik ederek, UVF faaliyetlerinin daha anlaşılır hale gelmesini sağlamaktadır. Santiago İlkelerinin hedefleri aşağıda daha ayrıntılı bir şekilde yer almaktadır (IWG, 2008):

- Küresel finansal istikrarın ve serbest sermaye hareketlerinin korunmasına destek olmak,
- Yatırım yapılan ülkenin kurallarına uymak,
- UVF'lerin ekonomik ve finansal risk olmak üzere aynı zamanda getiri hususları temelinde yatırım yapmasını sağlamak,
- UVF'lerin operasyonel yönetiminin kontrolü, risk yönetimi ve hesap verebilirliği için şeffaf ve sağlam bir yönetim çerçevesine sahip olmasını sağlamak.

Tüm IFSWF üyelerinin gönüllü olarak onayladığı Santiago İlkeleri, genel olarak hukuki, kurumsal ve yatırım çerçevesi olmak üzere üç kategoride düzenlenmiş 24 genel kabul edilen ilkedен oluşmaktadır (IWG, 2008).

Tablo 2.3'te söz konusu ilkeler verilmiştir.

² ABD, BAE, Ruanda, Fransa, Meksika, İtalya, Çin, İspanya, Panama, Senegal, Angola, Avustralya, Singapur, Nauru, İrlanda, Fas, Kazakistan, Malezya, Güney Kore, Kuveyt, Libya, İran, Yeni Zelanda, Nijerya, Umman, Filistin, Katar, Rusya, Azerbaycan, Trinidad ve Tobago, Botsvana, Doğu Timor ve Türkiye.

Tablo 2.3 Santiago İlkeleri

Makroekonomik politikalarla yasal çerçeve, hedefler ve koordinasyon	
İlke 1.	UVF'nin yasal çerçevesi fonun etkin işleyişini ve belirtilen hedeflerine ulaşmasını sağlayacak şekilde sağlam olmalı.
<i>Ali İlke 1.1.</i>	UVF'nin yasal çerçevesi, UVF'nin ve prosedürlerinin yasal yürütülmesini sağlamalıdır.
<i>Alt İlke 1.2.</i>	UVF'nin hukuki yapısının temel özellikleri yanı sıra UVF ile diğer devlet organları arasındaki hukuki ilişki kamuya açıklanmalıdır.
İlke 2.	UVF'nin politika hedefleri açıkça tanımlanmalı ve kamuya açıklanmalıdır.
İlke 3.	UVF faaliyetlerinin önemli derecede yerel makroekonomik etkileri olduğu durumlarda, bu faaliyetlerin ülkenin makroekonomik politikaları ile uyumunu sağlamak adına maliye ve para otoriteleri ile koordine etmek gereklidir.
İlke 4.	UVF'nin finansman ve harcama işlemleri ile ilgili politikalar, prosedürler, kurallar veya düzenlemeler açıkça belirtilmelidir.
İlke 5.	UVF ile ilgili ilgili istatistiksel veriler, uygun olduğunda makroekonomik veri setlerine dahil edilmek üzere zamanında veya gerekli olduğu şekilde mal sahibine bildirilmelidir.
Kurumsal Çerçeve ve Yönetişim Yapısı	
İlke 6.	UVF'nin yönetim çerçevesi sağlam olmalı ve UVF'nin hedeflerine ulaşmak için yönetiminde hesap verebilirliği ve operasyonel bağımsızlığı kolaylaştırmak için açık ve etkili bir rol ve sorumluluk paylaşımı oluşturmalıdır.
İlke 7.	İşletme sahibi, UVF'nin hedeflerini belirlemeli, yönetim organ (lar) ının üyelerini açıkça tanımlanmış prosedürlere göre atmalı ve UVF'nin operasyonları üzerinde gözetim uygulamalıdır.
İlke 8.	UVF'nin yönetim kurulu görevleri yerine yetirebilecek düzeyde yeterliliğe sahip olmalı ve fonun çıkarları doğrultusunda hareket etmelidir.
İlke 9.	UVF'nin operasyonel yönetimi, UVF stratejilerini bağımsız bir şekilde ve açıkça tanımlanmış sorumluluklarına uygun olarak yerine getirmelidir.
İlke 10.	UVF'nin faaliyetlerine ilişkin hesap verebilirlik çerçevesi, ilgili mevzuatta, tüzükte, diğer kurucu belgelerde veya yönetim anlaşmasında açıkça tanımlanmalıdır.
İlke 11.	UVF'nin faaliyetlerine ve performansına ilişkin yıllık bir rapor ve beraberindeki mali tablolar, tutarlı bir şekilde, zamanında ve tanınmış uluslararası veya fon sahibi ülkenin muhasebe standartlarına uygun olarak hazırlanmalıdır.
İlke 12.	UVF'nin faaliyetleri ve mali tabloları, tanınmış uluslararası denetim firmalarınca veya ulusal denetim standartlarına göre yıllık olarak tutarlı bir şekilde denetlenmelidir.
İlke 13.	Mesleki ve etik standartlar açıkça tanımlanmalı ve UVF'nin yönetim organlarının, yönetiminin ve personelinin üyelerine bildirilmelidir.
İlke 14.	UVF'nin operasyonel yönetimi amacıyla üçüncü şahıslarla ilişkiler ekonomik ve mali temellere dayanmalı ve açık kural ve prosedürleri takip etmelidir.
İlke 15.	Ev sahibi ülkelerdeki UVF operasyonları ve faaliyetleri, faaliyet gösterdikleri ülkelerin tüm geçerli düzenleme ve ifşa gerekliliklerine uygun olarak yürütülmelidir.
İlke 16.	UVF yönetimi mülkiyet sahibinden bağımsız olduğu kadar, yönetim çerçevesi ve hedefleri de kamuya açıklanmalıdır.

İlke 17.	Uluslararası finans piyasalarında istikrara katkıda bulunmak ve alıcı ülkelerde güveni artırmak için, UVF ile ilgili ilgili mali bilgiler, ekonomik ve mali yönelimini göstermek için kamuya açıklanmalıdır.
Yatırım ve Risk Yönetimi Çerçevesi	
İlke 18.	UVF'nin yatırım politikası, mal sahibi veya yönetim organları tarafından belirlenen tanımlanmış hedefleri, risk toleransı ve yatırım stratejisi ile açık ve tutarlı olmalı ve sağlam portföy yönetimi ilkelerine dayanmalıdır.
<i>İlke 18.1.</i>	Yatırım politikası, UVF'nin finansal risk maruziyetlerine ve olası kaldıraç kullanımına rehberlik etmelidir.
<i>İlke 18.2.</i>	Yatırım politikası, iç ve/veya dış yatırım yöneticilerinin ne ölçüde kullanıldığını, faaliyet ve yetkilerinin kapsamını ve seçilme ve performanslarının izlenme sürecini ele almalıdır.
<i>İlke 18.3.</i>	UVF'nin yatırım politikasının bir açıklaması kamuya açıklanmalıdır.
İlke 19.	UVF'nin yatırım kararları, yatırım politikası ile tutarlı bir şekilde ve ekonomik ve finansal temellere dayalı olarak riske göre ayarlanmış finansal getirileri maksimize etmeyi hedeflemelidir.
<i>İlke 19.1.</i>	Yatırım kararları, ekonomik ve finansal değerlendirmelerin dışında bir konu ise, bunlar yatırım politikasında açıkça belirtilmeli ve kamuya açıklanmalıdır.
<i>İlke 19.2.</i>	Bir UVF varlıklarının yönetimi, genel olarak sağlam varlık yönetimi ilkeleri olarak kabul edilenlerle tutarlı olmalıdır.
İlke 20.	UVF, özel kuruluşlarla rekabet ederken daha geniş hükümetin ayrıcalıklı bilgileri veya uygunsuz nüfuzunu aramamalı veya bunlardan yararlanmamalıdır.
İlke 21.	UVF'ler, hissedarların sahiplik haklarını öz sermaye yatırımlarının değerinin temel bir unsuru olarak görürler. Bir UVF sahiplik haklarını kullanmayı seçerse, bunu kendi yatırım politikasıyla tutarlı ve yatırımlarının mali değerini koruyan bir şekilde yapmalıdır. Ulusal varlık fonu, borsada kote olan işletmelerin menkul değerlerini seçmeye ilişkin mülkiyet haklarının kullanımını yönlendiren temel faktörler dâhil genel yaklaşımını halka açıklamalıdır.
İlke 22.	UVF, faaliyetlerinin risklerini tanımlayan, değerlendiren ve yöneten bir çerçeveye sahip olmalıdır.
<i>İlke 22.1.</i>	Risk yönetimi çerçevesi, ilgili risklerin kabul edilebilir parametreler ve seviyeler, kontrol ve teşvik mekanizmaları, davranış kuralları, iş sürekliliği planlaması ve bağımsız bir denetim işlevi dahilinde yeterli şekilde izlenmesini ve yönetilmesini sağlayacak güvenilir bilgi ve zamanında raporlama sistemlerini içermelidir.
<i>İlke 22.2.</i>	UVF'nin risk yönetimi çerçevesine genel yaklaşım kamuya açıklanmalıdır.
İlke 23.	UVF'nin varlıkları ve yatırım performansı mutlak veya karşılaştırmalı değerlendirmeler şeklinde açıkça tanımlanmış ilkelere veya standartlara göre ölçülmeli ve mal sahibine bildirilmelidir.
İlke 24.	GAPP'nin uygulanmasının düzenli olarak gözden geçirilmesi süreci, UVF tarafından veya onun adına gerçekleştirilmelidir.

Kaynak: (IWG, 2008).

Santiago İlkeleri, SWF'lerin anlaşılmasını ve şeffaflığını teşvik etmenin olumlu bir yolu olarak görülse de gerekse uygulanmasının gönüllülük esasına dayalı olması, gerekse de UVF'lerin geniş heterojen gruptandırması nedeniyle ileriye dönük etkisi sorgulanmaya devam etmektedir. Ayrıca, çoğu UVF'nin, Santiago İlkelerini karşılamaya

yönelik çok az ilerleme kaydettiğini de söylemek mümkündür (Aggarwal & Goodell, 2017).

Fon sahibi ülkelerin politikacıları, genellikle yurt dışından gelen ek mali kaynakları memnuniyetle karşılarken aynı zamanda da yatırımcıların motivasyonları ve siyasi, ekonomik ve finansal güvenliğe yönelik olası tehditler hakkındaki endişelerini ifade etmektedir. Dolayısıyla, UVF'lerin artan etkisi ekonomistleri ve finans dünyasını da endişelendirmeye başlamıştır. Bu endişelere yanıt veren birçok ülkede UVF'lerden sorumlu yetkililer ve yöneticiler fonların gizemini çözmek için birtakım adımlar atmış ve UVF'lerin şeffaflık düzeyini ölçmek için çeşitli yöntemler tasarlanmıştır. Bu yöntemler arasında en popüler olanlar Truman Skorbordu (Truman Scoreboard) ve Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi (Linaburg-Maduell Transparency Index (LMTI))'dir. Her iki yöntem fonların şeffaflık düzeyini ölçmek için tasarlanmış puanlı sorulara verilen yanıtlara göre bir şeffaflık endeksi belirlemektedir (Bazoobandi, 2011).

2.5.2. Truman Skorbordu

İlk olarak 2007 yılında Peterson Uluslararası Ekonomi Enstitüsü'nden Edwin Truman, UVF'leri sistematik ve düzenli olarak halka açık bilgilerine göre sıralamak için "Truman Skorbordu" olarak bilinen bir puan tablosu modeli oluşturmuştur. 33 öğeden oluşan modelde her kategori için sorulan soruya verilen yanıt şartsız evet ise 1, hayır ise 0 (şartlı yanıtlarda 0.25, 0.50 ve 0.75) şeklinde puanlanmaktadır (Truman, 2010). Truman Skorbordu'nun öğeleri aşağıda yer alan 4 kategoride gruplandırılmıştır (Truman, 2011):

- Hedefleri de dahil olmak üzere fonun alt yapısı, hükümetin maliye politikasıyla bağlantıları ve fonun ülkenin uluslararası rezervlerinden bağımsız olup olmadığı,
- Hükümetin rolleri de dahil olmak üzere fon yönetiminde yönetim kurulunun ve müdürlerin fonun kurumsal sorumluluk ilkelerine uyup uymadığı,
- Fonun yatırım stratejisinde, yatırım faaliyetlerinde, raporlamasında ve denetimlerinde hesap verebilirliği ve şeffaflığı,
- Fonun portföyünü yönetme davranışı ve kaldıraç ve türevlerin kullanımı da dahil olmak üzere risk yönetimi politikaları.

Tablo 2.4'de Truman Skorbordu'nun şeffaflıkla ilgili soruları yer almaktadır.

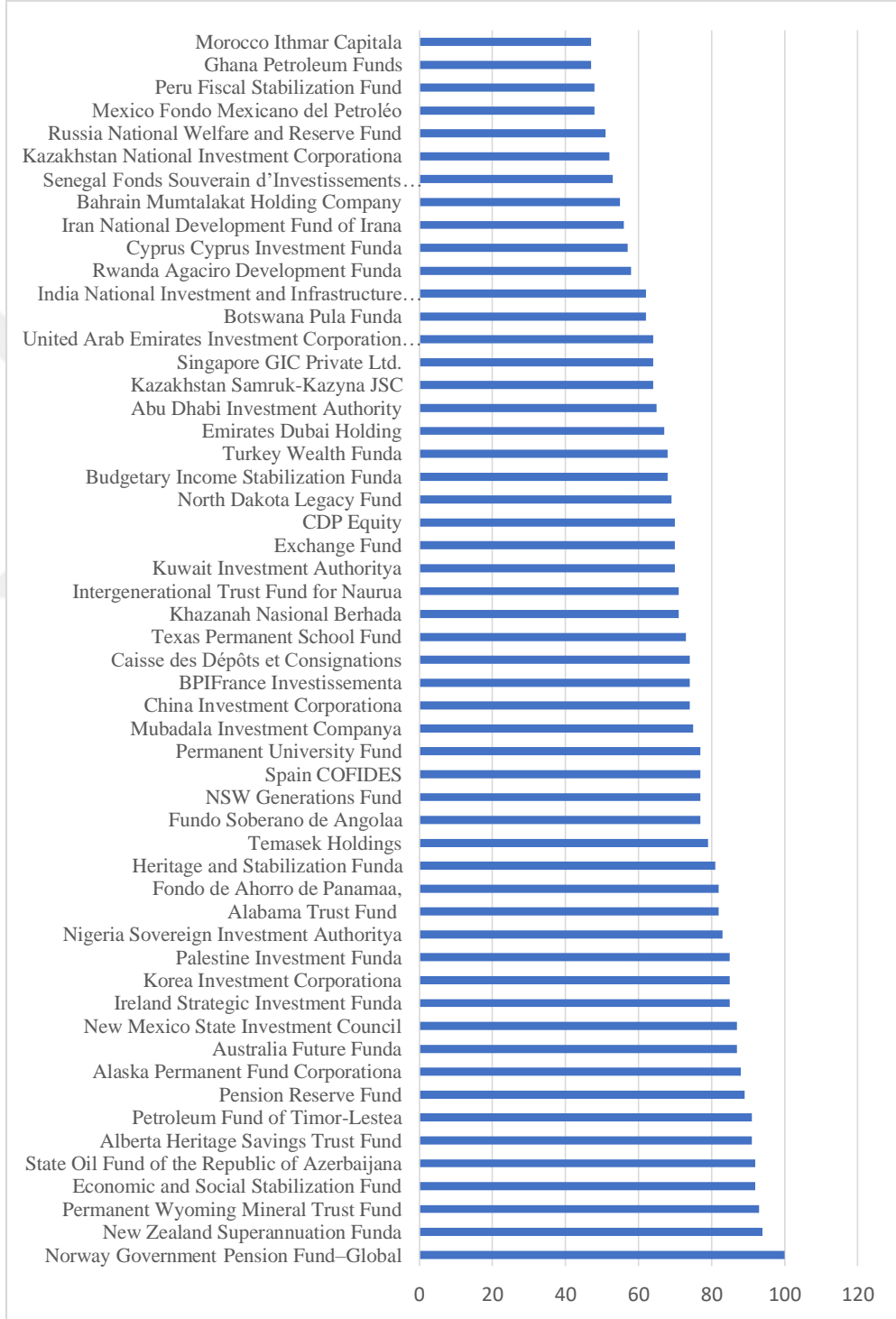
Tablo 2.4 Truman Skorbordu şeffaflık soruları

Sıra	Alt Yapı
1	UVF'nin amaçları açıkça belirtilmiş mi?
2	UVF için belirlenmiş net bir yasal çerçeve var mı?
3	UVF'nin yapısını değiştirme prosedürü açıkça belirtilmiş mi?
4	Genel yatırım stratejisi açıkça belirtilmiş midir?
5	UVF'nin fon kaynağı açıkça belirtilmiş mi?
6	Anaparanın sonradan kullanım niteliği ve fonunun kazancı açıkça belirtilmiş mi?
7	UVF'nin operasyonları maliye ve para politikalarıyla uyumlu mu?
8	UVF ülkenin uluslararası rezervlerinden ayrı mı?
Yönetim	
9	UVF'nin yatırım stratejisini belirlemede hükümetin rolü açıkça belirtilmiş mi?
10	UVF'nin yönetim organlarının rolü açıkça belirtilmiş mi?
11	Yatırım stratejisinin yürütülmesinde yöneticinin açıkça belirtilmiş mi?
12	Spesifik yatırım kararları yöneticiler tarafından mı veriliyor?
13	UVF'nin yönetimi ve personeli için dahili etik standartları var mı?
14	UVF'nin, takip ettiği kurumsal sorumluluk için yürürlükte olan ve kamuya açık yönergelere sahip mi?
15	UVF'nin takip ettiği etik yatırım kuralları var mı?
Şeffaflık ve Hesapverilebilirlik	
16	Yatırım kategorilerini içeren düzenli rapor yayımlıyor mu?
17	Yatırımlarda kıyaslama stratejisi kullanıyor mu?
18	Kredi derecelendirme stratejisi kullanıyor mu?
19	Yatırım yetkilileri belirlenmiş mi?
20	Fon büyüklüğünü hakkında bilgi içeren düzenli raporlar yayımlanıyor mu?
21	Getiri bilgilerini içeren düzenli raporlar yayımlanıyor mu?
22	Yatırımların coğrafi konumu ile ilgili bilgiler içeren düzenli raporlar yayımlanıyor mu?
23	Özel yatırımlarla ilgili bilgi içeren düzenli raporlar yayımlanıyor mu?
24	Yatırımların para birimi bileşimi hakkında bilgi içeren düzenli raporlar yayımlanıyor mu?
25	UVF faaliyetleri ve sonuçları hakkında en azından yıllık raporlar yayımlıyor mı?
26	UVF çeyrek raporlar yayımlıyor mu?
27	UVF düzenli bir denetime tabi mi?
28	UVF, işlemlerini ve hesaplarını derhal yayımlıyor ve denetler mi?
29	Denetimi bağımsız mı?
Davranış	
30	UVF'nin operasyonel risk yönetim politikası var mı?
31	UVF'nin kaldıraç kullanımında bir politikası var mı?
32	UVF'nin türev kullanımı ile ilgili politikası var mı?
33	UVF'nin portföyünde düzenlemenin doğası ve hızı hakkında bir kılavuzu var mı?

Kaynak: (Truman, 2007).

Tablo 2.4 ‘den de görüldüğü üzere 2, 10, 13 ve 30 sayılı sorular sırasıyla 1.1, 8, 13 ve 22.2 sayılı Santiago İlkelerinden derlenmiştir (Truman, 2007).

Şekil 2.4’de ise Truman Scorebord’a göre UVF’lerin şeffaflığa göre sıralaması yer almaktadır.



Şekil 2.4 Truman Skorbordu’na göre UVF’lerin 2019 şeffaflık oranları
Kaynak: (Marie, Mazarei, & Truman, 2021).

Şekil 2.4'den de görüldüğü üzere Norveç Emeklilik Fonu-Global ve Yeni Zelanda Emeklilik Fonu, Truman Skorbordu'na göre en yüksek şeffaflığa sahip fonlar, Gana Petrol Fonu ve Peru Mali İstikrar Fonu da şeffaflık düzeyi en düşük fonlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

2.5.3. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi

Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi (LMTI), 2008 yılında SWFI'nin genel başkanı Michael Maduell ve yönetim kurulu başkanı Carl Linaburg tarafından geliştirilmiş ve o zamandan beri dünya çapında devlet varlık fonları tarafından resmi yıllık raporlarında ve beyanlarında küresel standart ölçütü olarak kullanılmıştır (SWFI, 2021c).

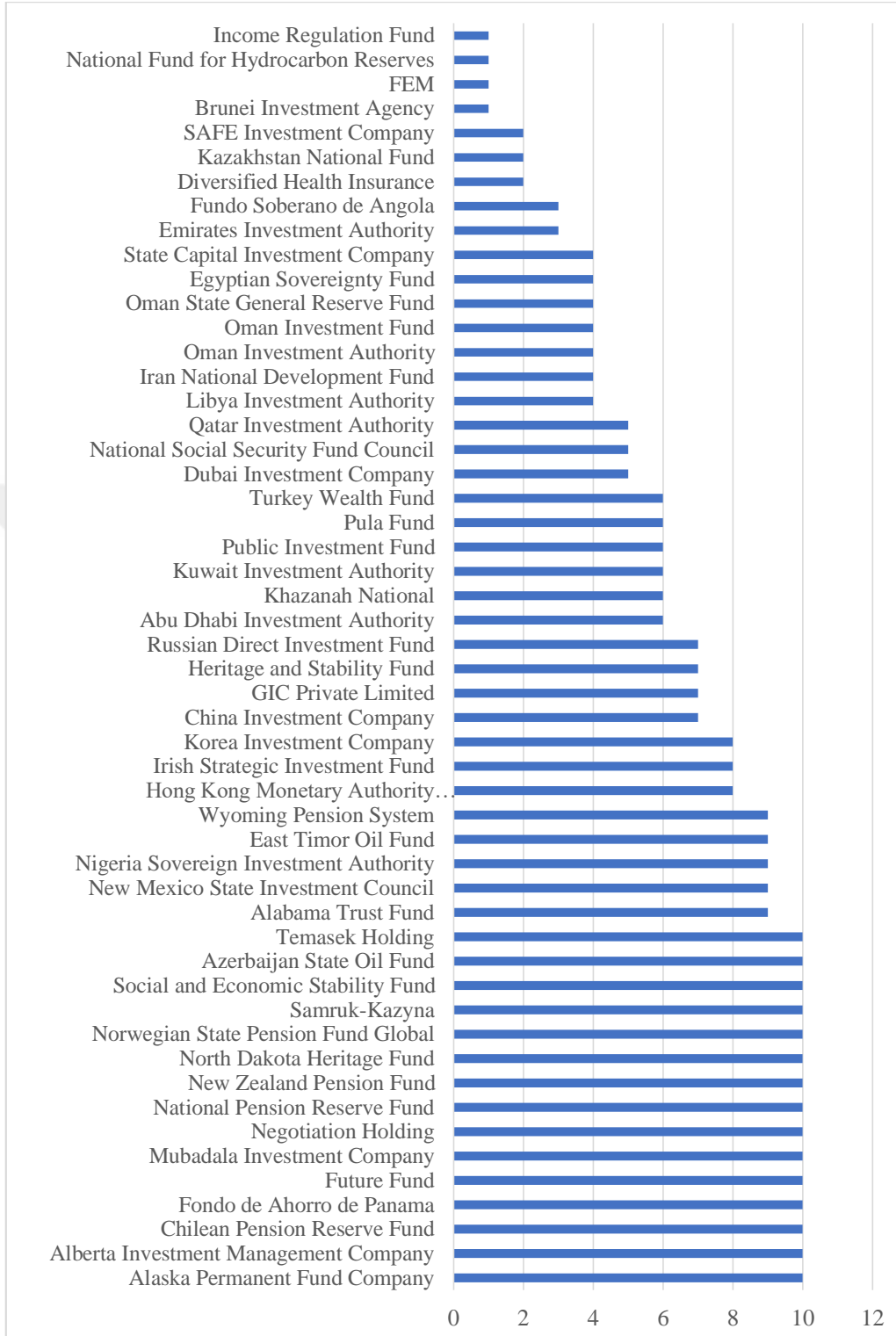
Bu endeks, kamu varlık fonunun şeffaflığını gösteren 10 temel ilkeye dayanmakta olup, her bir ilke için evet ise 1, hayır ise 0 şeklinde puanlanarak şeffaflık endeksi hesaplanır. Bir fonun alabileceği minimum puan 1'dir ve şeffaf olarak tanınabilmesi için ise en az 8 puan alması gerekmektedir. Fonlar ek bilgi yayınladıkça şeffaflık dereceleri değişebilir. Her ilkeye göre farklı derinlik seviyeleri vardır. Bu ilkelerin değerlendirilmesi ise SWFI'nin takdirine bırakılmıştır (SWFI, 2021c). Tablo 2.5'de LMTI ilkeleri yer almaktadır.

Tablo 2.5 Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi ilkeleri

Puan	İlkeler
+1	Fon, oluşturulma nedeni, zenginliğin kaynağı ve devlet mülkiyeti yapısı hakkında bilgi sunar
+1	Fon, bağımsız olarak denetlenmiş güncel yıllık raporlar hakkında bilgi sağlar
+1	Fon, şirket holdinglerinin sahiplik oranı ve holdinglerin coğrafi konumlarını bildirir
+1	Fon, toplam portföy piyasa değeri, getiri ve yönetim tazminatı hakkında açıklama sunar
+1	Fon, etik standartlara, yatırım politikalarına ve uygulayıcılarına ilişkin yönergeler sağlar
+1	Fon net stratejiler ve hedefleri belirtir
+1	Varsa, fon, bağlı kuruluşları ve iletişim bilgilerini açıkça tanımlar
+1	Fon varsa dış yöneticileri tanımlar
+1	Fon kendi web sitesini yönetiyor
+1	Fon, ana ofis konumu adresini ve telefon ve faks gibi iletişim bilgilerini belirtir

Kaynak: (SWFI, 2021c).

Şekil 2.5'de ise SWFI'nin son verilerine uygun olarak UVF'lerin LMTI değerlerine göre sıralaması yer almaktadır.



Şekil 2.5 Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksine göre UVF'ler
Kaynak: (SWFI, 2021c).

Şekil 2.5'den de görüldüğü üzere en bilinenler arasında Yüksek LMTI puanına sahip UVF'ler olarak Norveç Emeklilik Fonu-Global, Mubadala Yatırım Otoritesi ve Yeni Zelanda Emeklilik Rezerv Fonu listenin başlarında yer alırken, Emirlik Yatırım

Otoritesi, Bruney Rezerv Fonu ve Kazakistan Ulusal Fonu ise düşük LMTI puanı ile listenin en sonlarında yer almaktadır.

2.6. Ulusal Varlık Fonları ile Diğer Benzer Kuruluşlar Arasındaki Farklılıklar

UVF'lerin işleyişine yönelik yeni kuralların düzenlendiği zamanlarda, hangi fonların bu tür kurallara tabi olacağı gibi önemli sorular gündeme gelmiştir. Yeni kurallar küresel yatırım üzerinde yeni sınırlamalar anlamına gelmekte ve bu da bir fonun getiri elde etme ve riski çeşitlendirme kabiliyetini sınırlamaktadır. Özellikle kamu emeklilik fonları başta olmak üzere bazı finans kurumları artan düzenlemelerden kaçınmak için kendilerini UVF'lerden farklılaştırma çabalarına girmişlerdir. Örneğin, Çin Yatırım Şirketi ve Abu Dabi Yatırım Otoritesinin UVF olduğu kabul edilse de California Kamu Çalışanları Emeklilik Sistemi (CalPERS) gibi kamu emeklilik fonlarının UVF olup olmadığı konusunda tartışma konusu olmuştur. UVF etiketi yüksek bir maliyete neden olacağından CalPERS kendisinin UVF olmadığı konusunda kararlı olsa da buna katılmayanların sayısı da az değildir. Dolayısıyla, politika yapıcıların UVF'leri nasıl tanımladıkları son derece önemlidir (Monk, 2008).

Esasen UVF'lerin ve kamu emeklilik fonlarının gerek finansman kaynakları gerekse yükümlülükler açısından farklı kurumlar olduğu açıkça görülmektedir. UVF'ler temel olarak emtia ihracatından elde edilen döviz gelirleri veya merkez bankasından gelen döviz rezervleri ile finanse edilirken, kamu emeklilik fonları daha çok sosyal güvenlik gelirleri veya hükümetten doğrudan mali transferler yoluyla finanse edilmektedir. Kamu emeklilik fonları, kamu emekli aylıkları ve diğer ilgili faydalar için uzun vadeli bir finansman aracı olarak hizmet ederken, UVF'ler normalde iç ekonomiyi emtia fiyatlarındaki dalgalanmalardan (örneğin petrol) korumak ve yabancı rezerv varlıklarını diğerlerinin yanı sıra daha yüksek getirili varlıklara doğru çeşitlendirmek için kurulur. Bu nedenle, kamu emeklilik fonları varlıklarını açıkça tanımlanmış yükümlülükleri karşılayacak şekilde yönetirken, UVF'ler geniş hedeflere sahip olma eğilimindedir ve nadiren belirli hükümet harcamalarını karşılamak için kurulmaktadır (OECD, 2008). Sonuç olarak UVF'lerin, net tanımlanmış yükümlülüklere sahip devlete ait emeklilik fonlarından ayrıştığı görülmektedir.

Diğer bir benzer kurum olan para otoriteleri ağırlıklı olarak monoton portföylerinde yer alan tahvillere karşı değer korumaya çalışırken, UVF'ler genellikle tahvil, hisse senedi ve hedge fonları gibi diğer yüksek riskli varlıkları kapsayan çeşitlendirilmiş bir portföy yöntemiyle değer arttırmaya çalışır. Ayrıca, bazı UVF'ler

varlık yönetimi için dış yönetici kiralama modelini de tercih edebilirken, para otoriteleri genellikle merkez bankası yönetim modelini kullanmaktadır (Chen, 2009).

KİT'ler ile arasındaki farklılıklara bakıldığında ise, UVF'ler, merkezi hükümet tarafından kurularak ihracat gelirleri ve döviz rezervleri ile finanse edilirken, KİT'ler, merkezi veya yerel hükümet tarafından kurularak şirket karları ve devlet hibeleri ile finanse edilmektedir. Ayrıca, KİT'ler çoğu zaman genel şirketler hukuku uyarınca kurulan şirketler iken, UVF'ler ise varlık havuzu, belirli bir kamu hukuku kapsamında bir tüzel kişilik veya genel şirket hukuku kapsamında bir tüzel kişilik gibi üç şekilde kurulabilir (Chen, 2009).

Hedge fonlar ise, tipik olarak kaldıraç içeren riskli yatırım stratejileri kullanarak özel yatırımcılar için riske göre ayarlanmış pozitif getiriler elde etmeye çalışan finansal yatırımcılardır. Hedge fonlar, yalnızca gevşek bir şekilde düzenlenir ve performansa dayalı olarak ödenen ve işe bağlı önemli kişisel servetleri olan yöneticiler tarafından yönetilir (Gomes, 2008).

Tablo 2.6'da UVF'ler ile diğer benzer kuruluşlar arasındaki farklılıklar özetlenmiştir.

Tablo 2.6 UVF'ler ile diğer benzer kurumların karşılaştırması

Kurum Türü	Ulusal Varlık fonları	Geleneksel Devlet Emeklilik Fonları	Para Yönetim Kurumları	Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT)	Özel Sermayeli Fonlar	Hedge Fonlar
Nitelikler						
Sahiplik	Genel Hükümet (merkezi/federal, eyalet/yerel ya da kraliyet ailesi)	Emeklilik sahibi	Merkezi hükümet	Merkezi veya yerel yönetimler	Özel	Özel
Kaynak	Döviz rezervi, hammadde gelirleri gibi çeşitli kaynaklar	Emeklilik sahibinin bağışları	Uluslararası rezervler	Devlet transferi / KİT gelirleri	Özel (uluslararası)	Özel (uluslararası)
Mali yükümlülükler	Belirsiz	Emeklilik ödemesi	Yok	Yok	Belirsiz	Belirsiz
Yatırım amacı	Makro istikrar, nesiller arası refah aktarımı, emeklilik rezervleri ve kalkınma	Yaşlılık harcamaları	Güvenlik ve enflasyonla mücadele	Aktif yönetim (genellikle kontrol amaçlı olmak üzere stratejik ve politik nedenlerle değer artırma)	Aktif yönetim (genellikle kontrol amacı olmak üzere kar maksimize etmek)	Aktif yönetim (genellikle kontrol amacı olmak üzere kar maksimize etmek)
Portföy	Finansal portföyler, alternatif varlıklar ve doğrudan yatırımlar	Finansal portföyler	Finansal portföyler	Temel olarak reel varlıklara yatırım	Belirlenen yatırım hedefleri	Finansal portföyler
Yatırım ufku	Orta ve uzun vadeli	Orta ve uzun vadeli	Kısa ve orta vadeli	Uzun vadeli	Orta ve uzun vadeli	Kısa-orta vadeli
Devlet kontrolü	Tam	Belirsiz	Tam	Tamamen / daha az / daha çok	Yok	Yok
Bilgi paylaşımı	Sınırlı şeffaf	Şeffaf	Minimum şeffaf	Kısıtlı	Sınırlı şeffaf	Kısıtlı

Kaynak: Bu tablo yazar tarafından Meng'in (2015, s. 212) çalışmasından çevrilmiş olup, Konukman ve Şimşek'in (2017, s. 1918) tablolaştırmasından da yararlanılmıştır.

2.7. UVF'lerin Genel Yönetim Çerçevesi ve Yatırım Stratejisi

UVF'lerin etkin yönetimi için sağlam kurumsal yasal çerçeve oluşturmak son derece önemlidir. Uygulamada, UVF'lerin çok çeşitli yasal çerçevelerinin bulunması farklı ülkeler tarafından oluşturulmuş fonlar için farklı yasal yapılar tercih edildiği gerçeğini yansıtmaktadır. Dolayısıyla, UVF'ler hukuki yapıları açısından genellikle kanun kapsamında bağımsız hareket etme kapasitesine sahip ayrı tüzel kişilikler, ayrı tüzel kişilik olarak devlete ait yatırım şirketleri ve merkez bankası bünyesinde ayrı bir tüzel kişiliği bulunmayan devlete ait varlıklar olarak oluşturulur (Al-Hassan vd., 2013).

UVF'ler arasındaki kurumsal çerçeveler açısından da çeşitli farklılıklar bulunmaktadır. IMF çalışmalarında, bir UVF'nin hedeflere ulaşılmasını engelleyebilecek potansiyel siyasi etkiyi veya müdahaleyi en aza indirmek için operasyonel yönetimin bağımsız bir temelde yürütülmesi gerektiği vurgulanmış ve “yönetici modeli” ve “yatırım şirketi modeli” olmak üzere UVF'lerin kuruluşunda tercih edilen iki modelden bahsedilmiştir (Al-Hassan vd.,2013).

Yönetici modelinde, UVF varlıklarının yasal sahibi yatırım yetkilerini bir varlık yöneticisine verir. Bu model genellikle üç alt kategoride uygulanmaktadır (Al-Hassan vd.,2013):

- Maliye bakanlığı belirlediği yetki çerçevesinde varlıkların yönetimini merkez bankasına devreder. Bu durumda merkez bankası portföyün bir kısmı için bir veya daha fazla dış fon kullanmayı tercih edebilir,
- Maliye bakanlığı tarafından verilen bir yetki kapsamında varlıkları yönetmek için devlete ait ayrı bir fon yönetimi birimi kurulur. Bu durumda yönetici, kamu sektöründen başka varlık yönetimi yetkilerine de sahip olabilir,
- Maliye bakanlığı, doğrudan bir veya daha fazla dış yöneticiye fon yönetimi için yetki verir. Bu model genellikle tavsiye edilmez, çünkü sözleşmelerin dış fon yöneticilerine verilmesi başlı başına bir siyasi organdan emsallere uzak bir şekilde gerçekleştirilmesi gereken bir yatırım kararıdır ve yönetim sözleşmelerinin değerlendirilmesi, izlenmesi ve feshedilmesi daha büyük olasılıkla özel beceriler gerektirdiğinden özel bir yatırım organizasyonunda bulunabilir. Ancak, ciddi insan sermayesi kısıtlamaları olan ülkeler için tek uygun çözüm olabilir.

Yatırım şirketi modelinde ise, fon sahibi olarak devlet fonun varlıklarına sahip olan bir yatırım şirketi kurar (Al-Hassan vd.,2013).

Genel bir UVF kurulumunda, nihai kontrol, genel yönetici (fonu temsil eden organ) ve operasyonel yönetici olmak üzere belirli rollere ve sorumluluklara sahip farklı düzeylerdeki 3 yönetim organı bulunmaktadır. Nihai kontrole sahip organ, fon yöneticisinin kararlarını onaylar veya fon yöneticisini görevden alma hakkına sahiptir. Fonun fiziksel konumuna bakılmaksızın, fon faaliyetleri üzerindeki nihai kontrol yasama, yürütme, maliye bakanlığı ve çok nadir olarak merkez bankasına ait olabilir. Fonu temsil etmek için atanan fon yöneticisi ise, yatırım yönergelerini belirlemek ve fondan para çekme yetkisine sahiptir. Ayrıntılar fondan fona farklılık gösterse de genellikle fonun yasal temsilcisi cumhurbaşkanlığı ofisi, başbakanlık ofisi veya maliye bakanlığı gibi yürütme organının bir parçası olmak üzere aynı anda, bazen bu görev özel bir organa da devredilebilir. Fon temsilcisi resmi fon yöneticisi olsa da genellikle finansal piyasalarda günlük alım satım işlemlerini, dış portföy yöneticilerinin seçimini ve raporlama görevlerini kapsayan fonun operasyonel yönetimini maliye bakanlığı, merkez bankası veya ayrı bir birime aktarabilir (Bauer, 2014).

İyi bir fon yönetimi için güçlü bir şeffaflık da önem arz etmektedir. İlk olarak şeffaflık, kamu beklentilerini hükümet hedefleriyle uyumlu hale getirerek mali kurallara ve yatırım kurallarına uyumu teşvik edebilir. İkincisi bakanlıklar, parlamentolar ve düzenleyici kurumlar veri kalitesinin gelişiminden yararlandığı için şeffaflık hükümet verimliliğini artırabilir. Üçüncüsü ise şeffaflık, hesap verebilirlik ve yönetim kurallarına uygunluk için bir ön şarttır, çünkü gözetim organları yeterli bilgi olmadan fon performansını ölçemez. Dolayısıyla şeffaflık, fon faaliyetlerine ilişkin raporların sıradan kişiler tarafından sadece tamamen erişilebilir bir formatta yayınlanması değil, aynı zamanda fonu yöneten kuralların anlaşılır ve kamuya açık hale getirilmesi anlamına gelir. Şeffaflığı kurumsallaştırmanın bir yolu, tüm düzenlemelerin, politika belgelerinin, üç aylık mali tabloların ve yıllık iç ve bağımsız dış denetimlerin kamuya açıklanmasını ve bunların uluslararası standartlara uygun olmasını zorunlu kılmaktır. Raporlar yalnızca geriye dönük olmamakla birlikte aynı zamanda performans için kriterler belirlemek ve halkın beklentilerini belirlemek için gelecekte nelerin başarılacağını da netleştirmelidir (Bauer, 2014).

Genellikle her bir yönetim organının, kendinden sonraki bir alt seviyenin belirlenmiş kurallar ve düzenlemeler çerçevesinde çalıştığını doğrulamak için kendilerine rapor veren denetim organları vardır. Söz konusu denetim organları tipik olarak şunları içerir (Al-Hassan vd., 2013):

- Genellikle çoğu ülkede devletin yürütme organının faaliyetlerini denetlemek ve kontrol etmek için parlamentonun atadığı genel denetçi bulunmaktadır. Genel denetçinin görevlerinden biri de maliye bakanlığının (veya ilgili diğer bir resmi organ) parlamentonun belirlediği yasa ve yönetmelikler kapsamında faaliyet gösterip göstermediğini raporlamaktır,
- Fonların denetim sürecinde yer alan diğer bir organ olarak bağımsız denetim veya dış denetim organları, kurallara uyumu ve iyi fon yönetimi için teşvik edici bir unsurdur. Bazı durumlarda, kötü davranışları engellemek adına ifşa etmeden direkt para cezalarına, hapis cezasına veya uluslararası yaptırımlara kadar çeşitli cezai tedbirler uygulayabilir (Bauer, 2014). Bağımsız denetçi genellikle fonu temsil eden yönetim organı tarafından atanır ve UVF'nin belirlenen kurallar ve düzenlemeler çerçevesinde yönetildiğini doğrulamak için UVF'nin hesaplarını denetler. Dış denetçi bazen iç kontrol sisteminin kalitesini değerlendirilmesi gibi diğer faaliyetlerin de kontrolünü gerçekleştirebilir,
- İç denetçi ise operasyonel yönetimin iç düzenlemelere uygun bir şekilde yürütülüp yürütülmediğini denetlemek için yönetim kurulu tarafından atanır ve ona rapor verir,
- Uyum birimi, genel müdür tarafından kurulur ve genel müdürün tüm faaliyetlerin UVF operasyonlarını yöneten kural ve düzenlemelere uygun olduğunu doğrulaması için bir araç olarak hizmet eder.

Genellikle fonu temsil eden organ yönetim kurulundan (veya yatırım komitesinden) bir tavsiye aldıktan sonra yatırım politikasını belirlemekten sorumludur. Ayrıca, herhangi bir tarafın tek taraflı karar alma riskini azaltmak amacıyla fonun paydaşlarıyla (yani parlamento, genel halk, sivil toplum kuruluşları vb.) da istişareler yapılabilir (Al-Hassan vd., 2013).

UVF'ler, varlıklarını tipik olarak dört yatırım sınıfına dağıtır: (Gbadebo-Smith, 2021):

- Sabit getirili menkul kıymetler,
- Hisse senetleri,
- Nakit ve benzerleri,
- Gayrimenkul, altyapı ve özel sermaye/doğrudan yatırım gibi alternatif varlık sınıflarını içeren özel piyasalar.

Uygun bir yatırım talimatının belirlenmesinde genel olarak UVF'nin amacı ve risk taşıma kapasitesi olmak üzere iki temel unsur vardır. Her iki unsurun da yatırım evreni ve riskli varlıklara maruz kalan UVF'ler üzerinde etkisi vardır. Genel olarak, bir fonun yatırım ufku ne kadar uzunsa, yatırım risklerini üstlenme kapasitesi o kadar yüksek olur. Kısa bir yatırım ufku riskli varlıklara maruz kalma için daha düşük bir kapsamı işaret eder. Genellikle, güçlü bir nesiller arası tasarruf amacı olan yatırım fonları, uzun ufuklarını ve buna bağlı olarak piyasa gerilemelerini aşma yeteneklerini önemli bir rekabet avantajı olarak görme eğiliminde olup riskli varlıklara daha agresif bir şekilde yönelirler (Al-Hassan vd., 2013).



3. VERİ KAYNAKLARI VE YÖNTEM

Belirtmek gerekir ki, SWFI'nin son verilerine göre dünya üzerinde toplam 130 adet UVF bulunmaktadır (SWFI, 2021b). Fakat bu çalışmada, IFSWF'e göre Santiago İlkeleri tanımına uygun olarak nitelenen 70 adet UVF¹ arasından hakkında yeterli bilgiye erişilebilen² 11 istikrar, 17 tasarruf, 22 kalkınma, 4 emeklilik rezerv ve 3 rezerv yatırım tipli olmak üzere toplamda 26 ülkeden 30 adet UVF veri kaynağı olarak kullanılmıştır. Bu fonlarla ilgili bilgilere, fonların resmi internet sitelerinden, yıllık faaliyet raporlarından ve IFSWF'nin (www.ifswf.org), SWFI'nin (www.swfinstitute.org), NRGİ'nin (www.resourcegovernance.org) resmi internet sitelerinden ulaşılmıştır. Çalışmada kullanılan veri kaynaklarının ayrıntılı dökümü EK-1'de verilmiştir.

Çalışma keşfedici nitelikte tasarlanmış olup nitel araştırma yöntemlerinden betimsel analiz metodundan yararlanılmıştır (Yıldırım ve Şimşek, 2018). Bilindiği üzere, betimsel analizde elde edilen veriler öncelikle irdelenir, neden-sonuç ilişkileri kurulmaya çaba gösterilerek anlaşılmaya çalışılır ve yorumlanır. Sonrasında ulaşılan sonuçlar, çoğu kez önceden ortaya konulmuş tematik çerçeveler ile ilişkilendirilerek anlamlandırılır, tanımlanır ve raporlaştırılır. Bu suretle ortaya konulan araştırma sorularının cevaplarına ulaşılmaya çalışılır (Yıldırım ve Şimşek, 2018).

Çok amaçlılıklarına ve zamanla yatırım stratejilerinde görülen değişikliklere bağlı olarak birden çok hedefe sahip olabilmeleri nedeniyle yazında UVF'lerin çeşitli sınıflandırmalara tabi tutulduğu görülmektedir. Bu çerçevede, kimi kaynaklarda sadece "istikrar" ve "tasarruf" tipli olarak ikili sınıflandırma izlenirken (Griffith-Jones & Ocampo, 2009), kimi kaynaklarda "emeklilik rezerv fonu" ve "rezerv yatırım fonu"nun "tasarruf fonu" kapsamında değerlendirilmesiyle 3'lü sınıflandırmaya (PWC, 2015; Karagöl ve Koç, 2016), kimi kaynaklarda ise yukarıda sözü geçen beş türün arasına "belirli sektörleri hedefleyen fonlar" ve "döviz rezerv fonları" gibi türlerin de eklendiği 7'li sınıflandırmaya rastlamak mümkündür (Investopedia, 2020; Watson, 2021). Bu çalışmada ise, *önceden ortaya konulmuş tematik çerçeve olarak* (Yıldırım ve Şimşek, 2018), fon türlerinin daha anlaşılır olması için UVF'lerin ana oluşturulma amaçları temel alınmış, IMF rehberliğinde IWG (2008) tarafından tasarlanan Santiago İlkeleri'nin yaygın olarak kullanılan ve UVF'lerin baskın hedeflerine dayalı olarak oluşturulmuş 5'li (*istikrar, tasarruf, emeklilik rezerv, rezerv yatırım ve kalkınma*) sınıflandırmasından

¹ Bu fonların listesi EK-1'de verilmiştir.

² Hakkında yeterli bilgiye erişilebilen UVF tabiri ile a) açık olarak erişimi mümkün resmi internet sitelerine sahip olan; b) kendi resmi internet sitelerinde değilse bile resmi raporlarına ulaşılabilen UVF'ler kastedilmektedir.

yararlanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre UVF'lerin türlerine ilişkin nitelikler ortaya konulurken Chen (2009) ve Meng'in (2015) tablolaştırmalarındaki unsurlar kullanılmış, fon sahibi ülkeler için ayrıca *yönetim biçimi*, *ana ihracat ürünü*, *nüfus medyan yaşı* ve *gelişmişlik düzeyi* gibi tipik özellikler de incelemeye eklenerek Tablo 4.1 oluşturulmuştur.

4. BULGULAR

4.1. İstikrar Fonları

İstikrar fonlarının ortaya çıkışında özellikle emtia ihracatçısı ülkelerin önemli bir rolü olduğunu söylemek mümkündür. Öyle ki, 1970'lerin başındaki petrol fiyatlarındaki patlama birçok petrol ihraç eden ülkeyi kamu harcamalarını artırmaya teşvik etmiş, fakat 1980'lerin başında petrol fiyatları düştüğünde ise sancılı bir süreçle karşı karşıya kalmışlardır. Dolayısıyla, bu patlama ve düşüş deneyimi sonrası özellikle IMF başta olmak üzere uluslararası finans kuruluşları birçok emtia ihracatçısını (ör. Rusya) patlama yıllarının kazanımlarının bir kısmını biriktirerek istikrar fonları kurmaya teşvik etmiştir (Singh, 2008).

Tablo EK-1'de dökümü yer alan UVF'ler arasında yapılan inceleme sonucunda toplam 18 ülkede 19 adet istikrar tipli UVF olduğu görülmüştür. Genellikle bütçe desteği oluşturmak ve ülke ekonomisini uluslararası emtia fiyatlarındaki değişimlerden korumak için doğal kaynaklara sahip ülkelerde kurulan bu fonlar, çoğunlukla ekonominin canlı olduğu zamanlarda kurulmuştur ve daha sonra emtia fiyatlarının düştüğü veya rezerv sorunları yaşandığı zamanlarda devreye girmektedir (Singh, 2008). Dolayısıyla, incelenen fon sahibi ülkelerin genel profiline bakıldığında, ağırlıklı olarak ana ihracat kaleminin petrol ve diğer mineral tipli doğal kaynaklardan oluşan gelişmekte olan ülkeler olduğu görülmektedir. Likidite hedefleri ve yatırım anlayışları bakımından ise, ani yükseliş ve düşüş döngülerini hafifletmek için uygulanan konjonktürel mali politikaları yönünden merkez bankaları rezerv yöneticilerine benzeyen istikrar fonları, varlıklarının yüzde 80'inden fazlasını toplam aktiflerinin yaklaşık yüzde 70'ini oluşturan devlet tahvili ile sabit getirili menkul kıymetlere tahsis etmekle, yüksek likiditeye sahip varlık portföylerine yatırım yapma eğilimindedirler (Al-Hassan vd., 2013). Fakat aynı anda hem istikrar hem de tasarruf amaçlı fonlarda (ör. Norveç) ise bu durumun değişkenlik gösterdiğini söylemek mümkündür. Ayrıca, ekonomik gidişatın ters yönünde hareket eden bu fonlar Tablo 4.1'den görüldüğü üzere genellikle kısa ve orta vadeli olmak üzere ağırlıklı olarak gelişmiş piyasalara odaklandıkları görülmektedir. Yönetim sistemine göre ise söz konusu ülkeler arasında Botswana, Guyana, Norveç, Malezya ve Trinidad ve Tobago parlamenter; Azerbaycan, Kazakistan, Nijerya ve Şili başkanlık; Rusya, Doğu Timor yarı başkanlık sistemi ile yönetilmektedir (Bağce, 2017).

İncelenen ve dökümü EK-1'de yer alan istikrar fonlarının yönetim yapısına bakıldığında Botswana, Guyana, Norveç ve Trinidad ve Tobago ülkelerde yasama

organının fon üzerinde nihai kontrole sahip olduğu görülmektedir. Nihai kontrolün yasama organına ait olduğu bu fonlarda genellikle fonun yönetimi maliye bakanlığı veya meclis tarafından oluşturulmuş bağımsız kurula devredilirken, operasyonel yönetim merkez bankası veya operasyonel bağımsızlığa sahip organizasyona devredilmektedir. Azerbaycan, Kazakistan ve Nijerya örneklerinde nihai kontrol ülke başkanı veya başkana rapor veren maliye bakanlığına aittir. Dolayısıyla, nihai kontrolün doğrudan başkana ait olduğu durumlarda fonların yönetiminden genellikle başkan tarafından atanan veya kendisinin de yer aldığı yönetim kurulu sorumlu iken, operasyonel yönetimden başkan veya yönetim kurulu tarafından atanan genel müdür sorumludur. Fakat nihai kontrolün maliye bakanlığına ait olduğu Rusya, Malezya, Şili ve Doğu Timor örneklerinde ise, genel yönetimden maliye bakanlığının kendisi sorumlu iken operasyonel yönetim merkez bankası veya maliye bakanlığına bağlı kurul tarafından yürütüldüğü görülmektedir.

Şeffaflık sıralamasına göre incelenen istikrar fonları arasında, diğer örneklerden farklı olarak, parlamento adına genel denetçi tarafından düzenli denetime tabi ve bağımsız denetim raporları düzenli olarak resmi internet sitesinde yayımlanan Azerbaycan, Şili, Norveç, Guyana ve Doğu Timor örneklerinin yüksek şeffaflık düzeyine sahip fonlar olduğu görülmektedir (SWFI, 2021c).

4.2. Tasarruf Fonları

Tasarruf fonları, hükümetler tarafından gelecekteki ihtiyaçları karşılayacak şekilde uzun vadede zenginlik yaratmak amacıyla kurulmuş fonlar olarak tanımlanır (Singh, 2008). Onlarca yıllık yatırım ufkuna sahip olduklarından bazen kuşaklararası tasarruf fonları olarak da adlandırılır (IFSWF, 2019a). Dökümü EK-1’de yer alan UVF’ler arasında toplamda 24 ülkede 29 adet tasarruf amacına hizmet eden UVF olduğu görülmektedir. Genellikle doğal kaynaklara sahip ülkelerde oluşturulan bu fonlar yenilenemeyen varlıkları çeşitli finansal varlıklara çevirerek ülke zenginliğini nesiller boyunca aktarmayı planlamaktadır. Ayrıca, istikrar fonlarının aksine risk-getiri profiline sahip yatırımcı olarak ağırlıklı biçimde hisse senetlerine daha yüksek portföy payları tahsis eder (Al-Hassan vd., 2013) ve fondan daha az sıklıkla para çekilir (Singh, 2008). Fakat bu durum aynı anda hem istikrar hem de tasarruf tipli fonlarda (ör. Azerbaycan) değişkenlik gösterebildiği görülmektedir. Fon sahibi ülkelerin genel profili incelendiğinde 24 ülkeden 4’ü gelişmiş, 20’si gelişmekte olan veya az gelişmiş düzeyde ülkeler olup (United Nations, 2020), ana ihracat ürünlerin ise 24 ülkenin 19’unda petrol, 5’inde diğer mineral tipli doğal kaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Yönetim sistemine

göre ise Norveç, Botsvana, Guyana, Kanada, Nauru ve Trinidad-Tobago parlamenter; ABD, Azerbaycan, Kazakistan, BAE, Katar, Nijerya ve Suudi Arabistan ise başkanlık sistemi ile yönetilmektedir.

Ağırlıklı olarak gelişmiş piyasalara yatırım yapan tasarruf fonları da istikrar fonları gibi kuruluş yöntemleri açısından farklılaşmaktadır. Tablo 4.1’de de görüldüğü üzere istikrar fonları arasında Azerbaycan, BAE, Kanada, Kuveyt, Nauru, Nijerya, Katar ve Suudi Arabistan örnekleri ayrı bir tüzel kişilik olarak kurulurken; Norveç, Guyana, Kazakistan, Trinidad-Tobago ve Katar örnekleri merkez bankası bünyesinde bir birim olarak ulusal rezervlerden ayrı bir şekilde yönetilmektedir. ABD’de oluşturulmuş fonlar ise, tabii olduğu yerel yönetimlerin merkez bankalarıyla resmi ilişkileri bulunmadığından genellikle politik olmayan bir birim içerisinde yer almaktadır (Bauer, 2014). Fakat kuruluş yöntemleri benzer fonların örgütlenme biçimi ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir.

Örgütlenme biçimlerine göre incelendiğinde Norveç, Botsvana, Guyana, Kanada, Nauru ve Trinidad-Tobago örneğinde nihai kontrolün yasama organına ait olduğu görülmektedir. Dolayısıyla yasama organı tarafından atanan yönetim kurulu veya maliye bakanlığı aracılığıyla temsil edilen bu fonların operasyonel yönetimi genellikle merkez bankası ya da maliye bakanlığından talimat alan bir icra kurulu tarafından yürütülmektedir. ABD, Azerbaycan, Kazakistan, BAE, Katar, Nijerya ve Suudi Arabistan örneklerinde ise nihai kontrol yürütme organına ait olup, fonu temsil eden organ başkanının yer aldığı veya başkan tarafından atanan yönetim kurulu, operasyonel yönetim ise başkan tarafından atanan veya yönetim kurulu üyelerinden seçilen genel müdür tarafından yürütülmektedir.

Genellikle düşük şeffaflığa sahip tasarruf tipli fonlar arasında en şeffaf UVF’ler olarak Azerbaycan, Norveç, Nijerya, ABD ve Kanada örnekleri SWFI’nin son verilerine göre şeffaflık için gerekli ortalama 8 puan kriterini karşılamış UVF’lerdir (SWFI, 2021c).

4.3. Emeklilik Rezerv Fonları

Yazında, gelecekteki kamu emekli maaşlarını finanse etmek için kurulmuş devlet mülkiyetli fonlar olarak tanımlanan emeklilik rezerv fonlarının bazılarının on yıl boyunca ödeme yapmama gibi yükümlülükleri de bulunmaktadır (Singh, 2008). İncelenen örnekler arasında gelişmiş ülkeler sınıfından Avustralya ve Yeni Zelanda, gelişmekte olan ülkeler sınıfından ise Şili ve Rusya olmak üzere 4 ülkenin emeklilik rezerv tipli UVF’si bulunmaktadır (United Nations, 2020). Ülkelerin genel profiline incelendiğinde

Avustralya ve Yeni Zelanda'da parlamenter monarşi (Bağce, 2017), Rusya'da yarı başkanlık ve Şili'de ise başkanlık sistemi olmak üzere farklı yönetim biçimine sahip ülkelerin (Bağce, 2017) ortak özellikleri açısından yüksek medyan yaşına sahip olduğu görülmektedir (www.atlasbig.com, 2021).

Emeklilik rezerv tipli fonların yönetim şekli incelendiğinde Avustralya ve Yeni Zelanda örneğinde fonun yasal temsilcisi maliye bakanlığı iken, operasyonel yönetim özerk kraliyet kuruluşu olan fakat yasal olarak operasyonel bağımsızlığı bulunan bir organizasyon tarafından yürütüldüğü görülmektedir. Yönetim kurulu için bağımsız seçilen adaylar parlamentonun nihai kararı ile vali tarafından atanmaktadır. Fakat yatırımı yönergelerinin, Avustralya örneğinde maliye bakanlığı tarafından, Yeni Zelanda örneğinde yasama organı tarafından belirlenmesi açısından farklılık içermektedir. Şili ve Rusya örneğinde ise nihai kontrole sahip maliye bakanlığı aynı zamanda fonun genel yönetiminden de sorumlu iken, fonun operasyonel yönetimi merkez bankası tarafından yürütülmektedir. Sabit getirili menkul kıymetler için sınırlı talebe sahip olması açısından tasarruf fonlarına benzeyen portföy yapısı ağırlıklı olarak hisse senelerinden oluşur (Lorgova, 2012). Genellikle uzun vadeli olarak yurtdışına çeşitli yatırımlar gerçekleştiren bu fonların ağırlıklı olarak gelişmiş piyasalara odaklandığı görülmektedir.

Genellikle yüksek şeffaflıkla yönetilen emeklilik rezerv fonları arasında Avustralya, Yeni Zelanda ve Şili örneklerinin küresel şeffaflık endeksi 10 puandır. Bağımsız denetim raporları düzenli yayımlanmayan ve para çekme kurallarının net belirlenmemiş Rusya örneği ise 7 puanla diğer örneklerden geri kalmıştır (SWFI, 2021c).

4.4. Rezerv Yatırım Fonları

Rezerv yatırım fonları, rezerv bulundurmanın maliyetlerini azaltmak veya bol rezervlerden daha yüksek getiri elde etmek için varlıklarını çeşitli alanlarda değerlendirmek adına kurulmuş fonlar olarak tanımlanmaktadır (Al-Hassan vd., 2013). Fonlama ve çekme kuralları, rezerv yeterlilik şartını karşılamaya odaklanmaktadır. Öyle ki, hedeflenen rezerv yeterlilik oranı aşıldığında fazla rezervler rezerv yöneticisinden rezerv yatırım ortaklığına, yetersiz görülmesi durumunda ise tersi şekilde transfer edilir. Fazla rezervler, özellikle borç ihracının nispeten daha maliyetli olduğu gelişmekte olan ülkelerde dış borç yükünü hafifletmek için kullanılabilir. Borç olmadığında ise fazla rezervler, daha geniş bir küresel varlık tahsisinde tutularak daha yüksek bir risk-getiri hedefiyle yatırım yapılabilir (IFSWF, 2014). Dolayısıyla, ağırlıklı olarak uzun vadeli yurtdışı yatırımlara odaklanan rezerv yatırım fonları, portföy yapısının ağırlıklı olarak

hisse senetlerinden oluşması açısından tasarruf ve emeklilik rezerv fonlarına benzemektedirler. İncelenen ülkeler arasında Singapur, Çin ve Güney Kore'nin rezerv yatırım tipli UVF'si olduğu görülmektedir. Gelişmişlik düzeyine göre Singapur gelişmiş, Çin ve Güney Kore' ise gelişmekte olan ekonomiye sahiptir (United Nations, 2020). Hızla artan ihracatlarının bir sonucu olarak uzun yıllardır kalıcı ticaret fazlası veren bu ülkelerin (Singh, 2008), ana ihracat kalemlerinin ağırlıklı olarak elektronik cihazlar ve entegre devreleri gibi ürünlerden oluşması ortak özellikleri olarak göze çarpmaktadır. Ülkelerin yönetim biçimi ise, Singapur'da parlamenter, Güney Kore'de başkanlık ve Çin'de tek parti tipli olmak üzere farklılık göstermektedir.

Diğer fon türlerinden farklı olarak bu grupta yer alan fonlar devlet mülkiyetine sahip ayrı bir yönetim şirketi olarak faaliyet göstermektedirler. Singapur örneğinde fonun operasyonel yönetiminden sorumlu şirket fonu temsil eden maliye bakanlığı tarafından verilen talimatlar doğrultusunda hareket etmektedir. Çin ve Güney Kore örneğinde ise, nihai kontrole sahip yürütme organı tarafından atanan yönetim kurulu fonu temsil ederken, operasyonel yönetimden icra kurulu veya genel müdür sorumludur. Fakat, Çin örneğinden farklı olarak Güney Kore örneğinde fonun yönetim kurulunda başkanın kendisi de yer almaktadır.

Bu grupta yer alan fonlardan en şeffafi 10 puanla Singapur iken, Güney Kore 8 puanla ortalama şeffaflık şartını sağlamakta, Çin ise 7 puanla ortalama şeffaflığın altında yönetilmektedir (SWFI, 2021c).

4.5. Kalkınma Fonları

Beşinci UVF grubu olan kalkınma fonları, öncelikli olarak ülkenin kalkınmasına katkı sağlayacak altyapıya ve sosyoekonomik projelere finansman sağlamak amacıyla oluşturulmuş fonlar şeklinde tanımlanır (Al-Hassan vd., 2013). Bazen sosyal kalkınma fonları olarak tanımlanan bu fonların yetki alanı varlıklardan makul bir getiri elde etmenin ötesine geçerek belirli endüstrilerin gelişimi, petrole bağımlı bir ekonominin çeşitlendirilmesi veya yoksulluğun azaltılması gibi hedefler de içermektedir (Castelli & Scacciavillani, 2015). Ayrıca, diğer UVF türlerinin aksine ağırlıklı olarak yurtiçi yatırım yapan bu fonların genellikle teknoloji, finansal hizmetler, ulaştırma ve lojistik, eğitim ve gayrimenkul sektörüne odaklandıkları görülmektedir. Tablo EK-1'den de görüldü gibi toplamda 29 ülkede 33 adet kalkınma amacına hizmet eden UVF bulunmaktadır. Fon sahibi 29 ülkeden 4'ünün gelişmiş, 25'inin ise gelişmekte olan veya az gelişmiş ülkeler olduğu görülmektedir (United Nations, 2020). Bu ülkelerden 15'inde ana ihracat

kalemlerini petrol ve diğer mineral tipli doğal kaynaklar oluştururken, 14'ünde ise emtia dışı diğer ihracat ürünleri oluşturmaktadır. 29 ülkenin 10'u parlamenter, 19'u ise başkanlık ve yarı başkanlık sistemi ile yönetilmektedir. Bunlar arasında İspanya, İrlanda, İtalya, Malezya, Singapur ve Doğu Timor örnekleri parlamenter, Angola, Bahreyn, Fransa, İran, Kazakistan, BAE, Nijerya, Kuveyt, Filistin, Katar, Rusya, Ruanda, Suudi Arabistan ve Türkiye örnekleri başkanlık ve yarı başkanlık sistemi ile yönetilen ülkelerdir (Bağcı, 2017).

Dixon ve Monk (2014), kalkınma tipli fonlarının kendi içlerinde de 2'li bir ayırım ile sınıflandırılabilmesine dikkat çekerek, birinci tür kalkınma fonlarının proaktif bir şekilde ulusal yatırımlar gerçekleştirerek ülke ekonomisinin üretkenliğine katkı sağlamayı hedeflerken, ikinci tür kalkınma fonlarının küresel bir yatırımcı gibi hareket ederek elde edilen gelirlerin vatandaşlara eşit dağıtılması ve beşerî sermayenin gelişimi gibi daha çok sosyoekonomik amaçlara hizmet ettiklerini belirtmiştir. Dolayısıyla, incelenen ülkeler bu sınıflandırmaya göre değerlendirildiğinde Bahreyn, Fransa, İrlanda, İtalya, Kazakistan, Malezya, Filistin, Rusya, Ruanda, Singapur, İspanya ve Türkiye gibi ülkelerde kurulan kalkınma fonları daha çok birinci türe yakınken; Angola, BAE, İran, Kuveyt, Nijerya, Katar, Suudi Arabistan, Doğu Timor gibi ülkelerde emtia gelirlerine dayalı oluşturulmuş kalkınma fonları daha çok ikinci türü yansıtmaktadırlar.

Kuruluş yöntemleri açısından diğer UVF türlerinde yaygın olarak görülen yönetici modelinin aksine, bu tip fonlarda ağırlıklı olarak, devlet tarafından fon varlıklarının doğrudan sahibi olan yatırım şirketi modelinin tercih edildiği görülmektedir. Öyle ki, diğer UVF türlerinde tercih edilen yönetici modelinde devlet mülkiyetini yönetmek için kurulan aracı bir organizasyon görevi görürken, kalkınma fonları varlıkların doğrudan sahibi olarak devlete ait bir yatırım şirketi olarak faaliyet göstermektedirler. Dolayısıyla, bu model özellikle konsantre portföye sahip bireysel şirketlerde aktif mülkiyeti gerektiren durumlarda veya fonun finansal getiri ile beraber kalkınma amacına hizmet ettiği durumlarda uygulanmaktadır (Al-Hassan vd., 2013). Fakat bu durum tasarruf/kalkınma veya istikrar/kalkınma gibi iki amaçlı fonlarda farklılık gösterebilir (ör. Kuveyt; Doğu Timor).

İncelenen ve dökümü EK-1'de yer alan kalkınma tipli fonların örgütlenme biçimlerinin hem ülkenin yönetim sisteminden etkilenerken hem de kalkınması istenen sektöre göre şekillenebildiği görülmektedir. Öyle ki, diğer örneklerden farklı olarak İspanya örneğinde fonun kuruluşu İspanya'nın "İdari Mali Tedbirler ve Sosyal Düzen Kanunu"na dayanırken, fon faaliyeti ve işleyiş şekli "Kraliyet Kararnamesi" uyarınca

düzenlenmiştir. Dolayısıyla, fonu temsil eden yönetim kurulunun üyeleri de diğer örneklerden farklı olarak, uluslararası hizmet ticareti ve e-ticaret genel müdür yardımcısından, sanayi, ticaret ve turizm bakanlığının, kredi enstitüsünün, bütçe ve harcamalardan sorumlu sekreterliğin, sanayinin ve küçük ve orta ölçekli işletmelerin temsilcilerinden oluşmaktadır. Kurul üyelerinin atamaları ticaretten sorumlu devlet bakanının önerisi üzerine sanayi, ticaret ve turizm bakanı tarafından yapılmaktadır. Genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu başkanıdır. Devlet adına denetim ise, kamu sektörünü denetleyen devlet kurumları tarafından gerçekleştirilmektedir.

Fransa örneğinde ise fonun yasal çerçevesi Fransa'nın "Bankacılık Kanunu" kapsamında düzenlenmiştir. Dolayısıyla, fonun denetimi aynı zamanda ülke bankalarını da denetleyen finansal piyasalar düzenleyicisi tarafından gerçekleştirilmektedir. Hiyerarşik açıdan ise fonu temsil eden yönetim kurulu üyeleri hissedar temsilcilerinden oluşurken, günlük yönetimden sorumlu genel müdür ilgili bakan tarafından atanmaktadır.

Anonim şirket olarak kurulan Rusya örneğinin hukuki yapısı "Rusya Yatırım Fonu Federal Yasası"na dayanmaktadır. Fonun temsilcisi ve sorumlu olduğu organ aynı olup Rusya Ekonomik Kalkınma Bakanlığının bir alt departmanı olan "Federal Devlet Mülk Yönetim Ajansı (Rosimushchestvo)"dır.

Türkiye örneği ise daha çok iç piyasaların finansmanını sağlamak üzere dış borçlanmayı içeren çalışma prensibi açısından diğer örneklerden farklılaşmaktadır (Arslan vd., 2018). Anonim şirket olarak faaliyet göstermektedir. Hukuki altyapısı açısından diğer başkanlık sistemli ülkeler arasındaki Azerbaycan ve Kazakistan örneklerinde olduğu gibi "Cumhurbaşkanı Kararnamesi" uyarınca oluşturulmuş fon hiyerarşik açıdan ise daha çok Orta Doğu fonlarını hatırlatmaktadır. Öyle ki, BAE ve Katar örneklerinde sıklıkla görülen model Türkiye örneğinde de gözlemlenmekte; fonun nihai kontrolü, yönetim kurulu başkanlığı, operasyonel yöneticinin atanması ve en üst düzey denetim gibi görevler ülke başkanında bulunmaktadır.

Angola, BAE, Bahreyn, İran, Nijerya, Kazakistan, Kuveyt, Katar, Filistin, Ruanda ve Suudi Arabistan'da da fonun nihai kontrolünün ülke başkanında/kralında/emirinde olduğu görülmektedir. Söz konusu örneklerde fonun genel yönetimi ise başkanın/kralın/emirin atadığı ve bazen kendilerinin de doğrudan yer aldığı (ör. BAE, Türkiye) yönetim kurulunun gözetimindeki bir yönetici (ör. genel müdür) tarafından yürütülmektedir. İrlanda, İtalya Malezya, Singapur ve Doğu Timor örneklerinde ise fonun kontrolü tamamen maliye bakanlığına ait olup operasyonel yönetim merkez bankası veya

maliye bakanlığının talimatlarına uyan bağımsız organizasyonlar tarafından yürütülmektedir.

Genellikle şeffaflık ortalaması düşük olan kalkınma grubunda yer alan fonlar arasında en şeffaf yönetilen UVF'ler, SWFI'nin son verilerine göre İrlanda, Singapur ve Doğu Timor'dur (SWFI, 2021c).



Tablo 4.1 UVF'lerin türlerine göre özellikleri

VF türü	İstikrar Fonu	Tasarruf Fonu	Emeklilik Rezerv Fonu	Rezerv Yatırım Fonu	Kalkınma Fonu
Nitelikler					
Mülkiyet	Devlet	Devlet	Devlet	Devlet	Devlet
Hizmet amacı	Makroekonomik istikrarın korunmasında bir araç olarak görme	Ülkenin uzun vadeli refahını sürdürmede bir araç olarak görme	Gelecek emeklilik ödemelerini karşılamada bir araç olarak görme	Döviz tutma maliyetini azaltmada veya karlılığı arttırmada bir araç olarak görme	Ekonominin kalkınması için bir araç olarak görme
Kaynak tipi	Emtia bazlı	Emtia bazlı	Emtia / emtia dışı	Emtia dışı	Emtia / emtia dışı
Ülkenin gelişmişlik düzeyi	19 ülkeden 1'i gelişmiş, 18'i gelişmekte olan veya az gelişmiş düzeyde	24 ülkeden 4'ü gelişmiş, 20'si gelişmekte olan veya az gelişmiş düzeyde	4 ülkenin 2'si gelişmiş, diğer 2'si gelişmekte olan	1'si gelişmiş, 2'si gelişmekte olan	29 ülkeden 4'ü gelişmiş, 25'i gelişmekte olan veya az gelişmiş düzeyde
Ülkenin ana ihracat ürünü	19 ülkenin 13'ünde petrol, 6'sında diğer mineral tipli doğal kaynaklar	24 ülkenin 19'unda petrol, 5'inde diğer mineral tipli doğal kaynaklar	Petrol ve diğer mineral tipli kaynaklar, tarımsal ve süt ürünleri şeklinde farklılık göstermektedir.	Ağırlıklı olarak elektronik cihazlar ve entegre devreleri	19 ülkenin 15'inde petrol ve diğer mineral tipli kaynaklar, 14'ünde diğer emtia dışı kalemler
Ülkelerin ortalama nüfus medyan yaşları	30	25	38	35	27
Yatırım dağılımı	Ağırlıklı olarak yurtdışı	Ağırlıklı olarak yurtdışı	Ağırlıklı olarak yurtdışı	Yurtiçi / yurtdışı	Ağırlıklı olarak yurtiçi
Yatırım yapılan piyasaların gelişmişlik düzeyi	Ağırlıklı olarak gelişmiş piyasalar	Ağırlıklı olarak gelişmiş piyasalar	Ağırlıklı olarak gelişmiş piyasalar	Ağırlıklı olarak gelişmiş piyasalar	Değişken
Yatırım ufku	Kısa / orta dönem	Uzun dönem	Uzun dönem	Uzun dönem	Uzun dönem
Risk tolerans düzeyi	Düşük	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Değişken
Portföy biçimi	Çeşitlendirilmiş	Çeşitlendirilmiş	Çeşitlendirilmiş	Çeşitlendirilmiş	Çeşitlendirilmiş
Portföy yapısı	Ağırlıklı olarak sabit getirili yatırımlar	Ağırlıklı olarak sermaye yatırımları	Ağırlıklı olarak sermaye yatırımları	Ağırlıklı olarak sermaye yatırımları	Ağırlıklı olarak sermaye yatırımları
Faaliyet şekli	7'si ayrı tüzel kişi; 4'ü merkez bankası bünyesinde.	11'i ayrı tüzel kişi; 6'sında merkez bankası veya hazine	2'si tüzel kişi; 2'si merkez bankası bünyesinde	Ayrı tüzel kişi	16' si ayrı tüzel kişi; 6'sı merkez bankası bünyesinde; 10'u hakkında bilgiye erişilemedi.
Devletin yönetim biçimi	7'sinde parlamenter; 12'sinde başkanlık;	11'inde parlamenter sistem; 13'ünde başkanlık sistemi.	2'si parlamenter, 2'si başkanlık tipli yönetilmekte	Parlamenter; başkanlık, tek parti tipli	10'u parlamenter; 19'u başkanlık;

VF türü	İstikrar Fonu	Tasarruf Fonu	Emeklilik Rezerv Fonu	Rezerv Yatırım Fonu	Kalkınma Fonu
Nitelikler					
Hukuki dayanak	4'ünde yasama organı; 6'sında yürütme organı; 1'inde şirketler hukuku uyarınca; 10'u hakkında bilgiye erişilemedi.	9'ünde yasama organının düzenlediği kanun; 8'inde yürütme organının düzenlediği kanun veya kararname; 12'si hakkında bilgiye erişilemedi.	2'sinde yasama; 2'sinde yürütme	2'si şirketler hukuku uyarınca; 1'i yasama organı	4'ünde şirketler hukuku uyarınca; 1'inde bankacılık kanunu; 2'si yasama organının düzenlediği kanun; 15'inde yürütme organının düzenlediği kanun veya kararname; 10'u hakkında bilgiye erişilemedi.
Fonun nihai kontrol organı	4'sında yasama organı, 3'ünde başkan, 4'inde maliye bakanlığı; 10'u hakkında bilgiye erişilemedi.	6'sında yasama organı; 11'inde yürütme organı; 12'si hakkında bilgiye erişilemedi.	2'sinde yasama organı, 2'sinde maliye bakanlığı	Devlet Konseyi (Hükümet); Ülke Başkanı; Maliye bakanlığı	16'sinde yürütme organı; 6'sında yasama organı; 10'u hakkında bilgiye erişilemedi.
Fonu temsil eden organ	7'sinde maliye bakanlığı, 4'ünde yönetim kurulu; 10'u hakkında bilgiye erişilemedi.	6'sında maliye bakanlığı veya meclis tarafından atanan kurul; 11'inde başkanın yer aldığı veya kendisinin atadığı kurul; 12'si hakkında bilgiye erişilemedi.	Maliye bakanlığı	2'sinde yürütme organı tarafından atanan yönetim kurulu, 1'inde maliye bakanı	13'ünde başkan tarafından atanan veya başkanın yer aldığı yönetim kurulu; 5'i maliye bakanlığı veya yönetim kurulu; 1'inde hissedarların yer aldığı kurul, 1'i ticaret, maliye, turizm bakanlığından temsilcilerin yer aldığı kurul; 10'u hakkında bilgiye erişilemedi.
Fonun operasyonel yönetim organı	7'sinde merkez bankası, 4'ünde yönetim organına bağlı genel müdür veya icra kurulu; 10'u hakkında bilgiye erişilemedi.	6'sında merkez bankası veya hazine, 10'unda yönetim organına bağlı genel müdür veya icra kurulu, 1'de yatırım şirketi; 12'si hakkında bilgiye erişilemedi.	4 fondan 2'sinde merkez bankası; 4 fondan 2'sinde bağımsız organizasyon	İcra Komitesi veya genel müdür	14'ünde yürütme tarafından atanan genel müdür; 6'sında merkez bankası; 1'inde hazine yönetimi; 1'i bağımsız organizasyon; 10'u hakkında bilgiye erişilemedi.
Fonların ortalama şeffaflık düzeyi (LMTI)	8	7	9	8	6
Açıklık	Sınırlı	Sınırlı	Sınırlı	Sınırlı	Sınırlı
Örnek ülke	İran, Meksika ve Türkmenistan	Azerbaycan, Kazakistan ve Norveç	Avustralya, Şili, Rusya ve Yeni Zelanda	Çin, Singapur ve Güney Kore	BAE, Özbekistan ve Türkiye

5. TARTIŞMA VE SONUÇ

Bu çalışmada, farklı ülkelerde farklı biçimsel niteliklerde varlığını sürdüren örgütler olarak UVF'lerin yapısal niteliklerinin, çevre-örgüt ilişkilerini ön planda tutan bir bakış açısı ile ve karşılaştırmalı olarak incelenmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede, çalışmaya konu edilen UVF'lerin resmi internet sitelerinden, yıllık faaliyet raporlarından ve Uluslararası Varlık Fonları Forumu'nun, Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü'nün, Doğal Kaynak Yönetimi Enstitüsü'nün ve varlık fonları ortak çalışma gruplarının resmi internet sitelerinden elde edilen veriler keşfedici nitel araştırma yöntemlerinden betimsel analiz metodu (Yıldırım ve Şimşek, 2018) ile irdelenmiş, çevre-örgüt ilişkilerini ön planda tutan bir bakış açısı ile neden-sonuç ilişkileri kurulmaya çaba gösterilerek anlaşılmaya çalışılmış ve yorumlanmıştır.

Elde edilen bulgularda, UVF'lerin örgütlenme biçimlerinin ait oldukları devletlerin yönetim sistemlerinden etkilendiği ve genellikle benzer yönetim rejimine sahip ülkelerdeki UVF'lerin örgütlenme şekillerinin birbirine benzediği görülmüştür. Öyle ki, parlamenter sistemle yönetilen ülkelerde genellikle UVF'nin yasal çerçevesini düzenleyen yasama organı fonun nihai kontrolünü üstlenmektedir. Fonun genel yönetimi maliye bakanlığına, operasyonel yönetim ise merkez bankasına aittir. Başkanlık tipli ülkelerde ise genellikle fonun yasal çerçevesinin düzenlenmesi ve nihai kontrolü yürütme organında iken genel yönetim başkan tarafından atanan veya kendisinin de yer aldığı yönetim kuruluna aittir. Operasyonel yönetimden ise genellikle başkan veya yönetim kurulu tarafından atanan genel müdür sorumludur.

Fon türlerine özel spesifik bir kuruluş modelinin olduğu söylenemese de aynı türden fonlar için benzer kurumsal özelliklere sahip ülkeler tarafından sıklıkla tercih edilen birtakım düzenlemelerin söz konusu olduğu anlaşılmaktadır. Dolayısıyla, oluşum şekilleri finansman türlerine göre değerlendirildiğinde doğal kaynak (özellikle petrol) gelirlerinden oluşan UVF'lerin yaygın bir şekilde ayrı tüzel kişi olarak faaliyet gösterdikleri; fakat fon türlerine göre değerlendirildiğinde istikrar tipli fonların operasyonel yönetiminde daha sıklıkla merkez bankalarının tercih edildiği görülmektedir. Bu tercihin ana nedeni, yatırım anlayışlarının benzerliği dolayısıyla merkez bankasının istikrar fonlarının varlıklarını yönetmede operasyonel kapasiteye sahip olması olabilir.

UVF türleri arasında en çok farklılaşan kalkınma tipli fonların örgütlenme biçimlerinin diğer fon türlerinden ayrılarak hem fon sahibi ülkenin yönetim rejiminden etkilenip hem de hedef sektöre göre farklılaşabildiği görülmektedir. Dolayısıyla buna

bağlı olarak hukuki dayanakları da çeşitlenmektedir (ör. bankacılık kanunu, şirketler hukuku, vb.). Ayrıca, diğer türlerden farklı olarak kalkınma tipli fonlar fazla doğal kaynak gelirinin söz konusu olmadığı veya bütçe fazlası vermeyen ülkeler tarafından da kurulabildikleri anlaşılmaktadır (ör. Türkiye). Dolayısıyla, kalkınma tipli fonların düşük ve orta gelirli ekonomiye sahip devletler tarafından ülke içi sektörlerin kalkınmasında mali bir araç olarak tercih edildiğini söylemek mümkündür. Petrol gelirlerine dayalı oluşturulmuş bazı kalkınma fonlarının ise aynı anda istikrar veya tasarruf amacına da hizmet ettiği görülmektedir (ör. Kuveyt, Malezya, Nijerya). Bu tip fonlar daha çok küresel bir yatırımcı gibi hareket ederek daha çok sosyal anlamda kalkınma amacı gütmektedir.

Ağırlıklı olarak yurtdışı yatırımlar gerçekleştiren UVF'lerin ekonomik amaçlar dışında aynı zamanda siyasi amaçlar için de kullanılması da olası olduğundan ülkelerin küresel anlamda itibarına etkisi söz konusudur. Dolayısıyla bu noktada UVF'lerin yönetiminde şeffaflık önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Elde edilen bulgularda, genellikle siyasilerin kontrolünde yönetilen fonların şeffaflık düzeylerinin ortalamanın altında olduğu görülmüştür. Fon yönetiminde siyasilerin etkisi bölgesel olarak değerlendirildiğinde, Orta Doğu'da faaliyet gösteren fonların neredeyse tamamen ülke başkanının kontrolünde olduğu görülmektedir. ABD ve Avrupa'da faaliyet gösteren kalkınma tipli fonların yönetiminde ise sektörde uzun süreli deneyime sahip uzmanların tercih edilmesiyle fon üzerindeki siyasi etki minimuma indirilmiştir. Dolayısıyla siyasilerin kontrolünde bulunan fonlarda parlamenter denetimin saf dışı bırakılabildiği ve bunun da hesap verilebilirlik açısından olumsuz sonuçlara yol açtığı anlaşılmaktadır.

Diğer bir açıdan ise doğal kaynak gelirlerine sahip ülkelerin gelir akışlarının karmaşık olması göz önüne alındığında, bu gelirlerin genellikle suiistimal edilebilme olasılığının yüksek olduğunu söylemek mümkündür. Dolayısıyla bu tip ülkelerde kurulan fonlarda yolsuzluk ve kötü yönetim riskini azaltmak sadece fon operasyonları için kapsamlı açıklama yapma gibi katı yükümlülüklerinin olduğu ve yatırım operasyonlarını gözetmek için etkili bir denetim mekanizmasının olduğu durumlarda mümkün olabilir. Bu açıdan bakıldığında parlamenter sistemli ülkelerde kurulan tasarruf tipli fonların operasyonel yönetiminde genellikle merkez bankasının tercih edilmesinin nedeninin varlık yönetimindeki güvenilirliği garantilemek olduğu düşünülebilir.

Genellikle doğal kaynak gelirlerinden oluşması ve bazı UVF'lerin (ör. Botswana, Nijerya) aynı anda her iki amaca hizmet etmesi nedeniyle genel özellikleri benzer istikrar ve tasarruf tipli fonlarda diğer bir ortak özellik olarak ortalama şeffaflık düzeylerinin düşük olduğu görülmektedir. Ayrıca, bu iki türde yer alan fonların ait olduğu

ülkelerde genellikle ortalama yolsuzluk oranlarının yüksek olduğu da göze çarpmaktadır. Bu durumun istisnaları Norveç ve Azerbaycan'dır. Bu noktada, yasama, yürütme ve yargı organlarının katı bir şekilde birbirlerinden ayrıldığı ülkelerde yürütme organının kontrolündeki UVF'lerin yasama organı adına denetime tabi tutulmasının şeffaf yönetim için teşvik edici önemli unsurlardan biri olarak karşımıza çıktığı vurgulanmalıdır.

Yaşlı nüfusa sahip ülkeler tarafından oluşturulan emeklilik rezerv tipli fonlara ilişkin bulgular, Avustralya, Yeni Zelanda ve Şili örneklerinin yüksek şeffaflıkla, Rusya örneğinin ise düşük şeffaflıkla yönetildiğini göstermektedir. Söz konusu UVF'lerin şeffaf yönetimini teşvik edecek nedenler incelendiğinde, yolsuzluk algı endeksi düşük olan Avustralya ve Yeni Zelanda'da Anglo-Sakson hukuk sistemi kapsamında uygulanan kamuyu aydınlatma temelli kurumsal yönetim modelinin (Avan, 2017) avantajlarından bahsedilebilir. Fon sahibi ülkenin kuvvetler ayrılığına dayalı yönetildiği Şili örneğinde ise, yürütme kontrolünde olan UVF'nin yasama organı adına denetime tabii tutulmasının fonun şeffaflık düzeyinin yüksek olmasındaki etkili unsur olduğu söylenebilir. Diğer örneklere göre düşük şeffaflığa sahip Rusya örneği için de yolsuzluk algı endeksi yüksek fon sahibi ülkenin yönetim organlarının fon yönetim kurulu ile bir arada çalışmasının fonun şeffaf yönetilmesi hususunda bir engel olduğu düşünülmektedir.

Elde edilen bulgulardan da görüldüğü üzere ülkelerin yönetim biçimine göre yönetim organlarının fon üzerindeki görev ve sorumluluklarının farklılaştığı ve bu nedenle standart bir denetim mekanizmasının da bulunmaması açısından UVF'lerin genellikle sınırlı şeffaflığa sahip kurumlar olduğunu söylemek mümkün görünmektedir. Dolayısıyla, UVF'lerin geliştirilmesine yönelik çalışmalar yürüten kurumlar tarafından, UVF'lerin şeffaf yönetiminde engel olabilecek karmaşık yönetim yapılarına ilişkin standart bir çerçevenin ve aynı zamanda bunun pratikte de uygulanmasını teşvik edecek denetim mekanizmalarının oluşturulması gereklidir.

6. KAYNAKÇA

- Adler, P., Du Gay, P., Morgan, G., & Reed, M. (2014). Introduction: Sociology, social theory and organization studies, continuing entanglements. P. Adler, P. Du Gay, G. Morgan, & M. Reed içinde, *The Oxford handbook of sociology, social theory and organization studies: Contemporary currents* (s. 1-8). UK: Oxford University Press.
- Aggarwal, R., & Goodell, J. (2017). Sovereign wealth fund governance and national cultur. *International Business Review*, 27(1), 78-92. doi:10.1016/j.ibusrev.2017.05.007
- Aguilera, R. V., Capape, J., & Santiso, J. (2016). Sovereign wealth funds: A strategic governance view. *Academy of Management Perspective*, 30(1), 5-23. doi:10.5465/amp.2013.0055
- Ahmadov, I., Kalyuzhnova, Y., Tsani, S., Drobyshevskiy, S. M., & Aslanlı, K. (2011). *Sovereign wealth funds: New challenges for the caspian countries*. Haziran 05, 2020 tarihinde Natural Resource Governance İnstitute: <https://resourcegovernance.org/sites/default/files/SWFs-Caspian-Countries.pdf> adresinden alındı
- Akbulak, B. S. (2008). *Ulusal varlık fonları (sovereign wealth fund): Gelişmeler ve düzenleme çalışmaları*. Temmuz 22, 2021 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu: <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/962> adresinden alındı
- Al-Hassan, A., Papaioannou, M., Skancke, M., & Sung, C. C. (2013). *Sovereign wealth funds: Aspects of governance structures and investment management*. Mayıs 15, 2021 tarihinde International Monetary Fund: [file:///C:/Users/Acer/Downloads/_wp13231%20\(13\).pdf](file:///C:/Users/Acer/Downloads/_wp13231%20(13).pdf) adresinden alındı
- Allen, M., & Caruana, J. (2008). *Sovereign wealth funds - A work agenda*. Mayıs 17, 2021 tarihinde International Monetary Fund: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf> adresinden alındı
- Arslan, S. (2018). Sovereign wealth fund applications in Turkey and the world. *Turkish Studies*, 13(26), 108-124. doi:0.7827/TurkishStudies.14674
- Arslan, S., Berkman, A. N., & Kayıkçıoğlu, T. (2018). Sovereign wealth fund applications in Turkey and the world. *Turkish Studies*, 107-124.
- Augier, M., March, G. J., & Sullivan, B. N. (2005). Notes on the evolution of a research community: Organization studies in anglophone North America, 1945–2000. *Organization Science*, 16(1), 85-95. doi:doi:10.1287/orsc.1040.0108
- Avan, B. (2017). Kurumsal yönetim ve iç kontrol ilişkisi. (Uzmanlık Tezi). Ankara: T.C. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı.
- Aykın, H. (2011). *Ulusal Varlık Fonları: Risk mi fırsat mı?* Nisan 23, 2021 tarihinde Stratejik Düşünce Enstitüsü: <http://www.sde.org.tr/userfiles/file/Refah%20Fonlari%20Analiz.pdf> adresinden alındı
- Bağce, E. H. (2017). Parlamenter ve başkanlık sistemiyle yönetilen ülkelerde gelir dağılımı eşitsizliği ve yoksulluk. *İnsan ve İnsan*, 4(11), 5-39. doi:10.29224/insanveinsan.289189

- Bahoo, S., Alon, I., & Paltrinieria, A. (2019). Sovereign wealth funds: Past, present and future. *International Review of Financial Analysis*, 67. doi:10.1016/j.irfa.2019.101418
- Balding, C. (2008). *A portfolio analysis of sovereign wealth funds*. SSRN Electronic Journal: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1141531 adresinden alındı
- Balin, B. J. (2009). *Sovereign wealth funds: A critical analysis*. Temmuz 22, 2021 tarihinde https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1477725 adresinden alındı
- Bauer, A. (2014). *Managing the public trust: How to make natural resource funds work for citizens*. Haziran 21, 2021 tarihinde Natural Resource Funds: https://resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF_Complete_Report_EN.pdf adresinden alındı
- Bazoobandi, S. (2011). Political economy of the gulf sovereign wealth funds: A case study of Iran, Kuwait, Saudi Arabia and United Arab Emirates. *University of Exeter*.
- Beck, R., & Fidora, M. (2008). *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets*. Temmuz 30, 2021 tarihinde European Central Bank: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf> adresinden alındı
- Bertoni, F., & Lugo, S. (2014). The effect of sovereign wealth funds on the credit risk of their portfolio companies. *Journal of Corporate Finance*, 27, 21-25. doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.04.004
- Bocconi Students Investments Club. (2016). *How sovereign wealth funds drive the market sell-off*. Temmuz 19, 2021 tarihinde Bocconi Students Investments Club: <https://bsic.it/sovereign-wealth-funds-drive-market-sell/> adresinden alındı
- Bortolotti, B., Fotak, V., & Megginson, W. L. (2015). The sovereign wealth fund discount: Evidence from public equity investments. *The Review of Financial Studies*, 28(11), 2993–3035. doi:10.1093/rfs/hhv036
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Grira, J. (2017). Sovereign wealth funds investment effects on target firms' competitors. *Emerging Market Review*, 30, 96-112. doi:10.1016/j.ememar.2016.09.003
- Capape, J., & Blanco, T. G. (2013). More layers than an onion: looking for a definition of sovereign wealth funds. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2391165
- Castelli, M., & Scacciavillani, F. (2015). SWFs and state investments: A preliminary general overview. F. Bassan içinde, *Research handbook on sovereign wealth funds and international investment law* (s. 9-37). Roma: Elgaronline from Edward Elgar Publishing.
- Chen, C. (2009). The theoretical logic of sovereign wealth funds. *Social Science Research Network*. doi:10.2139/ssrn.1420618
- Cohen, B. J. (2009). Sovereign wealth funds and national security: The great tradeoff. *International Affairs*, 85(4), 713-731.
- Daft, R. L., & Armstrong, A. (2015). *Organization theory and design* (Third Canadian b.). Toronto: Nelson.

- Das, U. S., Mazarei, A., & Van Der Hoorn, H. (2010). *Economics of Sovereign Wealth Funds*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Dixon, A. D., & Monk, A. H. (2014). Financializing development: Toward a sympathetic critique of sovereign development funds. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 4(4), 357-371.
- Drezner, D. W. (2008). Sovereign wealth funds and the (in)security of global finance. *Journal of International Affairs*, 62(1), 115-130.
- Fleischer, V. (2008). Should we tax sovereign wealth funds. *The Yale Law Journal Pocket Part*, 118, 93-97.
- Gbadebo-Smith, O. (2021). *The wealth of nations: Investment strategies of sovereign wealth funds*. Ağustos 02, 2021 tarihinde Finance: <https://www.toptal.com/finance/market-research-analysts/sovereign-wealth-funds> adresinden alındı
- Gieve, J. (2009). Sovereign wealth funds and global imbalances. *Revue d'Économie Financière (English ed.)*, 9(1), 163-177.
- Gilson, R. J., & Milhaupt, C. J. (2008). Sovereign wealth funds and corporate governance: A minimalist response to the new mercantilism. *Stanford Law Review*, 60(5), 1345-1369.
- Gomes, T. (2008). *The impact of sovereign wealth funds on international financial stability*. Temmuz 02, 2021 tarihinde Bank of Canada: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/dp08-14.pdf> adresinden alındı
- Griffith-Jones, S., & Ocampo, J. A. (2009). Sovereign wealth funds: A developing country perspective. *Revue d'Économie Financière (English ed.)*, 9(1), 241-254. doi:10.3406/ecofi.2009.5511
- Grothe-Hammer, M., & Kohi, S. (2020). The decline of organizational sociology? An empirical analysis of research trends in leading journals across half a century. *Current Sociology*, 68(4), 419-442. doi:10.1177/0011392120907627
- Haberly, D. (2014). Sovereign wealth funds: Legitimacy, governance, and global power. By Gordon L. Clark, Adam D. Dixon and Ashby H. B. Monk. *Economic Geography*, 90(4), 459-461. doi:10.1515/9781400846511
- Hatch, M. J., & Cunliffe, A. L. (2013). *Organization theory: Modern, symbolic and postmodern perspectives* (Third b.). New York: Oxford University Press.
- IFSWF. (2014). *Santiago Principles: 15 case studies*. Ocak 12, 2021 tarihinde International Forum of Sovereign Wealth Funds: https://www.ifswf.org/sites/default/files/SantiagoP15CaseStudies1_0.pdf adresinden alındı
- IFSWF. (2019a). *IFSWF annual review*. International Forum of Sovereign Wealth Funds: <https://ifswfreview.org/2019/what-sovereign-wealth-fund> adresinden alındı
- IFSWF. (2019b). *About our data*. International Forum of Sovereign Wealth Funds: <https://archive.ifswfreview.org/2019/about-our-data> adresinden alındı
- IFSWF. (2021). *About us*. Nisan 04, 2021 tarihinde International Forum of Sovereign Wealth Funds: <https://www.ifswf.org/about-us> adresinden alındı

- İNSAMER. (2021, 03 29). *Ülke Profilleri*. İHH İnsani ve Sosyal Araştırmalar Merkezi: <https://insamer.com/tr/ulkeprofilleri> adresinden alındı
- Investopedia. (2020). *Sovereign Wealth Fund (SWF)*. Ocak 03, 2021 tarihinde Investopedia: https://www.investopedia.com/terms/s/sovereign_wealth_fund.asp adresinden alındı
- IWG. (2008). *Santiago Principles*. International Forum of Sovereign Wealth Funds: <https://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/santiago-principles> adresinden alındı
- Johan, S., Knill, A., & Mauck, N. (2013). Determinants of sovereign wealth fund investment in private equity vs public equity. *Journal of International Business Studies*, 44(2), 155-172.
- Jory, S., Perry, M. J., & Hemphill, T. A. (2010). The role of sovereign wealth funds in global financial intermediation. *Thunderbird International Business Review*, 52(6), 589-604. doi:10.1002/tie.20381
- Karagöl, E. T., & Koç, Y. E. (2016). *Dünyada ve Türkiye'de varlık fonları*. İstanbul: SETA Vakfı.
- Kavcıoğlu, Ş. (2018). Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 10(18), 87-109. doi:10.14784/marufacd.460664
- Kayıran, M. (2016). Türkiye Varlık Fonu'nun kuruluş amaçları ve yapısı üzerine bir değerlendirme. *Eğitim Bilim ve Toplum Dergisi Cilt*, 55-90.
- Kern, S. (2007). *The rise of state-owned investors: Sovereign wealth funds and public pension funds*. Temmuz 07, 2021 tarihinde Le Blog Boursier: https://leblog-boursier.typepad.com/leblogboursier/files/fonds_dinvestissement_detat.pdf adresinden alındı
- Kotter, J., & Lel, U. (2011). Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 60-381.
- Kunzel, P., Lu, Y., Petrova, I., & Pihlman, J. (2011). *Investment objectives of sovereign wealth funds: A shifting paradigm*. Temmuz 25, 2021 tarihinde International Monetary Fund: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Investment-Objectives-of-Sovereign-Wealth-Funds-A-Shifting-Paradigm-24598> adresinden alındı
- Lorgova, S. (2012). Safe assets: Financial system cornerstone? S. Lorgova, A. Al-Hassan, K. Chikada, M. Fandi, H. Morsy, J. Pihiman, & C. Schmieder içinde, *Global financial stability report* (s. 82-122). International Monetary Fund.
- Lu, Y., Das, U. S., Mulder, C., & Sy, A. N. (2009). *Setting up a sovereign wealth fund: Some policy and operational*. Mayıs 09, 2021 tarihinde International Monetary Fund: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09179.pdf> adresinden alındı
- Makhlouf, H. H. (2010). Sovereign wealth funds. *International Journal of Governmental Financial Management*, 10(1), 35-42.
- Marchick, D. M., & Slaughter, M. J. (2008). *Global FDI policy : correcting a protectionist drift*. New York: Council on Foreign Relations.

- Marie, J., Mazarei, A., & Truman, E. M. (2021). *Sovereign wealth funds are growing more slowly, and governance issues remain*. Mayıs 12, 2021 tarihinde Peterson Institute for International Economics: <https://www.piie.com/publications/policy-briefs/sovereign-wealth-funds-are-growing-more-slowly-and-governance-issues> adresinden alındı
- Matoo, A., & Subramanian, A. (2009). Currency undervaluation and sovereign wealth funds: A new role for the world trade organization. *World Economy*, 38(8), 1135-1164. doi:10.1596/1813-9450-4668
- Maurice, M., Sorge, A., & Warner, M. (1980). Societal Differences in Organizing Manufacturing Units: A Comparison of France, West Germany, and Great Britain. *Perspectives: Comparative Institutionalism*, 1(1), 59-86.
- Meggison, W. L., & Gao, X. (2019). The state of research on sovereign wealth funds. *Global Finance Journal*, 44(1). doi:10.1016/j.gfj.2019.03.003
- Meng, C. (2015). Sovereign wealth fund investments and policy implications: A survey. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 210-229.
- Monitor-FEEM. (2008). *Weathering the storm: Sovereign wealth funds in the global economic crisis of 2008*. Temmuz 26, 2021 tarihinde Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM): https://www.feem.it/m/publications_pages/20091161532464Monitor-FEEM_SWF_AnnualReport2008.pdf adresinden alındı
- Monk, A. (2008). *Is CalPERS a sovereign wealth fund?* Center for Retirement Research: https://crr.bc.edu/wp-content/uploads/2008/12/IB_8-21-508.pdf adresinden alındı
- Monk, A. (2009). Recasting the sovereign wealth fund debate: Trust, legitimacy, and governance. *New Political Economy*, 14(4), 451-468. doi:10.1080/13563460903287280
- NRGI. (2013). *Natural resource funds*. Ocak 12, 2021 tarihinde Natural Resource Governance Institute: <https://resourcegovernance.org/natural-resource-funds#> adresinden alındı
- OECD. (2008). *Sovereign wealth and pension fund issues*. OECD Library: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/sovereign-wealth-and-pension-fund-issues_243287223503 adresinden alındı
- Parry, M. A., & Jan, A. (2019). The rise of sovereign wealth funds: Genesis, gestation and growth. *International Journal of Renewable Energy Research*, 6(1), 1173-1184.
- Preqin. (2018). *Sovereign Wealth Fund review*. Ocak 15, 2021 tarihinde <https://docs.preqin.com/reports/The-2018-Preqin-Sovereign-Wealth-Fund-Review-Sample-Pages.pdf> adresinden alındı
- PWC. (2015). *The taxonomy of sovereign investment funds*. Ocak 21, 2021 tarihinde Price Waterhouse and Coopers: <https://www.pwc.com/gx/en/sovereign-wealth-investment-funds/publications/assets/pwc-the-taxonomy-of-sovereign-investment-funds.pdf> adresinden alındı
- Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations? *International Journal of Central Banking*, 15(4), 52-57.

- Rozanov, A. (2009). *What is "sovereign wealth" anyway? on definitional challenges of dealing with SWFs*. Temmuz 08, 2021 tarihinde [www.astrid-online.it: http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/01_R/01_Rozanov.pdf](http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/01_R/01_Rozanov.pdf) adresinden alındı
- Sargut, A. S., & Özen, Ş. (2007). Örgüt kuramlarına genel bir bakış: Karşılaştırmalı bir çözümleme. A. S. Sargut, & Ş. Özen içinde, *Örgüt Kuramları* (s. 11-34). Ankara: İmge Kitabevi.
- Singh, K. (2008). *Sovereign wealth funds: Some frequently asked questions*. Mart 28, 2021 tarihinde The Corner House: <http://www.thecornerhouse.org.uk/sites/thecornerhouse.org.uk/files/38SWFFAQs.pdf> adresinden alındı
- Song, F., Yu, Z., Zhuang, W., & Lu, A. (2020). The institutional logic of wind energy integration: What can china learn from the united states to reduce wind curtailment? *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 137(110440).
- Sovereign Investment Lab. (2016). *Hunting unicorns: Sovereign wealth fund annual report 2016*. Temmuz 30, 2021 tarihinde International Forum of Sovereign Wealth Funds: https://www.ifswf.org/sites/default/files/report_SIL_2017.pdf adresinden alındı
- Stückelberger, C., Rossouw, D., Geerts, S., Chavaz, P., & Xinwa, N. (2015). *Sovereign wealth funds: An ethical perspective* (Cilt 15). Geneva: Globethics.net.
- Summers, L. (2007, Temmuz 29). *Financial Times*. Temmuz 26, 2021 tarihinde Funds that shake capitalist logic: <https://www.ft.com/content/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac> adresinden alındı
- SWFI. (2021). *What is a Sovereign Wealth fund?* Nisan 02, 2021 tarihinde Sovereign Wealth Fund Institute: <https://www.swfinstitute.org/research/sovereign-wealth-fund> adresinden alındı
- SWFI. (2021a). *Fund rankings*. Mart 10, 2021 tarihinde Sovereign Wealth Fund Institute: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund> adresinden alındı
- SWFI. (2021b). *List of 130 sovereign wealth fund profiles by region*. Mayıs 12, 2021 tarihinde Sovereign Wealth Fund Institute: <https://www.swfinstitute.org/profiles/sovereign-wealth-fund#:~:text=List%20of%20130%20Sovereign%20Wealth%20Fund%20Profiles%20by%20Region%20%2D%20SWFI> adresinden alındı
- SWFI. (2021c). *Linaburg-Maduell Transparency Index*. Mayıs 24, 2021 tarihinde Sovereign Wealth Fund Institute: <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index> adresinden alındı
- Şimşek, O., & Eren, A. A. (2018). The political economy of sovereign wealth funds from a development perspective. A. Cebeci, E. Torres, & G. Beken içinde, *Current debates in economy* (Cilt 18, s. 31-41). London: IJOPEC.
- Şimşek, O., & Konukman, A. (2017). Ulusal varlık fonları ve Türkiye uygulaması. *Çalışma ve Toplum : Ekonomi ve Hukuk Dergisi*, 4(55), 1913-1944.
- Teslik, L. H. (2009). *Sovereign Wealth Funds*. Haziran 27, 2021 tarihinde Council on Foreign Relation: <https://www.cfr.org/background/sovereign-wealth-funds> adresinden alındı

- Truman, E. M. (2007). *Sovereign wealth funds: The need for greater transparency and accountability*. Peterson Institute for International Economics: <https://www.piie.com/publications/policy-briefs/sovereign-wealth-funds-need-greater-transparency-and-accountability> adresinden alındı
- Truman, E. M. (2010). Accountability and transparency: The Sovereign Wealth Fund scoreboard. E. M. Truman içinde, *Sovereign wealth funds: Threat or salvation?* (s. 69-120). Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics.
- Truman, E. M. (2011). *Sovereign wealth funds: Is asia different?* Temmuz 12, 2021 tarihinde Peterson Institute for International Economics: <https://www.piie.com/sites/default/files/publications/wp/wp11-12.pdf> adresinden alındı
- U.S. Department of the Treasury. (2007). *Appendix III: Sovereign Wealth Fund*. Mayıs 15, 2020 tarihinde U.S. Department of the Treasury: https://home.treasury.gov/system/files/206/2007_Appendix-3.pdf adresinden alındı
- United Nations. (2020). *World economic situation and prospects*. Şubat 15, 2021 tarihinde United Nations: https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP2020_FullReport.pdf adresinden alındı
- Watson, J. (2021, Mart 11). *What is a sovereign wealth fund – your ultimate guide to SWFs*. Temmuz 03, 2021 tarihinde Watson Post: <https://www.watsonpost.com/what-is-a-sovereign-wealth-fund/> adresinden alındı
- www.atlasbig.com. (2021). *Ülkelere göre medyan yaş haritası*. Mayıs 27, 2021 tarihinde Atlas Big: <https://www.atlasbig.com/tr/ulkeler-medyan-yas> adresinden alındı
- Yayla, Y. (2019). Ulusal varlık fonları: süreklileşme ve yaygınlaşma. *Fiscaoeconomia*, 3(1), 115-133. doi:10.25295/fsecon.2019.01.004
- Yi-chong, X. (2009). Who's afraid of sovereign wealth funds? *Australian Journal of International Affairs*, 63(1), 1-21. doi:10.1080/10357710802666141
- Yi-chong, X., & Bahgat, G. (2010). *The political economy of sovereign wealth funds*. New York: Palgrave Macmillan.
- Yıldırım, A., & Şimşek, H. (2018). *Sosyal bilimlerde nitel araştırma yöntemleri*. Ankara: Seçkin Yayınları.
- Zengin, B., Koçoğlu, Ş., & Tanrıöven, C. (2020). Dünyada varlık fonları ve Türkiye Varlık Fonunun diğer ülke varlık fonları ile karşılaştırılması. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 12(1), 95-110. doi:10.20491/isarder.2020.830
- Zhezhou, L., Cunjing, L., Guoyiming, Z., & Xiaolong, L. (2021). Comparison of China and India's Planned Economy Development Policies in 1950s-1970s: Institutional logic based on the performance difference of economic reform between China and India. *Revista Argentina de Clínica Psicológica*, 30(2), 783-799.

7. EK

EK-1. Çalışmada incelenen UVF'lere ilişkin temel bilgiler

Sıra No	Fon İsmi	Fon Türü	Kaynak Türü	Ülke	Yıl	Yararlanılan Kaynak	Erişim Tarihi	Açıklama
1	Fundo Soberano de Angola	Kalkınma	Emtia	Angola	2012	fundosoberano.ao	06.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
2	Future Fund	Emeklilik rezerv	Emtia dışı	Avustralya	2006	www.futurefund.gov.au	06.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
3	Western Australian Future Fund	Tasarruf	Emtia	Avustralya	2012	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
4	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	İstikrar / tasarruf	Emtia	Azerbaycan	1999	www.oilfund.az	03.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
5	Bahrain Mumtalakat Holding Company	Kalkınma	Emtia dışı	Bahreyn	2006	mumtalakat.bh	15.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
6	Fondo para la Revolución Industrial Productiva (FINPRO)	Kalkınma	Emtia dışı	Bolivya	2012	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
7	Pula Fund	İstikrar / tasarruf	Emtia	Botsvana	1994	resourcegovernance.org	10.05.2021	Fon hakkında bilgiler NRGİ'nin internet sitesinden elde edilmiştir.
8	Brunei Investment Agency	Tasarruf	Emtia	Bruney	1983	-	-	Fonun yıllık raporlarına erişilemedi
9	Alberta Heritage Savings Trust Fund	Tasarruf	Emtia	Kanada	1976	www.alberta.ca	10.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
10	Economic and Social Stabilization Fund	İstikrar	Emtia	Şili	2006	resourcegovernance.org	14.05.2021	Fon hakkında bilgiler NRGİ'nin internet sitesinden elde edilmiştir.
11	Pension Reserve Fund	Emeklilik rezerv	Emtia	Şili	2006	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
12	China Investment Corporation	Rezerv yatırım	Emtia dışı	Çin	2007	www.china-inv.cn	03.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
13	Fondo de Ahorro y Estabilización (FAE)	İstikrar / tasarruf	Emtia	Kolombiya	2011	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
14	National Investment Fund	Tasarruf	Emtia	Kıbrıs	2019	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
15	Egypt Sovereign Wealth Fund	Kalkınma	Emtia	Mısır	2018	tsfe.com	15.05.2021	Siteye erişim sağlanamadı.
16	BpiFrance	Kalkınma	Emtia Dışı	Fransa	2014	www.bpifrance.com	17.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.

Sıra No	Fon İsmi	Fon Türü	Kaynak Türü	Ülke	Yıl	Yararlanılan Kaynak	Erişim Tarihi	Açıklama
17	Fonds Gabonais d'Investissements Stratégiques	Kalkınma	Emtia	Gabon	2012	www.fgis-gabon.com	12.05.2021	Fonun internet sitesindeki veriler sadece yerel dilde yayınlanmaktadır.
18	Ghana Petroleum Funds	İstikrar / tasarruf	Emtia	Gana	2011	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
19	Natural Resources Fund	İstikrar / tasarruf	Emtia	Guyana	2019	-	10.05.2021	Fon hakkında bilgiler IFSWF'nin internet sitesinden elde edilmiştir.
20	Pemerintah Investasi Indonesia (PIP)	Kalkınma	Emtia dışı	Endonezya	2006	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
21	National Infrastructure Investment Fund	Kalkınma	Emtia dışı	Hindistan	2016	niiindia.in	-	Faaliyet raporuna rastlanmadı.
22	National Development Fund of Iran	Kalkınma	Emtia	İran	2011	en.ndf.ir	18.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
23	Ireland Strategic Investment Fund	Kalkınma	Emtia dışı	İrlanda	2001	isif.ie	27.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
24	CDP Equity	Kalkınma	Emtia dışı	İtalya	2011	en.cdpequity.it	27.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
25	National Investment Corporation of National Bank of Kazakhstan	İstikrar / tasarruf	Emtia	Kazakistan	2000	www.nicnbk.kz	10.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
26	Samruk-Kazyna	Kalkınma	Emtia dışı	Kazakistan	2008	www.samruk-kazyna.kz	18.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
27	Revenue Equalization Reserve Fund	İstikrar	Emtia	Kiribati	1956	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
28	Kuwait Investment Authority	Tasarruf / kalkınma	Emtia	Kuveyt	1953	kia.gov.kw	10.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
29	Libyan Investment Authority	Tasarruf	Emtia	Libya	2006	lia.ly	11.05.2021	Fonun faaliyet raporları sadece yerel dilde yayınlanmakta.
30	Khazanah Nasional BHD	İstikrar / kalkınma	Emtia dışı	Malezya	1992	www.khazanah.com.my	11.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
31	Fondo Mexicano del Petróleo para la Estabilización y el Desarrollo	İstikrar / tasarruf	Emtia	Meksika	2014	www.fmped.org.mx	-	Fonun internet sitesindeki veriler sadece yerel dilde yayınlanmaktadır.
32	Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros	İstikrar	Emtia	Meksika	2000	www.fmped.org.mx	-	Fonun internet sitesindeki veriler sadece yerel dilde yayınlanmaktadır.

Sıra No	Fon İsmi	Fon Türü	Kaynak Türü	Ülke	Yıl	Yararlanılan Kaynak	Erişim Tarihi	Açıklama
33	Future Heritage Fund	Tasarruf	Emtia	Moğolistan	2016	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
34	Fiscal Stabilization Fund	İstikrar	Emtia	Moğolistan	2016	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
35	Ithmar Capital	Kalkınma	Emtia dışı	Fas	2011	-	-	Faaliyet raporuna rastlanmadı.
36	Intergenerational Trust Fund for the People of the Republic of Nauru	Tasarruf	Emtia	Nauru	2015	naurufinance.info	12.05.2021	Fonun 2017 faaliyet raporunda yer alan bilgilerden yararlanılmıştır.
37	New Zealand Superannuation Fund	Emeklilik rezerv	Emtia dışı	Yeni Zelanda	2002	www.nzsuperfund.nz	10.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
38	Nigeria Sovereign Investment Authority	İstikrar / tasarruf / kalkınma	Emtia	Nijerya	2011	nsia.com.ng	10.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
39	Government Pension Fund Global	İstikrar / tasarruf	Emtia	Norveç	1990	www.nbim.no	03.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
40	Oman Investment Fund	Tasarruf / kalkınma	Emtia	Umman	2006	www.oia.gov.om	12.05.2021	Siteye erişim sağlanamadı
41	State General Reserve Fund of the Sultanate of Oman	Kalkınma	Emtia	Umman	1980	www.sgrf.gov.om	12.05.2021	Siteye erişim sağlanamadı.
42	Palestine Investment Fund	Kalkınma	Emtia dışı	Filistin	2003	www.pif.ps	17.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
43	Fondo de Ahorro de Panamá	Tasarruf	Emtia dışı	Panama	2012	www.fondoahorropanama.com	-	Fonun internet sitesindeki veriler sadece yerel dilde yayınlanmaktadır.
44	Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)	İstikrar	Emtia dışı	Peru	1999	www.mef.gob.pe	-	Fonun internet sitesindeki veriler sadece yerel dilde yayınlanmaktadır.
45	Qatar Investment Authority	Tasarruf / kalkınma	Emtia	Katar	2005	www.qia.qa	12.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
46	Russian Direct Investment Fund	Kalkınma	Emtia dışı	Rusya	2012	www.rdif.ru	12.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
47	National Reserve Fund	İstikrar	Emtia	Rusya	2008	resourcegovernance.org	14.05.2021	Fon hakkında bilgiler NRGİ'nin internet sitesinden elde edilmiştir.
48	National Wealth Fund	Emeklilik rezerv	Emtia	Rusya	2008	resourcegovernance.org	18.05.2021	Fon hakkında bilgiler NRGİ'nin internet sitesinden elde edilmiştir.

Sıra No	Fon İsmi	Fon Türü	Kaynak Türü	Ülke	Yıl	Yararlanılan Kaynak	Erişim Tarihi	Açıklama
49	Agaciro Development Fund	Kalkınma	Emtia dışı	Ruanda	2012	www.agaciro.rw	18.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
50	Public Investment Fund	Tasarruf / kalkınma	Emtia	Sudi Arabistan	1975	www.pif.gov.sa	12.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
51	Fonds Souverain d'Investissements Stratégiques (FONSIS)	Kalkınma	Emtia dışı	Senegal	2012	www.fonsis.org	19.05.2021	Fonun faaliyet raporları yerel dilde yayımlanmaktadır.
52	GIC Pte. Limited	Rezerv yatırım	Emtia dışı	Singapur	1981	www.gic.com.sg	18.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
53	Temasek Holdings	Kalkınma	Emtia dışı	Singapur	1974	www.temasek.com	19.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
54	Korea Investment Corporation	Rezerv yatırım	Emtia dışı	Güney Kore	2005	www.kic.kr	16.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
55	Compañía Española de Financiación del Desarrollo	Kalkınma	Emtia dışı	İspanya	1997	www.cofides.es	25.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
56	Petroleum Fund of Timor-Leste	İstikrar / kalkınma	Emtia	Doğu Timor	2005	resourcegovernance.org	14.05.2021	Fon hakkında bilgiler NRGİ'nin internet sitesinden elde edilmiştir.
57	Heritage and Stabilization Fund	İstikrar / tasarruf	Emtia	Trinidad ve Tobago	2000	resourcegovernance.org	13.05.2021	Fon hakkında bilgiler NRGİ'nin internet sitesinden elde edilmiştir.
58	Turkey Wealth Fund	Kalkınma	Emtia dışı	Türkiye	2017	ww.tvf.com	03.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
59	Turkmenistan Stabilization Fund	İstikrar	Emtia	Türkmenistan	2008	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
60	Abu Dhabi Investment Authority	Tasarruf	Emtia	BAE	1976	www.adia.ae	03.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
61	Emirates Investment Authority	Kalkınma	Emtia	BAE	2007	www.eia.gov.ae	10.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
62	Investment Corporation of Dubai	Kalkınma	Emtia dışı	BAE	2006	icd.gov.ae	18.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
63	Mubadala Investment Company	Tasarruf / Kalkınma	Emtia	BAE	2002	www.mubadala.com	12.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
64	Petroleum Investment Fund	İstikrar	Emtia	Uganda	2015	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
65	Alabama Trust Fund	Tasarruf	Emtia	ABD	1985	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı

Sıra No	Fon İsmi	Fon Türü	Kaynak Türü	Ülke	Yıl	Yararlanılan Kaynak	Erişim Tarihi	Açıklama
66	Alaska Permanent Fund	Tasarruf	Emtia	ABD	1976	www.apfc.org	12.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
67	New Mexico State Investment Council	Tasarruf	Emtia	ABD	1957	www.sic.state.nm.us	10.05.2021	Fonun resmi internet sitesindeki bilgilerden yararlanılmıştır.
68	North Dakota Legacy Fund	Tasarruf	Emtia	ABD	2011	-	-	Fon hakkında gerekli bilgi sağlanamadı
69	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	Tasarruf	Emtia	ABD	1974	resourcegovernance.org	12.05.2021	Fon hakkında bilgiler NRGF'nin internet sitesinden elde edilmiştir.
70	State Capital Investment Corp	Kalkınma	Emtia dışı	Vietnam	2006	www.scic.vn	15.05.2021	Fon bilgilerinin kısıtlı olması nedeniyle için yeterli veri sağlanamadı.

Kaynak: (IFSWF, 2019b).