

Erdem KANIŐLI<sup>1</sup> Dođan BOZDOĐAN<sup>2</sup> 

1. Öğr. Gör., GaziosmanpaŐa Üniversitesi Turhal Meslek Yüksekokulu, Tokat

2. Doç. Dr., GaziosmanpaŐa Üniversitesi, İİBF Maliye Bölümü, Tokat

# Türkiye Ulusal Varlık Fonunun Norveç Emeklilik Fonu Çerçevesinde Değerlendirilmesi ve Şeffaflığının Linaburg - Maduell Şeffaflık Endeksi ile Analizi

## Özet

Finansal sistem içerisinde önemli bir yere sahip olan varlık fonu Türkiye’de de kurulmuş ve kuruluşu sonrasında birçok tartışmanın da odak noktası haline gelmiştir. Türkiye’de bir varlık fonu kurulmasına yönelik ilk adımlar, 27.06.2016 tarihinde Bakanlar Kurulu’nca fon kurulmasının kararlaştırılıp TBMM’ye gönderilmesi ile başlamaktadır.

Bu çalışmada, petrol fonu olarak kurulmasına rağmen 2006 yılında yapısal bir değişiklik ile emeklilik rezerv kaynaklarının eklenmesi üzerine petrol temelinde olsa da enerji dışı fona dönüŐtürülen ve 2022 yılı itibarıyla en büyük ulusal varlık fonu olan Norveç Emeklilik Fonu (Government Pension Fund of Norway) çerçevesinde Türkiye Varlık Fonu (TVF) değerlendirilecek ve Linaburg - Maduell Şeffaflık Endeksi ile TVF’nun şeffaflığı irdelenecektir. Nihayetinde TVF’nun etkinliğinin artırılmasına yönelik birtakım önerilerde bulunulacaktır.

**Anahtar Kelimeler:** Ulusal Varlık Fonları, Türkiye Varlık Fonu, Şeffaflık

**JEL Sınıflama Kodları:** G1, G12, G15

## The Evaluation of The Turkish National Wealth Fund Within The Framework of The Norway Pension Fund And Analysis of The Transparency With The Linaburg - Maduell Transparency Index

### Abstract

The wealth fund, which has an important place in the financial system, was also established in Turkey and has become the focus of many discussions after its establishment. The first steps towards the establishment of a wealth fund in Turkey begin with the decision to establish a fund by the Council of Ministers on 27.06.2016 and sending it to the Grand National Assembly of Turkey.

In this study, although it was established as an oil fund, in 2006, with a structural change and the addition of pension reserve resources, it was transformed into a non-energy fund, albeit based on oil, and as of 2022, within the framework of the Norwegian Pension Fund (Government Pension Fund of Norway), which is the largest national wealth fund. Fund (TVF) will be evaluated and the transparency of the Linaburg - Maduell Transparency Index and TVF will be examined. Finally, some suggestions will be made to increase the effectiveness of TWF.

**Keywords:** National Wealth Funds, Turkey Wealth Fund, Transparency.

**JEL Codes:** G1, G12, G15

## 1. Giriş

Varlık fonları, etkin kullanıldığında piyasaya özellikle istikrar sağlayıcı ve olası krizlere karşı bir güvenlik aracı olarak fayda sağlamaktadır. Ayrıca varlık fonları gelecek nesillere refah aktarma konusunda da etkili bir araçtır. Fona dahil edilen varlıklar ve fonu oluşturan kaynakların uzun vadeli yatırımlara dönüştürülmesi birçok alanda finansman ihtiyacını da karşılamaktadır. Yaşlanan nüfusa sahip ülkeler için yükselen sosyal güvenlik harcamalarından, büyük projelerin maliyetlerini karşılamaya, gelişen sermaye piyasalarının desteklenmesinden, rekabet üstünlüğü sağlanması gereklilik haline gelen stratejik sektörlerin güçlendirilmesine kadar birçok alanda ihtiyaç duyulan kaynağı ve teminatı sağlayan bir araçtır. Bu kapsamda devletler için güvenilir bir iç borçlanma mekanizması olarak da kullanılmaktadır.

Yatırımların fon sahibi ülkelerin dışında değerlendiriliyor olması egemenlik ve risk açılarından olumsuz olarak görülüyor ise de bu riske dair kanıtlanmış bir durum söz konusu değildir. Yine benzer bir yanığı fonların sadece rezerv fazlası bulunan ülkelerce kullanıldığıdır. Varlık fonları rezerv fazlası olan ülkelerce tercih ediliyor olmakla birlikte uzun vadeli finansman ve yatırım ihtiyacı bulunan ülkeler tarafından bütçe açığı ve/veya cari açıkları olsa dahi kullanılmaktadır.

Ulusal varlık fonları küreselleşmenin yönünü değiştiren bir gerçekliktir. Bu gerçeklikte dünya çapında en dikkat çekici fon Norveç Emeklilik Fonudur. Bu fon 2022 yılı itibariyle 1.4 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. Dünya uygulamalarında en iyi örnek olarak adlandırılan bu fonun yapısının irdelenmesi önem arz etmektedir.

Türkiye'nin bulunduğu konum ve bölgedeki stratejik önemi göz önüne alındığında varlık fonu gibi fonksiyonel bir ekonomik mekanizmanın oluşturulması kaçınılmaz olmuştur. Bu kapsamda 26 Ağustos 2016 tarih ve 29813 sayılı Resmi Gazetede TVF A.Ş.'nin kurulmasına ilişkin kanun yayımlanmıştır. Fonun öncelikle kamu kaynaklarından faydalanılması suretiyle temeli

oluşturulmuştur. Kurulduğu dönemden bu yana önemli bir ivme kazanan TVF bugün itibariyle 2.2 trilyon TL'lik bir bilanço büyüklüğüne ulaşmıştır. Bazı eksiklikler hala bulunmaktadır.

Çalışmada öncelikle ulusal varlık fonlarından ve bu fonların amaçlarından bahsedilecektir. Fonların şeffaflığının önemi vurgulanacak ve Linaburg-Maduell şeffaflık endeksi açıklanacaktır. Sonrasında başarılı uygulama örneği olarak Norveç Emeklilik Fonu detaylandırılacak ve TVF ile karşılaştırılacaktır. Nihayetinde TVF'nin şeffaflık düzeyi Linaburg-Maduell şeffaflık endeksi ile ortaya konularak varsa eksikliklerin neler olduğu tespit edilerek Norveç Emeklilik Fonunun güçlü yanları ile birleştirilerek birtakım önerilerde bulunulacaktır.

## 2. Literatür

Bahgat (2008) yaptığı çalışmada varlık fonlarının özellikle tehlike ve fırsatlarını ortaya koymuştur. Yabancı yatırımın ulusal güvenlik için bir tehdit olduğu görüşünün bir hata olabileceği ve varlıkların, portföylerin, yönetim prosedürleri ve yatırım hedefleri ile ilgili bilgilerin gönüllü olarak şeffaflığının arttırmanın fonların çıkarına olacağı sonucuna varmıştır. Ayrıca Asya ülkeleri ve petrol ihracatçıları Birleşik Devletler ve Avrupa pazarlarına yatırım yapması ile tüm taraflar için küresel ekonomik refah ve siyasi istikrarın kazanımların doğru orantılı olacağına dair önerilerde bulunmuştur.

Akbulak ve Akbulak'ın (2008) ulusal varlık fonlarına dair çalışmasında ise dünyanın en büyük fonlarının yatırım tercihleri ele alınmış ve ülkemiz açısından bu ülkelerin başarılı olmalarını sağlayan farklı uygulamaların örnek alınmasının ve tercihler yapılırken ulusal güvenlik ile ilgili sektörlere dikkat edilmesinin önemine dikkat çekmişlerdir.

Hacıhasanoğlu ve Soyaş (2010) finansal mimaride fonların rolünü farklı açılardan incelemişlerdir. Ulusal varlık fonlarının aktiflerindeki artışları doğrultusunda çeşitlendirme amacıyla alternatif ülkelerin para birimlerine ve ekonomilerine yöneleceği ve Türkiye'nin fonlara ilişkin kriterlere uygunluğu göz önüne alınca kaynak akışı

açısından ciddi bir potansiyeli olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca ulusal varlık fonlarının doğru ve iyi analiz edilip, uygunluğun tespit edilmesi halinde gereken düzenlemelerin yapılmasına ihtiyaç bulunduğu bahsetmişlerdir (Hacıhasanoğlu & Soytaş, 2010).

Truman 2007 yılından bu yana yapmış olduğu farklı çalışmalarda fonların özelliklerini ortaya koyarken şeffaflık ve hesap verebilirlik konusunda kendi adıyla anılan derecelendirme yöntemine dair uygulamaları konu almıştır. Ayrıca, Truman (2007) fonların dünya ekonomisi üzerinde giderek artan bir etkiye sahip olduğunu belirterek, şeffaflık ve hesap verebilirlik konularına daha fazla dikkat etmeleri gerektiğini vurgulamakta, özellikle şeffaflık ve muhasebe standartlarına uyumun şeffaflık için önemli olduğunu belirtmektedir.

Yalçiner ve Sürekli (2015) tarafından yapılan çalışmada ise varlık fonları detaylı bir şekilde incelenerek Türkiye’de varlık fonu kurulmasının gerekliliği ve kurulacak fonun yapısına dair öneriler getirilmiştir. Çalışmada, fona sahip olmanın Türk ekonomisine katkılarının yanında önemli bir enstrüman olacağı ve ülkenin uluslararası piyasalarda etkin olmasını sağlayacağı sonucuna varılmıştır.

Ang, Brandt, ve Denison (2014) tarafından yapılan çalışma Norveç Emeklilik Fonu – Global ile ilgili bir genel bilgi derlemesi özelliği taşıırken aynı çalışma fonun aktif yönetimi ile ilgili; risk önlemleri ve risk bütçeleri, raporlama gereksinimleri ve diğer fonların karşılaştırılabilir stratejilerinin kıyaslanmasına ilişkin bilgiler içermektedir.

Ulusal varlık fonları ile ilgili kapsamlı çalışmalardan bir diğerinde, fonların yatırım portföylerinin giderek çevre ve sosyal faktörlere yönelik sürdürülebilirlik kriterlerini içerecek şekilde genişlemekte olduğu ve sürdürülebilirliğin teşvik edilmesine yardımcı olabileceği belirtilmektedir. Çalışmada sürdürülebilirlik kriterleri açıklanarak uygulama dereceleri karşılaştırılmaktadır. Bu amaçla, yazarlar 33 ülkeden 64 fonu incelemiş ve her bir fonun sürdürülebilirlik kriterlerini açıklama ve

uygulama düzeylerini 10 farklı kriter üzerinden değerlendirmişlerdir. Fonların sürdürülebilirlik kriterlerini açıklama ve uygulama konusunda daha fazla şeffaflık ve standardizasyon ihtiyacı olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Wurster & Schlosser, 2021, s. 17-21).

Masimov ve Turhan (2022) ise çalışmalarında, farklı ülkelerdeki ulusal varlık fonlarını inceleyerek, fonların nasıl işlediği, amaçları, hedefleri ve yatırım stratejileri gibi konuları ele almışlardır. Fonların doğru bir şekilde yönetilmesinin ekonomik kalkınma ve sosyal refah için büyük bir potansiyele sahip olduğu sonucuna varmışlardır.

Şeffaflığı konu alan bir diğer çalışmada ise Bahoo ve arkadaşları; gelecekte, fonların yatırım faaliyetlerinde artan şeffaflık ve hesap verebilirliğin daha da önemli hale geleceğini ve fonları siyasi amaçlarla kullanılmaktan kaçınmanın ve yatırımcıların güvenini sağlamak için daha şeffaf ve açık bir şekilde yönetilmeleri gerektiğini belirtmektedirler (Bahoo, Alon, & Paltrinieri, 2020, s. 13-15). Bahoo ve arkadaşlarının bir diğer çalışmasında ise İslami Varlık Fonları ele alınmıştır. Çalışma İslami fonların kuruluşu, yönetimi ve faaliyetleriyle ilgili görüşler sunmaktadır. İslami fonların, İslami yatırım esaslarına uygun bir şekilde yatırım yapmayı ve sosyal sorumluluk ilkelerini uyumu da gözetmekte oldukları sonucuna ulaşmışlardır (Bahoo, Hassan, Paltrinieri, & Khan, 2019).

Kotter ve Lel (2011) ise çalışmalarında, varlık fonlarının yatırım stratejilerini, bunların hedef firma değerlemesi üzerindeki etkilerini ve bunların fon şeffaflığı ile nasıl ilişkili olduğunu incelemişlerdir. Fonların finansal zorluklarla karşılaşan büyük ve düşük performanslı firmaları tercih ettiğini ve yatırımların, kısa vadede firmaların hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu belirlemişlerdir. Ancak uzun vadede firma performansı ve yönetimi üzerinde önemli bir etki belirlenmemiştir. Şeffaflık ise yatırım faaliyetlerini ve faaliyetlerin hedef firma değeri üzerindeki etkilerini olumlu etkilemekte olduğu sonucuna varılmıştır (Kotter & Lel, 2011, s. 360).

Şeffaflık başlığını içeren bir diğer çalışma Bernstein ve arkadaşları tarafından yapılmıştır. Çalışmada, fonların yatırım stratejileri ve kararları hakkında daha fazla şeffaflık sağlanması gerektiğine ve faaliyetlerine yönelik artan kamuoyu baskısına değinilmiştir. Çalışmaya göre fonların daha fazla şeffaflık sağlamaları, hem yatırım kararlarının uygunluğunu kontrol etmek hem de politik baskıyı önlemek için önemlidir. Yazarlar ayrıca, Sovereign Wealth Funds<sup>1</sup> (SWF) yatırım süreçlerinin açık bir şekilde tanımlanması, etik standartlarının ve denetim mekanizmalarının daha da güçlendirilmesi gerektiğini vurgulamaktadırlar. Bu şekilde, SWF'lerin faaliyetleri daha şeffaf ve hesap verebilir hale gelebilir ve küresel finansal sistemdeki rolü daha etkili bir şekilde değerlendirilebilir. (Bernstein, Lerner, & Schoar, 2013, s. 235-238)

### 3. Ulusal Varlık (Refah) Fonları

Ulusal varlık fonu (UVF) olarak dilimize geçen “Sovereign Wealth Fund” (SWF) kavramı, ülke gündemine yeni girmiş olsa da ortaya çıkışı 1900’lü yılların ortalarına rastlamaktadır. Cari işlemler dengesi fazla kalanı vermekte olan ülkelerin yabancı para rezervlerindeki yükselmenin yarattığı rezerv birikimini değerlendirme arayışından oluşan bir kavram olup, kısa bir anlatımla, bir havuz oluşturan bahse konu rezervlerle finanse edilen devlet yönetim ve denetimindeki yatırım kurumları olarak tanımlanmaktadır. Kavrama dair ortak bir tanım bulunmasa da birkaç farklı kurum tarafından yapılan ve kavramın daha çok amacını ve gelişim süreci belirten çalışmalar yer almaktadır.

#### 3.1. Ulusal Varlık Fonu Tanımları

Uluslararası Ulusal Varlık Fonları Forumu “International Forum of Sovereign Wealth Funds” (IFSWF), Ulusal Varlık Fonlarını; “devlete ait özel amaçlı yatırım fonu veya düzenlemesi” olarak tanımlamaktadır. Devlet tarafından makroekonomik amaçlarla düzenlenen Ulusal Varlık Fonları mali hedefleri gerçekleştirmek için finansal varlıkları elinde tutar, yönetir veya işletir ve yabancı finansal

varlıklara yatırım da dâhil bir dizi yatırım stratejisi kullanır (IFSWF, 2008, s. 3).

Uluslararası Para Fonu “International Monetary Fund” (IMF) ise aynı tanımı benimserken Ulusal Varlık Fonlarının kamu mülkiyeti ile oluşturulmaları ve devletlerin özel amaçları için kullanılmasını ortak noktalar olarak işaret etmiştir (Das, Lu, Mulder, & Sy, 2009, s. 5).

Ulusal Yatırımlar Laboratuvarı “Sovereign Investment Lab” (SIL) tarafından hazırlanan raporda Ulusal Varlık Fonları aşağıdakilerden oluşan bir yatırım aracı olarak tanımlanmıştır (Bortolotti, 2015, s. 9).

- Doğrudan bir hükümet tarafından sahip olunan
- Diğer devlet finans ve politik kurumlarından bağımsız olarak yönetilen
- Doğrudan emeklilik yükümlülüğü bulunmayan
- Ticari getiri arayışı ile çeşitli finansal varlık türlerine yatırım yapan
- Kamuya bildirilen yatırımlarının önemli kısmını uluslararası düzeyde yapan.

Ulusal Varlık Fonları, yaygın olarak ödemeler dengesi fazlaları, resmi döviz işlemleri, özelleştirme gelirleri, devletlerin transfer ödemeleri, finansal fazlalar ve/veya kaynak ihracatından kaynaklanan gelirlerden kurulan devlete bağlı bir yatırım fonlarıdır. Ulusal Varlık Fonu kapsamına; karşılıklar, geleneksel ödemeler dengesi veya para politikası amaçları için tutulan döviz varlıkları, geleneksel anlamda devlete bağlı işletmeler, devlet çalışanlarının emeklilik fonları veya kişilerin menfaati için idare edilen varlıklar girmemektedir (SWFI, 2023).

Ulusal Varlık Fonları çoğunlukla yer altı kaynakları bakımından zengin ve net ihracatçı pozisyonunda olan devletlerce tercih edilse de fonunun oluşturulması için bu bir ön şart değildir. Ülke dışından sağlanacak uzun vadeli fonlar kullanılarak yine uzun vadeli yurtdışı yatırımların yapılmasının sağlanması ile cari işlemler dengesi ile bağlı olmaksızın da oldukça büyük ölçeğe sahip ulusal

1 Ulusal varlık fonları.

varlık fonları kurulabilmektedir (Gürcan, 2017, s. 2). Yalçiner ve Sürekli (2015) tarafından Avrupa Merkez Bankası'nın ulusal varlık fonlarına ilişkin çalışmasından derlendiği üzere fonların ortak yönleri dört ana başlık altında toplanmaktadır. Bunlar sırasıyla (Beck & Fidora, 2008);

- Devlet sahipliği ve denetimi,
- Aktiflerinde yer alan varlıklarına karşılık sorumluluklarının olmaması, olanlarında çok düşük düzeyde bulunması sebebiyle risk toleransının yüksek olması,
- Yatırım hedeflerinin ve uygulanan politikaların ulusal döviz rezervleri ile farklılıklar göstermesi,
- Yönetiminde bulunan sermayenin neredeyse tümünün ya da önemli bir miktarının yabancı ülkelere ait varlıklarda değerlendirilmesidir.
- Köklü kurumsal yatırımcılar olan Ulusal Varlık Fonları, uzun vadeli ve sınır ötesi yatırımlar yapmaktadır. Yatırımları, sermayeyi ihraç eden ve alan ülkelerde büyüme, refah ve ekonomik kalkınmayı teşvik etmeye yardımcı olmaktadır. Ulusal Varlık Fonları kendi ülkelerinde, kamu maliyesinin yönetimini geliştirmeye, makroekonomik istikrarın sağlanmasına ve yüksek kalitede büyümenin desteklenmesine yardımcı olmak için merkezi önem taşıyan kurumlardır. Ayrıca yatırımlarındaki uzun vadeli bakış açısı ve iş döngüsü kurma becerileri, özellikle finansal kargaşa ve makroekonomik stres dönemlerinde son derece yararlı olabilecek önemli finansal çeşitlilik sağlamaktadır (IFSWF, 2008, s. 3).

Ulusal Varlık Fonlarının politikaları, uğruna kuruldukları makro mali hedeflere bağlı olarak çeşitlilik göstermektedir. Organizasyon yapısının, sorumlulukların ve otoritenin net bir şekilde ayrılması gerekir. Bu nedenle, iyi tanımlanmış bir yapı, Ulusal Varlık Fonları yönetim faaliyetlerinin bütünlüğünü ve etkili bir şekilde kontrol edilmesini sağlayarak riskleri sınırlayan bir karar düzeneği oluştururlar (Al-Hassan, Papaioannou, Skancke, & Sung, 2013, s. 4).

Ulusal Varlık Fonlarının hukuki boyutu üç şekilde belirlenmektedir. İlk türü, belirli bir kurucu yasayla, faaliyet ve yönetim için tam kapasiteye sahip ayrı bir yasal kimlik olarak kurulmuştur. Diğer kategori, devlete ait bir şirket biçimindedir. Bu şirketler genellikle genel şirket kanunlarına tabi olsa da, diğer Ulusal Varlık Fonlarına özgü yasalar da uygulanabilir. Son ayırım ise ayrı bir yasal kimlik olmaksızın varlık havuzundan oluşmaktadır. Varlık havuzu, hükümete veya merkez bankasına aittir. Bu durumlarda, mevzuat, varlık havuzunu düzenleyen belirli kurallar düzenler (IFSWF, 2008, s. 11).

Ulusal Varlık Fonlarının büyük ölçüde finansal piyasaların büyük şirketleri olduğu kanıtlanmış, ortakları da hisseleri çerçevesinde şekillenmiştir (Rose, 2015, s. 50). Bu fonları genel olarak diğer kolektif yatırımlardan farklı kılan özellik, aöz konusu bu fonlara kaynak sağlayan ilgili devlet tarafından yönetilmesi ve denetlenmesidir (Akbulak & Akbulak, 2008, s. 238). (Akbulak ve Akbulak, 2008:238).

### 3.2. Fonların Amaçları

“Ulusal Varlık Fonu” terimi, bütçe fazlasından finanse edilen ve devlete ait herhangi bir yatırım aracı için paralel olarak kullanılmaya başlanmış olsa da gerçekte “ulusal varlık” kavramı, farklı ülkelerin yapısal ve makroekonomik ihtiyaçlarını yansıtan farklı özelliklere sahip, heterojen bir fon grubudur. Örneğin, Şili, Moğolistan veya Cezayir gibi kaynak temelli ekonomiler, altındaki metanın aşırı oynaklığına karşı para birimlerini ve bütçelerini korumak için istikrar fonları kurmayı tercih etmektedir. Hindistan ya da Suudi Arabistan gibi ülkeler, gelir akışlarının ve yapısal açıkların oynaklığı nedeniyle döviz rezervlerini yüksek seviyelerde tutma eğilimindedir. Japonlar, yaşlanmaya bağlı olarak varlıklarının büyük bir kısmını emeklilik fonlarında muhafaza ederler. Basra Körfezi ya da Norveç'teki petrol zengini ülkeler, petrol rezervleri tükenince gelecek nesiller için yurt dışına petrol geliri fazlalarını yatırmaktadır. Son olarak, özelleştirmelerden sağlanan kazanç geliri veya uzun vadeli yatırımları artırma ve ekonomik büyümeyi teşvik etme ihtiyacı, İrlanda, Kazakistan veya Fas'ta faaliyet gösteren, ulusal ekonomi

için stratejik sayılan şirketlerde görülmektedir (Bortolotti, 2015, s. 7).

Ulusal Varlık Fonları yaygın olarak ödemeler dengesi dışındaki fazlalıklar, resmi yabancı para işlemleri, özelleştirme gelirleri, mali fazlalıklar ve/veya emtia ihracatından kaynaklanan kazançlar ile kurulur (Das, Lu, Mulder, & Sy, 2009, s. 5). Bazı emtia ihracatı temelli fonlar, ülkelerin döviz gelirlerinin bir bölümünü idare etmek amacıyla onlarca yıldır kullanılıyor olsa da mali fazlalıklar ve birikmiş döviz rezervleri kullanılarak da Ulusal Varlık Fonları kurulmaktadır. Henüz ne zaman bir Ulusal Varlık Fonu kurulur? sorusuna cevap verecek bir teorik model bulunmamaktadır. Yatırım kuruluşları olarak iyi niyetle çalışan, ekonomik ve finansal risk ve getiri ile ilgili hususlara dayanarak yatırım yapan Ulusal Varlık Fonları ülkelerindeki ve yatırım yaptıkları ülkelerdeki geçerli düzenleyici ve açıklama şartlarına uymaktadırlar (IFSWF, 2008, s. 6).

Ulusal varlık fonlarının sahip olduğu varlıklar ve bu varlıklara ilişkin gelirler ülkelerin özellikle maliye politikaları ve ödemeler dengesi üzerinde pozitif etkiler yaratmaktadır. Mali hedeflere ulaşmak için kurucu devletlerin para politikası ve maliye politikası uygulayıcılarına destek sağlamaktadırlar. Mali sisteme doğru ve uygun şekilde entegre edilmesi durumunda varlık fonları, talep fazlalığına sebep olması muhtemel gelirlerden kaynak oluşturup talep kontrolüne ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesine destek olabilirler. Bunlara ek olarak bu kaynaklar nüfusun yaşlanması durumunda mevcutta sahip olunan zenginliğin gelecek nesillere aktarılması ile tasarrufların ülkenin kalkınması için ihtiyaç duyulan yatırımlara aktarılmasına da olanak sağlamaktadır (Yalçiner & Sürekli, 2015, s. 4).

Bu fonların ortak noktası kamu mülkiyetinde olmaları ve makroekonomik bir amaca uygun olarak kurulmalarıdır (Das, Lu, Mulder, & Sy, 2009, s. 9), değişen ve temposu yükselen günümüz finansal piyasalarında bu fonlar yalnızca mevcut varlıkların istikrarını sağlamakla kalmamakta yeni yatırım (borçlanma) stratejileri için de kaldıraç etkisi oluşturmaktadırlar (Johnson, 2007, s. 1).

Bu bağlamda ulusal varlık fonlarının esas amacı; bütçe gelirleri, döviz rezerv fazlalıkları, belirli dışsıtım gelirleri ve ülke içi tasarruflardan pay ayrılarak, ekonomik krizlerin etkisini azaltmak, büyümeye destek olmak ve gelecek kuşaklar için birikim sağlamaktır (Gürcan, 2017, s. 3). Her ulusal varlık fonunun kuruluş doğasında kendine özgü bir amaç vardır. Tüm fonların kendi hedefleri olsa da (SWFI, 2023) varlık fonlarının yaygın hedefleri şu şekilde listelenebilir (Gürcan, 2017, s. 4).

- Ekonomi ve bütçeyi ihracat geliri hareketlerinden koruyarak istikrar sağlamak
- Yenilenemeyen ticari mal ihracatlarına karşı çeşitlendirme sağlamak
- Döviz rezervlerine göre yüksek getiri elde etmek
- Para otoritelerini, istenmeyen likidite harcamalarına karşı güçlendirmek
- Gelecek nesiller için birikim sağlamak
- Sosyal refah ve ekonomik kalkınma için finansman kaynağı oluşturmak
- Hedef piyasalar için uzun vadeli ve sürdürülebilir sermaye artışı sağlamak
- Politik hedeflere ulaşmak için kullanılacak stratejiler oluşturmak

Ayrıca varlıkların fonlara tahsis edilmesi ile kamu maliyesinde kamu denetiminin artırılması hükümet açısından şeffaflığı ve hesap verebilirliği sağlamaya yardımcı olabilir. Kurumun yapısına ve fonun yerine getirmek zorunda olduğu raporlama gerekliliklerine bağlı olarak, ulusal varlıkları ayrı bir kurum aracılığıyla yönetmek, teorik olarak, daha şeffaf bir ulusal varlık yönetimine katkıda bulunabilir (Kern, 2007, s. 5).

### 3.3. Fonların Gelişim Süreci ve Dünyadan Bazı Fon Uygulamaları

Ulusal Varlık Fonlarının ilk ortaya çıkışı ABD'nin Teksas Eyaletinin 1854'te kurduğu okul fonu (Permanent School Fund) ve 1876'da kurduğu



üniversite fonuna (Permanent University Fund) kadar dayandırılrsa da bugünkü anlamda ilk fonun Kuveyt'in 1953 yılında kurduğu fon olduğu kabul edilmektedir (Kayıran, 2016, s. 59). Başlangıçta zengin yeraltı kaynaklarına sahip ülkelerin bu kaynakların ihracatından elde ettikleri gelirleri/döviz fazlasını değerlendirerek cari dengeyi sağlamak için kurulan UVF'lerin sayısı ve büyüklükleri zaman içerisinde artarak önemli bir büyüklüğe erişmiştir.

Ulusal varlık fonlarının asıl yaygınlık kazanması 2000'li yıllara tekabül etmektedir. Günümüzdeki büyük 71 fon esas alındığında, fonların %35'inin 2000 yılından önceki dönemde kurulduğu, 2000-2012 yılları arasında kurulan fonların oranının ise %65'e denk geldiği görülmektedir (Aykın, 2017 , s. 4).

Günümüzde anlaşıldığı anlamda ulusal varlık fonlarının ilk örneklerini en önemli petrol zengini devletlerden olan Suudi Arabistan da 1952 ve Kuveyt de 1953 yıllarında oluşturulan "Saudi Arabian Monetary Agency" ve "Kuveyt Investment Authority" adı verilen yapılar tarafından yönetilen fonlar teşkil etmektedir. Ayrıca Norveç, Kuveyt, Rusya, Katar gibi devletlerin fonları petrol; Şili, Botsvana, Kiribati gibi ülkelerin fonları bakır, elmas, fosfat gibi başka doğal kaynak gelirlerine dayanmaktadır. Türkiye'nin fon kaynağı ise fona ortak olan özellikle enerji ve hizmet sektörü şirketlerinin gelirleridir. Fransa, Avustralya, Yeni Zelanda gibi ülkelerin fonları sosyal güvenlik primlerine dayalıyken Singapur, Kore, Çin gibi ülkelerin fonları ise genellikle özelleştirme, tasarruf politikaları ve ihracat kaynaklı cari işlemler fazlası ve döviz rezervlerine dayalıdır (Akbulak & Akbulak, 2008, s. 240). Ocak 2023 tarihi itibarıyla dünya çapında 148 adet varlık fonu bulunmaktadır (SWFI, 2023).

### 3.4. Fonların Türleri

Ulusal varlık fonlarının menşei emtia ve emtia dışı yükümlülükler olarak ikiye ayrılmaktadır. Emtia kökenli olanlar, hükümet tarafından vergilendirilen veya mülkiyetindeki emtiayı konu alan fonlar iken emtia dışı varlıkları konu alanlar genellikle resmi döviz rezervlerinden varlık transferleriyle oluşturulur.

Emtia gelirlerine dayanan ulusal varlık fonları başta petrol ve doğalgaz gibi birincil enerji kaynaklarının ihracat gelirlerinin bir bölümünün bir havuzda toplanmasıyla oluşturulmaktadır (Yalçiner & Sürekli, 2015, s. 3). Ulusal varlık fonlarının sahip oldukları yatırım araçları dört başlıkta toplanmaktadır. Bunlardan ilki fonun tamamını kapsayan yani fonun kendisini oluşturan "ulusal varlık fonları", ikincisi halkın sosyal güvenlik ödemeleri gibi unsurları içeren "kamu emeklilik fonları"dır. Ayrıca fonlara esneklik sağlayabilmesi adına kullanılan ve doğrudan ulusal bir servet fonunun kontrolü altında olan "devlete ait işletmeler" ve fon tarafından kurulan "ulusal varlık teşebbüsleri" ise diğer araçlardır (SWFI, 2023).

Ulusal Varlık Fonları, genellikle belirtilen politika hedeflerine ve bunun sonucunda varlık dağılımına dayalı olarak ayırt edilmektedir. IMF'ye ve Santiago İlkeleri taksonomisine dayanan çoklu hedeflere sahip birçok fon var olsa da fonları beş başlıkta tasnif etmek mümkündür (Al-Hassan, Papaioannou, Skancke, & Sung, 2013, s. 3).

**Tasarruf veya Gelecek Nesil Fonları;** yıllık devlet bütçesi sürecinin dışında faaliyet gösteren bütçe dışı fonlardır. Genellikle makroekonomik bir hedefe ulaşmak için oluşturulmaktadır (Bauer, 2015).

**İstikrar Fonları;** bu fonlar öncelikle ihracat kazançlarındaki dalgalanmaların yerel ekonomik ve mali etkilerinin arındırılması da dâhil olmak üzere orta vadeli makroekonomik istikrar hedeflerine ulaşmak için tasarlanmıştır (Truman, 2007, s. 4).

**Emeklilik Rezerv Fonları;** özel veya kamu sektöründe bulunan emeklilik fonlarından veya firmalar tarafından sağlanan varlıkların özel portföylerini yöneten yatırımlardır (Truman, 2007, s. 8). Amacı, devlet bütçesinde, beklenmedik dönemde ve belirsiz boyutta oluşabilecek emekliliklerden kaynaklanabilecek ödeme yüklerine karşı ihtiyati rezerv kaynak oluşturmaktır (Akbulak & Akbulak, 2008, s. 239).

**Rezerv Yatırım Fonları;** Yedeklerin ve elde tutulan karşılıkların, rezervleri taşımanın olumsuz maliyetini

azaltmak veya daha yüksek getirili yatırım politikaları izlemek için ayrı bir tüzel kişilik olarak kurulan araçlardır (Mezzacapo, 2009, s. 13).

**Stratejik Kalkınma Fonları;** devletin stratejik sektör ve faaliyetler için kullandığı kaynaklara dair oluşturulan fonlardır. Bu fonların amacı, ülkenin büyümesine katkı sağlayacak sosyoekonomik projelerin ve sanayileşme politikalarının finansmanıdır (Akbulak & Akbulak, 2008, s. 239).

### 3.5. Fonlarda Şeffaflık

Piyasa koşullarına uygun, etkin bir politika rejiminin sağlanabilmesi fonların taşıması gereken özelliklerden biri şeffaflıktır. Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından tanımlanan bir dizi “en iyi uygulama ölçütü”nün arasında uluslararası kabul görmüş bir davranış kuralına dayanarak özellikle “ulusal varlık fonlarının sağlayacakları daha yüksek şeffaflık” kavramının altı çizilmektedir. Şeffaflık ile küresel finansal piyasalarda istikrar güçlendirilebilmektedir. Ayrıca ekonomideki olası bulaşıcı etkilerin önlenmesi için, şeffaflığın; fonların boyutu, geniş yönetim stratejisi ve yatırım hedefleri hakkında en azından zamanında bilgi içermesi gerekliliği savunulmaktadır (Kern, 2007, s. 2).

Ulusal varlık fonlarının bulunduğu ülkedeki vatandaşların yanı sıra, yatırım yaptığı ülkelerin vatandaşları ve hükümetlerine ve mali piyasadaki katılımcılara hesap verebilir olması, en iyi fon uygulamalarının ana motivasyon amacı olmalıdır. Fonun yapısı ve işlemleri ile ilgili şeffaflık, bu anlamda en iyi araçtır (Truman, 2009, s. 429). Özellikle düzenli raporlama şeffaflığın özünü oluşturur ve şeffaflık ise hesap verebilirliğin temelidir (Truman, 2007, s. 7). Ulusal varlık fonlarının kurumsal yapısı, yönettikleri fon büyüklüğü, tercih ettikleri yatırım alanları, işletme satın almaları, temel yatırım politikaları gibi konulardaki şeffaflık seviyesi benzer yapıdaki diğer uluslararası finansal oluşumlara göre zayıftır. Bu sebeple izlenmeleri ve denetimleri ile ilgili zorluklar bulunmaktadır. Piyasa işleyişini aksatmayı hedeflemeseler de şeffaflığın yeterli seviyede olmayışı, piyasada yer alan diğer oyuncular ile varlık fonları arasındaki rekabet

ortamı zarar görebilmektedir (Aykın, 2017, s. 15).

Fonlarda şeffaflık gönüllülük esasına dayalı olmakla birlikte birçok kurumun şeffaflığın tesis edilebilmesinin faydaları ve yollarına ilişkin çalışması yer almaktadır. Bu konuda Avrupa Birliği serbest dolaşım ve açık ekonomi temel ilkelerinden uzaklaşmadan ulusal varlık fonlarının çalışmaları ile ilgili ortak bir yaklaşım geliştirme faaliyetleri çerçevesinde, esas olarak ulusal varlık fonlarının yatırımlarında şeffaflık, öngörülebilirlik ve hesap verebilirlik özelliklerinin teşvik edilmesi gereklidir. Ayrıca ülkeler varlık fonlarının faaliyetlerini denetleme çabalarının orantılı olması düşüncesini benimsemiş ve üye ülkeler tarafından gönüllülük esasına dayalı bir şekilde uygulama önerileri geliştirerek, bu konu ile ilgili olarak IMF ve OECD gibi çokuluslu örgütlerle eşgüdümlü olarak hareket edilmesini uygun görmüştür (Akbulak & Akbulak, 2008, s. 249). Bunlara ek olarak Avrupa Birliği ulusal varlık fonlarına yönetim ve şeffaflık konularında oluşturulması gereken politikalar ile şeffaflığı arttıracak uygulamalar ile ilgili önerilerde de bulunmuştur.

Üstel bir hızla büyüyen, farklı amaç ve ihtiyaçlar içinde kullanılmaya başlayan ve yaygınlaşan ulusal varlık fonlarında en temel sorunlardan biri olan hesap verebilirlik ve şeffaflık konularının ölçümüne yönelik farklı yöntemler geliştirilmiştir. Hesap verebilirlik ve şeffaflığın ölçümünde genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan üç yöntem bulunmaktadır.

Bu yöntemler Santiago İlkeleri, Truman Çetelesi ve son olarak bu çalışmada da kullanılacak olan Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'dir.

**Santiago İlkeleri,** Ulusal Varlık Fonlarına dair yapılan çok yönlü düzenlemelerin daha yumuşak bir şekli olan Santiago İlkeleri, özellikle fon yatırımının oluşturduğu endişeleri yönetmek üzere oluşturulmuştur (Rose, 2015, s. 58) Santiago İlkeleri, Ulusal Varlık Fonu yatırım uygulamalarını ve hedeflerini doğru bir şekilde yansıtan Genel Kabul Görmüş İlkeler ve Uygulamaları “Generally Accepted Principles and Practices” (GAPP) temsil



eder. İlkeler, Ulusal Varlık Fonları Uluslararası Çalışma Grubu “The International Working Group of Sovereign Wealth Funds” (IWG) üyeleri tarafından desteklenmekte ve gönüllülük esasında uygulanmaktadır (Al-Hassan ve diğerleri, 2013:4). Daha basit bir anlatımla GAPP, IWG üyelerinin desteklediği ve uygulamakta olduğu veya uygulamak istediği gönüllü ilkeler ve uygulamalar bütünüdür. GAPP, ekonomik kalkınmanın her düzeyindeki ülkeler tarafından potansiyel olarak elde edilebilecek genel pratik ve ilkeleri belirtir. (IFSWF, 2008:6).

**Truman Çetelesi** ise 2007 yılında Truman tarafından geliştirilmesinin ardından birçok uzman, akademisyen, uygulayıcı ve varlık sahibi tarafından kullanılan bir yöntemdir. Fonların niyetlerini belirtebilmelerini kolaylaştıran ve hesap verebilirliklerini sağlayan bir puan tablosudur. Yayınlandığı günden bu yana güncellenmeye devam eden tablo 2021 yılı başında son olarak güncellenmiştir (Global SWF, 2023).

#### 4. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi

Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi, Carl Linaburg ve Michael Maduell tarafından Ulusal Servet Fonu Enstitüsü’nde (SWFI) geliştirildi. Linaburg-Maduell şeffaflık endeksi, ulusal servet fonlarına ilişkin şeffaflığı değerlendirme yöntemidir. Etik olmayan gündemlerle ilgili kaygıların bulunduğu hükümetlere ait yatırım araçlarına ilişkin olarak, mat (opaque) veya şeffaf olmayan fonlara, niyetlerini göstermek için çağrı yapıldı. Bu şeffaflık endeksi 2008’de geliştirildi ve o zamandan beri dünya çapında standart kıyaslama aracı olarak resmi yıllık rapor ve beyanlarda ulusal servet fonları için dünya çapında kullanılmaktadır. Bu endeks, ulusal varlık fonu şeffaflığını halka gösteren on temel ilkeye dayanmaktadır. Aşağıdaki ilkelerin her biri endeks derecesine bir şeffaflık noktası ekler. Endeks, Ulusal Varlık Fonu Enstitüsü’nün devam etmekte olan bir projesi olup bir fonun alabileceği minimum derecelendirme 1 olarak belirlenmiştir. Ancak SWFI yeterli şeffaflıktan bahsedilebilmesi için minimum

8 puan önermektedir. Fonlar ek bilgilendirme sağladığından, şeffaflık değerlendirme dereceleri değişmektedir. Her bir ilke açısından farklı derinlik seviyeleri vardır, Tablo 1’deki gibi sıralanan bu ilkelerin yargılanması SWFI takdirine bırakılmıştır (SWFI, 2023).

**Tablo 1. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi Prensipleri**

İlkeler	Puan
Tarihsel olarak fonun kurulma nedeni, kaynakları ve kamu sahiplik yapısının paylaşılması	1
Güncel olarak yıllık bağımsız denetim raporlarının paylaşılması	1
Fonun sahip olduğu şirket paylarının yüzdesel olarak ve bunların coğrafi dağılımını paylaşılması	1
Fon portföyünün toplam piyasa değeri, getirileri ve yönetim masraflarını paylaşılması	1
Fonun etik standartları, yatırım politikaları ve yönetilme esaslarına ilişkin kuralların paylaşılması	1
Fonun strateji ve hedeflerinin net bir şekilde ifade edilmesi	1
Varsa, fonun iştiraklerinin kimlikleri ve iletişim bilgilerinin net bir şekilde paylaşılması	1
Varsa, fonun yabancı yöneticilerine ilişkin bilgilerin verilmesi	1
Fonun kendine ait yönettiği bir internet sitesinin olması	1
Fonun ana merkezinin adresi ve telefon-faks gibi iletişim bilgilerinin paylaşılması	1

Dünyadaki fonlara bakıldığında yeterli şeffaflıkta fonlara sahip ülkeler arasında ABD ve Şili başta gelirken bölgesel dağılıma bakıldığında Kuzey ve Latin Amerika’nın ardından Asya gelmektedir. Bu derecelendirmedeki en kötü fonlara ülkeler ise Moritanya, Venezüella, Bruney ve Cezayir sahiptir (SWFI, 2023).

**Tablo 2. LMT Endeksine Göre Tam Şeffaf ve Yeterli Şeffaflığa Sahip Fonlar**

	Fon Adı	Varlık (Milyar\$)	Kuruluş Yılı	Ülke	Bölge	LMTI
1	Alaska Daimî Fonu	85	1976	ABD	Kuzey Amerika	10
2	Alberta Yatırım Yönetimi Şirketi	106	2008	Kanada	Kuzey Amerika	10
3	Şili Emeklilik Rezerv Fonu	6	2006	Şili	Latin Amerika	10
4	Panama Tasarruf Fonu	1	2012	Panama	Latin Amerika	10
5	Gelecek Fonu	125	2006	Avustralya	Avustralya/Pasifik	10
6	Mubadala Yatırım Şirketi	284	2002	BAE	Ortadoğu	10
7	Mumtalakat Holding	18	2006	Bahreyn	Ortadoğu	10
8	Yeni Zelanda Emeklilik Fonu	35	2002	Y. Zelanda	Avustralya/Pasifik	10
9	Kuzey Dakota Varlık Fonu	8	2010	ABD	Kuzey Amerika	10
10	Norveç Devlet Emeklilik Fonu	1.351	1990	Norveç	Avrupa	10
11	Samruk-Kazyna	68	2008	Kazakistan	Asya	10
12	Sosyal ve Ekonomik İstikrar Fonu	7	2007	Şili	Latin Amerika	10
13	Azerbaycan Devlet Petrol Fonu	45	1999	Azerbaycan	Asya	10
14	Temasek Holding	497	1974	Singapur	Asya	10
15	Alabama Güven Fonu	3	1985	ABD	Kuzey Amerika	9
16	New Mexico Eyalet Yat. Konseyi	34	1958	ABD	Kuzey Amerika	9
17	Nijerya Ulusal Yatırım Fonu	3	2012	Nijerya	Afrika	9
18	Doğu Timor Petrol Fonu	19	2005	D. Timor	Avustralya/Pasifik	9
19	Hong Kong Yetkili Para Yat. Fonu	589	1935	Hong Kong	Asya	8
20	İrlanda Stratejik Yatırım Fonu	16	2014	İrlanda	Avrupa	8
21	Kore Yatırım Şirketi	177	2005	G. Kore	Asya	8
22	Mauritius Yatırım Şirketi	2	2020	Mauritius	Afrika	8

Dünyanın en büyük 10 Varlık Fonun Linaburg-Maduell Endeksine göre şeffaflıkları ve bazı bilgiler Tablo 3'deki gibidir. Bu fonlar arasında tam puan alan iki fon Norveç Devlet Emeklilik Fonu ve Singapur'a ait Temasek Holdingdir. Temasek Holding, genel kabul görmüş ulusal varlık fonları ile yalnızca birkaç ortak noktası olmakla birlikte yatırım yaptığı birçok varlığın tamamına sahip olması ve piyasa şartlarında hareket ederek

vergiye tabi olması yönünden de diğer fonlardan ayrılmaktadır. Temasek devlet adına çalışan bir fon yöneticisinden ziyade bir yatırım firması özelliklerine sahiptir (Avellana, 2013). Bu iki fonun haricinde yeterli şeffaflığa sahip (8 puan) tek fon ise Hong Kong Yetkili Para Yatırım Fonudur (SWFI, 2023).

**Tablo 3. Dünyanın En Büyük 10 Fonu ve Şeffaflık Düzeyleri**

	Fon Adı	Varlık (Milyar \$)	Kuruluş Yılı	Ülke	Bölge	LMTI
1	Çin Yatırım Şirketi	1.351	2007	Çin	Asya	7
2	Norveç Devlet Emeklilik Fonu	1.136	1990	Norveç	Avrupa	10
3	Abu Dabi Yatırım Fonu	790	1976	BAE	Ortadoğu	6
4	Kuveyt Yatırım Fonu	750	1953	Kuveyt	Ortadoğu	6
5	Singapur Devlet Yatırım Fonu (GIC)	690	1981	Singapur	Asya	7
6	Kamu Yatırım Fonu	607	1971	S. Arabistan	Ortadoğu	6
7	Hong Kong Yetkili Para Yatırım Fonu	589	1935	Hong Kong	Asya	8
8	Temasek Holding	497	1974	Singapur	Asya	10
9	Katar Yatırım Fonu	475	2005	Katar	Ortadoğu	5
10	Ulusal Sosyal Güvenlik Fonu Konseyi	447	2000	Çin	Asya	5

## 5. Norveç Emeklilik Fonu

Norveç, hidrokarbon kaynaklarının kullanımından büyük ölçüde yararlanan gelişmiş bir ekonomiye sahiptir. Batı Avrupa'nın en büyük petrol rezervine sahip olan ülke 2008'den bu yana Suudi Arabistan, Rusya ve Birleşik Arap Emirlikleri ile dünyanın en büyük petrol ihracatçılarındandır. 1990'da Norveç hükümeti, genel bütçe fazlası elde ettikten sonra 1996 yılında faaliyete geçirilen Devlet Petrol Fonu'nu oluşturdu. 2005 yılında Devlet Petrol Fonu, Hükümet Emeklilik Sandığı-Global olarak değiştirildi. Fon, Norveç'teki petrol zenginliğini sürdürülebilir bir şekilde yönetmek ve emeklilik ve sağlık konularında yükselen ulusal harcamaların karşılanmasına yardımcı olmak için kuruldu. 2008 yılında fon, 350 milyar dolardan

fazla değere ulaştı. Maliye Bakanlığı fonun işletme yönetimini Norveç Merkez Bankası'nın bir parçası olan Norges Banka devretti. Maliye Bakanlığı yetkisinde ve Norges Bankın operasyonel yönetimi gerçekleştireceğine dair bir yönetim anlaşması hazırlanarak fon devredildi (Bahgat, 2008, s. 1200). 2023 yılı itibarıyla 1,351 trilyon dolar büyüklüğe ulaşan fon yaygın olarak Petrol Fonu (Norveççe: Oljefondet) olarak anılmaktadır. Emeklilik fonu olarak adlandırılmasının nedeni emeklilik ve sağlık giderlerine mali destek sağlamak için kurulmuş olmasıdır (SWFI, 2023).

Norges Bank Yönetim Kurulu'nun gözetiminden Norges Bank'ın Denetim Kurulu ve dış denetçi sorumludur. Banka Yönetim Kurulu adına ise İç Denetim Birimi görev yapmaktadır (IFSWF, 2014,

s. 115). Norges Bank Yönetim Kurulu ise fonun yönetim sorumluluğunu Norges Bank Genel Müdürüne (CEO) devretti. Norges Bank Genel Müdürü, düzenlenen bir iş tanımı ve yatırım talimatı ile yetkilendirilmiştir. Yönetim Kurulu, banka çalışanları için risk yönetimi, yatırım sorumluluğu ve tazminat konularını içeren ilkeler yayımlayarak çalışanların durumunu düzenlemiştir. Ayrıca organizasyon, değerlendirme, performans ölçümü ve yönetimi, risk ölçümü ve kontrolü alanlarında uluslararası kabul görmüş standartlara uymak zorundadır (NBIM, 2016, s. 129). Norges Bank fonun stratejilerini yüksek performans, sorumlu yatırım ve şeffaflık olarak özetlemektedir (Wessel & Tolleshaug, 2020, s. 3). “Gelecek nesiller için maddi zenginlikleri korumak ve geliştirmek için çalışmak” olarak misyonlarını belirleyen Norges Bank’ın merkezinin bulunduğu Oslo’nun dışında, Londra, New York, Şangay ve Singapur’da bulunan ofisleri, 35 farklı ülkede bağlı çalışanları olmak üzere toplam 550 çalışanı bulunmaktadır (NBIM, 2017). Küresel olarak ofisleri bulunan fonun bu noktadaki amacı yatırım yaptığı pazarlara daha da yaklaşmak ve dünyanın farklı yerlerinde iş ortaklarıyla daha güçlü ilişkiler kurmaktır. Yatırım portföyünü %70 menkul kıymet, %30 sabit varlıklar olarak belirleyen fon, menkul kıymet ve sabit varlıklar şeklindeki portföyünün %5’ini gayrimenkul yatırımları, %5’ini ise güneş ve rüzgâr enerjileri başta olmak üzere enerji yatırımlarıyla çeşitlendirmektedir (Wessel & Tolleshaug, 2020, s. 6-10).

Norveç Hükümet Emeklilik Sandığı şu anda dünyanın en büyük fonları arasında yer almaktadır (Bagnall & Truman, 2013). Yönetimindeki varlıkları 500 milyar dolardan fazla olan yedi fondan biridir. Fon yönetimi, maliyetlerden sonra uzun vadeli yüksek getiri sağlama amacına; kabul edilebilir bir riskle, sorumlu bir yatırımcı olarak etkin bir organizasyon ve şeffaf yönetimle ulaşmayı hedeflemektedir. Fonun yatırım stratejileri üç temel kategoriye ayrılmaktadır. Bunlar; fon tahsisi, varlık stratejileri ve şirket yatırımı stratejileridir. Stratejiler, birbirini tamamlarken

farklı pazar ortamları ve zaman dilimlerinde farklı şekillerde uygulanır, analitik çerçeve ve menkul kıymet seçimi konularında ise çeşitlilik yoluyla riski azaltırlar. Fon üç yıllık seriler halinde belirlenen stratejilerden oluşan planlamalar ile hareket etmektedir. Örneğin 2017-2019 stratejisi 2014-2016 stratejisi doğrultusunda devam ettirilmekte ve 2,5 milyar kron artış sağlanan fon bu büyümenin devam etmeyeceği yönündeki beklenti doğrultusunda stratejik açıdan bir sonraki dönemde yeniden düzenlenmiştir (NBIM, 2016, s. 2). Bu durum fonun stratejilerinin esnekliğinin ve piyasa şartları doğrultusunda hızlı tepki verebilme becerisinin basit bir örneğidir. Norges Bank hem kendi iç programları hem de dış yöneticiler aracılığıyla piyasalarda güvenli seçim yapmaya odaklanmaktadır (Ang, Brandt, & Denison, 2014, s. 7).

Fon yatırım yapılması olası alanları tespit ederek bir “Yatırım Evreni” oluşturmakta ve bu fonda yatırım yapılabilir özellikte olan varlıkları Yatırım Evreni portföyünde bulunmaktadır. Özellikle fon tahsis stratejileri bu konuya dair oluşturulmaktadır (NBIM, 2017, s. 4). Fonun en büyük iştirakleri arasında sırasıyla; Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon ve Nestle şirketleri yer almaktadır. ABD, Japonya, Almanya ve Singapur ise fonun yatırım yaptığı en büyük tahvil varlıklarıdır (Rimstad, 2022). Dünyadaki en büyük şirketlerin en büyük pay sahibi olan ve bunu geliştirmeyi hedefleyen Norges Bank, bu doğrultuda yatırım yapılacak şirketlerin karakteristik özellikler taşımasına ve büyüklüğüne bakarak ve şirketleri uzun vadeli ve küresel boyutta analiz ederek belirlemektedir. Teorik olarak uzun vadeli yatırımcıların; çeşitlendirmeyi yaygınlaştırmanın, portföyü yeniden düzenleme/dengelemenin, faktör risklerini hesaplamının ve güvenli olanı seçmenin bir birleşimini kullanarak değer katabilmektedirler. Bu birleşimde çeşitlendirmenin faydalarının sadece menkul kıymetler ile tam olarak elde edilememesi gayrimenkul piyasasına yatırım imkanının da eklenmesi ile güvenli seçim uygulaması ek bir alan ortaya çıkardı (Ang, Brandt, & Denison, 2014, s. 7).

Gayrimenkul yatırımlarına 2010 yılında için yapılan düzenleme sonrasında başlayan fon, Avrupa ve Amerika Birleşik Devletleri'nde özellikle "işyeri" türü emlak yatırımı yapmaya başlamıştır. Varlık stratejisini ise özellikle emlak sektöründe yerel kendini ispatlamış ortaklarla devam ettiren fon dünyanın en büyük şehirlerinde cadde üzeri işyerlerine de yapmaktadır (NBIM, 2016, s. 6). Fonun varlık stratejisi, yüksek getirili ve orta riskli olarak belirlenmiştir (Bahgat, 2008, s. 1200).

Etik ve şeffaflık üzerine yoğun vurgu yapan Norveç'in petrol fonu ile ilgili deneyimi diğer ülkelerden farklıdır. 2004 yılında hükümet, fon için etik ilkeleri belirleyen Etik Kurulunu seçti (Bahgat, 2008, s. 1198). Aynı yıl içerisinde belirlenen "Etik Yönergeler" iki ana unsura sahiptir. Birincisi, fonu Norveç'in petrol zenginliklerinin makul bir kısmının gelecek nesillerin faydalanmasını sağlayan bir araç olmasıdır. Bu da mevcut nesiller üzerinde, fonu sağlam bir getiri sağlayacak şekilde yönetmek için ahlaki bir yükümlülük oluşturmaktadır. İkincisi, fonun, temel insani ilkelerin ve insan haklarının ihlal edilmesi, yolsuzluk veya çevresel zararlar gibi etik olmayan eylem veya eksikliklere katkıda bulunabileceği muhtemel kabul edilemez riskler teşkil eden yatırımlar yapmamasıdır (Kristensen, 2016, s. 32). Örneğin; Konseyin 2015 yılı raporunda belirtildiği üzere, önceki yıllarda bir şirketin balıkçılık faaliyetleri yoluyla şiddetli çevresel zarara yol açma riskinin bulunduğu, faaliyetlerinde şeffaflığın eksik olduğu ve şirketin bilgi vermemesi nedeniyle durumun olumsuzlaşabileceği tespit edilmiştir. Konsey bu firmanın portföy haricinde tutulmasını önermiştir. Bu doğrultuda 2014 yılı raporunda sektör ile detaylı bir incelemeye yer verilmiştir (Council on Ethics, 2015, s. 29).

Söz konusu sorumlulukları yerine getirdiklerini kanıtlamak adına fonun kapsamlı hesapları ve işlemleri ile ilgili verileri kolayca elde edilebilir durumdadır. Üç aylık ve yıllık raporlar; portföy değerlemeleri, kompozisyon, getiri, yönetim, bütçeden ve bütçeye transferler, piyasa eğilimleri, riske maruz kalma ve idari maliyetler hakkında ayrıntılı bilgi sağlar (NBIM, 2017).

Şeffaflık ve hesap verebilirlik konusunun karşılaştırılabilir olmasını sağlayan üç derecelendirme yönteminde de Norveç Emeklilik Fonu En şeffaf ve hesap verebilir fon olarak hesaplanmaktadır. Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi'ne göre 10 ilkenin tamamını yerine getirerek 10 üzerinden 10 birim ile derecelendirilmiştir. Truman Çetelesine göre ise 100 üzerinden 97, Santiago Prensiplerine göre ise 100 üzerinden 96 birimlik derecelendirme gerçekleştirilmiştir (The Fletcher School , 2017, s. 2).

## 6. Türkiye Ulusal Varlık Fonu

Türkiye Varlık Fonu (TVF), en genel ifadeyle; kamu olanakları ve gücüne sahip imtiyazlı konumda bulunan bir (melek ve / veya nitelikli) yatırımcı/ girişimci ya da amacı yatırımlarla büyüme olan öncelikli bir şirket olarak tanımlanabilir. TVF, sahip olduğu kaynaklar ile türev araçları da içerecek şekilde finansal piyasalarda her türlü yatırım faaliyetinde bulunabileceği gibi; kontrolündeki varlıkları teminat olarak kullanmak suretiyle (yurtiçi ve dışı finansman sağlanması) ya da menkul kıymetleştirme yoluyla (hisse, tahvil vb.) finansman sağlayabilecek (Gürcan, 2017, s. 7). Fonun kuruluşunda kendine ait tanımlaması "*Başbakanlığa bağlı, profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilen, özel hukuk hükümlerine tabi bir Anonim Şirket*" şeklinde iken (TVF, 2017), günümüzde "*Varlığa dayalı kalkınma fonudur ve değer yaratımına odaklanmıştır. Portföyündeki kuruluşların büyüme hedeflerine katkı sağlar*" olarak güncellenmiştir (TVF, 2023).

Varlık fonları ile ilgili olarak oluşan genel kanı rezerv fazlası bulunan ülkeler tarafından bu fonların kullanıldığıdır. Bu inanışın aksine cari açığı olan ve uzun vadeli finansman kaynaklarıyla yatırım yapma hedefi olan ülkelerde varlık fonlarını kullanarak fayda sağlamaktadırlar.

Ülkemizde kurulan varlık fonu ise ekonomide farklı alanlarda katkı sağlayacaktır. Özellikle kriz ve ekonomik dalgalanma yaşandığı durumlarda

finansal piyasaların bu durumlardan korunmasına, ödeme dengesinde yaşanabilecek sıkıntıların ortadan kaldırılması adına kamu bütçesine destek olunmasına yardımcı olacaktır. Dış ticarete yeni giren teknoloji yoğun stratejik sektörler, Ar-Ge faaliyetlerinin farklı açılardan desteklenerek rekabet üstünlüğü geliştirilecektir. Büyük çaplı projelerin ihtiyaç duyduğu kaynaklar sağlanabilecek ve risk/getiri oranı yüksek yatırımların devlet kurumlarının tabi olduğu kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi mümkün olacaktır. Ayrıca ülkenin finansal piyasalarının bilinirliği, çalışacak uzman personelin piyasaya sağlayacağı katkı, kuşaklar arasında adil gelir dağılımı ve bir dış politika aracı olarak kullanılması gibi tali faydaları da olacaktır (Yalçiner & Sürekli, 2015, s. 15-16).

Neden Türkiye’de bir fona ihtiyaç duyulduğu sorusunun cevabını fon yönetimi aşağıdaki beş madde ile yanıtlamaktadır (TVF, 2017).

- İstikrarlı GSYİH Büyümesi ve Güçlü Temeller
- Genç ve Eğitimli İşgücü ve Artan Gelir
- Yapısal Reform Gündemi
- Rekabetçi Konum ve AB Piyasası Oryantasyonu
- Güçlenen Altyapı

Fonun amacı ve hedefleri şeffaflık ilkelerine de uygun bir şekilde fonun kuruluşunun akabinde kendi internet sitesinde aşağıdaki gibi yer alırken (TVF, 2017);

- “50 milyon ₺ sermaye ile oluşturulan fonun büyüklüğünün gelecekte 200 milyar ₺ seviyesine ulaşması,
- Yapılması planlanan yatırımlarla mevcut büyüme oranına gelecek 10 yıl içinde yıllık % 1.5 oranında ek artış ve ilave istihdam sağlanması,
- Sermaye piyasalarının büyüme ve derinleşmesinin hızlandırılması,
- İslami finansman varlıklarının kullanımının yaygınlaştırılması

- Katılım finansmanı sektör payının artırılması
- Otoyollar, Kanal İstanbul, Üçüncü Köprü ve Havalimanı, Nükleer Santral gibi büyük altyapı projelerine kamu kesimi borcu arttırılmadan finansman sağlanması,
- Savunma, havacılık ve yazılım gibi teknoloji yoğun stratejik sektörlerdeki yerli şirketlerin sermaye ve proje bazında desteklenmesi, küresel oyuncu olmalarının sağlanması,
- Arz güvenliğini sağlamak üzere Türkiye için önem taşıyan doğalgaz ve petrol gibi yurt dışındaki stratejik sektörlerle yasal ve bürokratik kısıtlamalara bağlı olmadan doğrudan yatırım yapılabilmesi.

Fonun 2023 yılında amaçları ise aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (TVF, 2023);

- “Fon, değer yarattığı şirketlerden lisans, kâr ve kira geliri elde ederek kendini finanse edebilen bir yapı oluşturmayı hedefler. Türkiye’nin vizyoner projelerine de sermaye desteği sağlamak için çalışır.
- Nihai amacı stratejik yatırımlarıyla Türkiye’deki şirketlerden bölgesel ve küresel liderler çıkmasına destek olmak, finansal piyasaların iyileşmesine katkıda bulunmak ve gelecek nesillere ekonomisi güçlü bir ülke bırakmaktır.”

Fon bu amaçları gerçekleştirebilmek içinse şu kaynakları kullanacaktır.

- Özelleştirme dâhilinde yer alan ve fona devri gerçekleştirilen kuruluş ve varlık ile devredilmesi yönünde karar alınan Özelleştirme Fonu’nda bulunan nakit fazlalığı,
- Kamu kurumlarının sahip olduğu gelir fazlası, atıl kaynaklar ve kullanım fazlası varlıklar ile Varlık Fonuna aktarılmasına veya fon tarafından yönetilmesine karar verilenler,
- Sermaye ve para piyasaları ile bu piyasaların dışında farklı yöntemler kullanılarak temin edilebilecek her türlü finansman ve kaynak.



Proje geliştirme, çeşitli yöntemler kullanarak kaynak bulma ve yaratma, ortaklıklar kurma, her türlü yatırım aracının alım satımını yapma, para piyasası işlemleri gerçekleştirme, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklar dahil olmak üzere gayri maddi hakların değerlendirilmesi ve son olarak mali ve ticari faaliyetleri ana faaliyet başlıkları olarak belirleyen fonun bu faaliyetleri piyasa şartlarında yapacağını belirtmektedir (2016/9429 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı, 2016, s. m. 4). Fon bu faaliyetleri gerçekleştirirken, fon çıkarlarını objektif iyi niyet, özen ve basiret ilkelerini temel olarak gözetir.

Bu doğrultuda ilgili belgelerin beş yıl süre ile saklanması, fonun başta yatırım politika ve stratejilerin ilgili yasalar ve şirket esas sözleşmesine uygun olacağı, çalışanlar ve yönetimin iskonto ve işlem yasağı ve bunların tesisine dair önlemlerin alınması yine aynı madde ile karara bağlanmıştır. Sayıştay denetimi, kurumlar vergisi ve gelir vergisinden muaf olan fon bağımsız denetime tabi olup bağımsız denetimden geçen veriler Cumhurbaşkanlığı tarafından görevlendirilecek alanında uzman üç kişilik merkezi denetim ekibi tarafından denetlenerek denetime dair raporu her yılın haziran ayında Cumhurbaşkanlığı'na sunacaklardır (6741 Sayılı Kanun, 2016, s. m.6-8).

Fonun organizasyon şeması tümüyle fon yönetim kuruluna bırakılırken sadece fon bünyesinde yönetim kurulunca oluşturulacak bir danışma kurulu yer alması karara bağlanmıştır. Fon Yönetim Kuruluna seçilecek kişilerin kanunla belirlenirken şirket çalışanlarında aranacak vasıflar ise yönetim kurulunun yetkisinde bulunmaktadır.

Ayrıca alınacak kararlara ilişkin düzen üç yılı kapsayan ve yönetim kurulu tarafından hazırlanan Stratejik Yatırım Planı'nın Cumhurbaşkanlığı'na sunulması ile başlayacak ve yönetim yukarıda belirtilen faaliyet ilkeleri doğrultusunda gerçekleştirilecektir. Kurulması olası alt fonlar için en az bir yönetim kurulu üyesi, bir genel müdür ve bir portföy yöneticisinin yer alacağı yatırım komiteleri oluşturulacaktır. Bunlara ek olarak ilgili

alt fonun yatırım stratejisi doğrultusunda farklı kişilere de bu komitelerde yer verilebilecektir.

## 7. Türkiye Varlık Fonu ve Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksi

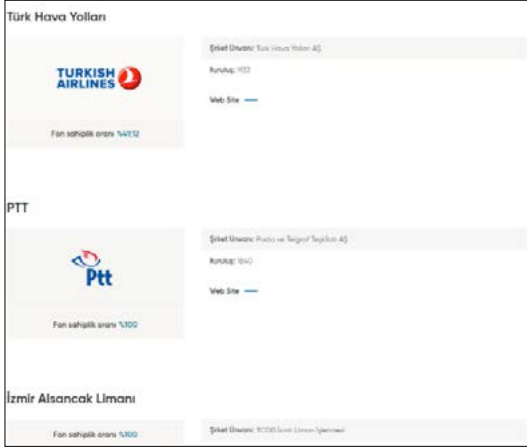
Linaburg-Maduell Endeksine göre fonun çalışma yayına hazırlandığı tarih itibarıyla şeffaflık endeksini aşağıdaki gibi değerlendirmek mümkündür. Endekse dair elde edilen veriler doğrultusunda yapılan tespitlerle yapılan hesaplamaların; değerlendiricilerin kriterlerini ve veri derinliklerini açıklamıyor olmaları nedeniyle karşılaştırılmasına da sonraki dönem için beklenen şeffaflık derecesi olduğunu söylemek mümkündür.

### 7.1. İlke 1: Tarihsel Olarak Fonun Kurulma Nedeni, Kaynakları ve Kamu Sahiplik Yapısının Paylaşılması



### Şekil 1. TVF internet sitesi kuruluş ve çalışma amaçları

Endeksin ilk ilkesinde istenilen açıklamalar fonun kurulmasının nedenleri sitede belirtilirken ayrıca “mevzuat” başlığı altında fonun kurulmasına dair Bakanlar Kurulu kararı ve kanun da yer almaktadır, yayınlanan raporlarda ve fon yönetim kurulu başkanı da olan Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı Recep Tayyip Erdoğan'ın Fon Entegre Raporu sunumu ve fonun internet sitesindeki mesajında dahi fonun kuruluş amaçları belirtilmiştir. Fon Entegre Raporunda ise amaçlar aşağıdaki gibi özetlenmiştir.



**Şekil 2. TVF internet sitesi Kamu sahiplik oranları**

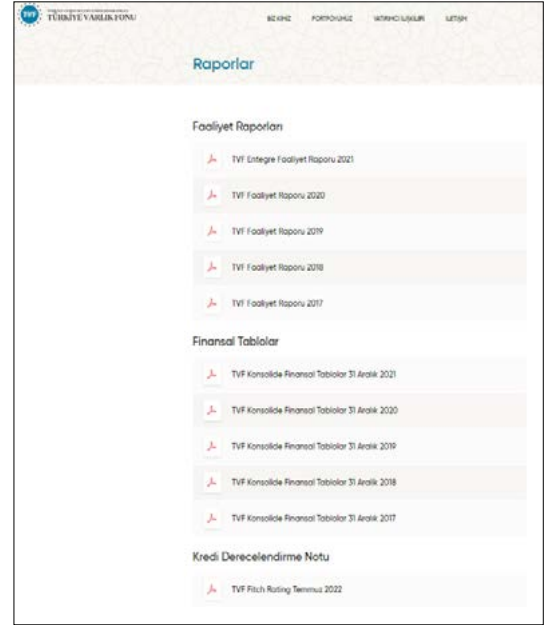
*“Kuruluş vizyonu doğrultusunda faaliyetlerini her geçen dönemde geliştiren TVF, çalışmalarını dört temel amaç etrafında şekillendirmektedir:*

- *Sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak*
- *Yurtiçinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak*
- *Dış kaynak temin etmek*
- *Stratejik ve büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek*
- *Varlık fonlarının ana amaçlarından biri olan sürdürülebilir kalkınmada kaldıraç etkisi yaratma misyonu, TVF'nin çalışma kültürünün de merkezinde yer almaktadır.”*

Bunlara ek olarak fona tahsis edilmiş ve fon tarafından kullanılacak kaynaklar ve fonun sahip olduğu varlıkların kamu sahiplik oranları ile bunların devrine dair Bakanlar Kurulu kararları fonun internet sitesinde yer almaktadır.<sup>2</sup> Bu açıklamalara dair gereklilik yerine getirildiği için 1 puan verilmiştir.

<sup>2</sup> Fonun portföy bilgilerinin özetine ve buradan da detaylı bilgiye [www.tvf.com.tr/portfoyumuz](http://www.tvf.com.tr/portfoyumuz) adresinden ulaşılabilir.

## 7.2. İlke 2: Güncel Olarak Yıllık Bağımsız Denetim Raporlarının Paylaşılması



**Şekil 3. TVF İnternet Sitesi-Raporlar**

Fonun kurulmasına dair kanun (6741 sayılı ve 19/8/2016 tarihli kanun madde 6), Bakanlar Kurulu Kararı (2016/9429 sayılı karar 15, 16 ve 18. maddeler) ve şirket ana sözleşmesinde denetimin “sermaye piyasasında bağımsız denetime yetkili şirketlerce yapılacağı başta olmak üzere denetimle ilgili bilgiler verilmektedir. Ayrıca bu raporun her yılın haziran ayında bakanlar kuruluna sunulacağı da bu bölümler dahilinde yer almaktadır. Yetkililer kuruluşu müteakiben yapmış oldukları açıklamalarda fonun denetimine dair bilgiler vermiştir. Bu açıklamalara örnek olarak Cumhurbaşkanı Başdanışmanı Cemil Ertem tarafından Anadolu Ajansı için yaptığı açıklamayı (Ertem, 2017) ve dönemin Türkiye Varlık Fonu A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı Mehmet Bostan'ın Reuters için yaptığı açıklamayı (Bostan, 2017) gösterebiliriz.

Verilen bilgiler ve açıklamaları takip eden yıllarda fonun mali tabloları oluşmaya başladığı dönem olan 2017 yılı sonu itibarıyla de raporlar ve ilgili

mali tablolar paylaşılmıştır.<sup>3</sup> Bu durum ise ikinci ilkenin de fon için kabul edilebileceğini işaret etmektedir.

### 7.3. İlke 3: Fonun Sahip Olduğu Şirket Paylarının Yüzdesel Olarak ve Bunların Coğrafi Dağılımını Paylaşılması

Fonun sahip olduğu tüm varlıklara ilişkin bilgiler fon internet sitesinde yer almaktadır.<sup>4</sup> Portföyde bulunan her şirketin kendi internet sitelerine erişim sağlanabildiği gibi, fonun sahip olduğu gayrimenkullerin dahi tüm coğrafi bilgilerine yine internet sitesi üzerinde muhtelif bağlantı ve raporlardan ulaşılabilmektedir (TVF, 2022, s. 54-55). Yer alan bu bilgiler sayesinde üçüncü ilkeden de puan alınmaktadır.

### 7.4. İlke 4: Fon Portföyünün Toplam Piyasa Değeri, Getirileri ve Yönetim Masraflarını Paylaşılması



### Şekil 4. TVF Entegre Rapor-Fonunun Toplam Piyasa Değeri

Fonun sahip olduğu portföyün büyüklüğü, getirisi, tüm giderleri ve mali tabloları yukarıda da belirtildiği gibi fonun internet sitesi üzerinden paylaşılmakta ve yıllık raporlar ile “yatırımcı ilişkileri” başlığından

<sup>3</sup> Bu bilgilere [www.tvf.com.tr/yatirimci-iliskileri/raporlar](http://www.tvf.com.tr/yatirimci-iliskileri/raporlar) adresinden ulaşılabilmektedir.

<sup>4</sup> Fonun portföy bilgilerinin özetine ve buradan da detaylı bilgiye [www.tvf.com.tr/portfoyumuz](http://www.tvf.com.tr/portfoyumuz) adresinden ve yıllık yayınlanan raporlardan ulaşılabilmektedir.

da erişilebilmektedir (TVF, 2022, s. 11). Fonun 2022 Aralık ayında yayınlamış olduğu “TVF Entegre Faaliyet Raporu 2021” başlıklı raporda da tüm bu bilgilerin son değerlerine ulaşılabilmektedir.

Böylece fon için dördüncü ilke de yerine getirilmiş olarak kabul edilebilir.

### 7.5. İlke 5: Fonun Etik Standartları, Yatırım Politikaları ve Yönetilme Esaslarına İlişkin Kuralların Paylaşılması

Türkiye Varlık Fonu A.Ş. Şirket Ana Sözleşmesi'nde yönetilme esasları, yönetim kademeleri, komiteler ve kurumsal yönetime ilişkin bilgiler 16 ile 19. maddeler arasında yer almaktadır. Ayrıca, diğer ilkelere de olduğu gibi birçok rapor ve fonun internet sitesinde farklı başlıklarda da etik standartları yatırım ve yönetim politikalarına dair ilkeler paylaşılmıştır.

“2022/01 Sayılı Türkiye Varlık Fonu Sürdürülebilirlik Politikası” içerisinde Çevre, Sosyal ve Yönetişim başlıkları altında fonun sürdürülebilirlik politikaları, öncelikler, yönetim ve sorumluluk politikaları, yatırımlara katılım ve yatırımdan çıkış politikaları ile politika yönetimi ve gözetim modeline yer verilmiştir. Bunların yanında “Önceliklerimiz” kısmında “Seçilen iç ve dış paydaşlarımız ile yaptığımız görüşmeler sonucunda “Çalışan Bağlılığı ve İşgücü Uygulamaları”, “İklim Değişikliği ve Karbon Salımı”, “Topluma ve Ekonomik Kalkınmaya Katkı”, “Kurumsal Yönetim” ve “İş Etiği” konularını en öncelikli konular olarak belirledik.” ifadesinin akabinde tüm bu konular açıklanmıştır (TVF, 2023, s. 7-12).

## 7.6. İlke 6: Fonun Strateji ve Hedeflerinin Net Bir Şekilde İfade Edilmesi



### Şekil 5. TVF Temel Stratejik Amaç ve Kaynakları

Fonun genel anlamda stratejileri ve hedefleri fonun internet sitesi, kuruluşuna dair kanun (6741 sayı ve 19/8/2016 tarihli kanun 3. ve 4. maddeler), bakanlar kurulu kararı (2016/9429 sayılı karar 4. ve 5. maddeler) ve şirket ana sözleşmesinde (3. madde) detaylı bir şekilde belirtilmiştir. Daha detaylı olarak internet sitesinde muhtelif

başlıklarda, raporlarda, politika bildirimlerde birçok farklı noktada erişilebilen bu bilgiler altıncı ilkedeki 1 puan daha alınmasını sağlamaktadır. Ayrıca yine fonun internet sitesinde yer alan, Biz Kimiz? > Hakkımızda> Yol Haritamız yolu izlenerek aşağıdaki şemaya ve her bir başlığın detaylı açıklamasına erişilebilmektedir (TVF, 2023).

## 7.7. İlke 7: Varsa, Fonun İştiraklerinin Kimlikleri ve İletişim Bilgilerinin Net Bir Şekilde Paylaşılması

Fonun sahip olduğu şirketler ve iştirakleri yukarıdaki tabloda fonun internet sitesi ve raporlarından derlenmiştir. Fon ayrıca iki adet lisansa "Nakit Karşılığı Şans Oyunları Lisansı ve At Yarışı Düzenleme ve Bahis Kabul Etme Lisansı" ve İstanbul Finans Merkezi ile Türkiye genelinde 46 adet daha gayrimenkule sahiptir. Yine bunların da detaylarına internet sitesi ve yayınlanan raporlardan ulaşılabilmektedir. Ayrıca daha önceki maddelerde de belirtildiği üzere tüm şirketlerin detaylı bilgilerine de ulaşılabilmesi için internet sitelerine yönlendirmeler yapılmıştır. Bu verilerin erişilebilir olması da bu ilkenin de kabul edilmesini sağlamaktadır.



**Tablo 4. TVF Portföyü**

	<b>Şirket Unvanı</b>	<b>Fon sahipliği</b>	<b>Sektör</b>
1	T.C. Ziraat Bankası AŞ	100,00%	Finansal Hizmetler
2	Türkiye Halk Bankası AŞ	87,70%	Finansal Hizmetler
3	Türkiye Vakıflar Bankası TAO	64,80%	Finansal Hizmetler
4	Borsa İstanbul AŞ	80,60%	Finansal Hizmetler
5	Türkiye Sigorta Anonim Şirketi	81,10%	Finansal Hizmetler
6	Türkiye Hayat ve Emeklilik Anonim Şirketi	98,61%	Finansal Hizmetler
7	TVF Finansal Yatırımlar	100,00%	Finansal Hizmetler
8	Türk Hava Yolları AŞ	49,12%	Ulaştırma ve Lojistik
9	Posta ve Telgraf Teşkilatı AŞ	100,00%	Ulaştırma ve Lojistik
10	TCDD İzmir Liman İşletmesi	100,00%	Ulaştırma ve Lojistik
11	Boru Hatları ile Petrol Taşıma AŞ	100,00%	Enerji
12	Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı	100,00%	Enerji
13	TVF Enerji	100,00%	Enerji
14	TVF AEL Elektrik	200,00%	Enerji
15	TVF Rafineri ve Petrokimya Sanayi ve Ticaret AŞ	100,00%	Enerji
16	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	26,20%	Teknoloji ve Telekom
17	Türksat Uydu Haberleşme Kablo TV ve İşletme AŞ	100,00%	Teknoloji ve Telekom
18	Türk Telekomünikasyon AŞ	61,68%	Teknoloji ve Telekom
19	TVF BT ve İletişim	100,00%	Teknoloji ve Telekom
20	Türkşeker Tarım A.Ş.	49%	Tarım ve Gıda
21	Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.	100%	Tarım ve Gıda
22	Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü	100%	Tarım ve Gıda
23	Kayseri Şeker Fabrikası AŞ	11,10%	Tarım ve Gıda
24	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ	4,41%	Madencilik ve Demir-Çelik
25	Türkiye Maden Sanayi ve Ticaret AŞ	100%	Madencilik ve Demir-Çelik
26	Eti Maden İşletmeleri Genel Müdürlüğü	100%	Madencilik ve Demir-Çelik

### 7.8. İlke 8: Varsa, Fonun Yabancı Yöneticilerine İlişkin Bilgilerin Verilmesi

Varlık fonu yöneticilerine, yöneticilerin atanmalarına ve seçim kriterlerine ilişkin bilgiler fonun internet sayfası dair bilgiler de yer almaktadır. Ayrıca Sözcü Gazetesi'nden Erdoğan Süzer'in 9 Şubat 2017 tarihli haberine göre Türkiye Varlık Fonu A.Ş. için yabancı bir yönetici aranmaktadır (Süzer, 2017). Bu tür haberler zaman zaman basında yer alsa da yabancı yöneticisi bulunmayan fon yabancı bir yöneticinin dahil olması ve bu yöneticiye dair bilgilerin paylaşılması ile bu ilkedен puan alabilecektir.

### 7.9. İlke 9: Fonun Kendine Ait Yönettiği Bir İnternet Sitesinin Olması

Çalışmada fona ilişkin birçok bilgiyi de barındıran [www.turkiyevarlikfonu.com.tr](http://www.turkiyevarlikfonu.com.tr) adresindeki internet sitesi fona aittir. Fonun kuruluşu, amaçları, misyon ve vizyon ibareleri, ilgili mevzuat ve haberler gibi fona dair birçok detaylı bilgi sitenin içinde yer

almaktadır. Bu internet sitesi ile dokuzuncu ilkedен de 1 puan daha hesaplamaya dahil edilmektedir.

### 7.10. İlke 10: Fonun Ana Merkezinin Adresi ve Telefon-Faks Gibi İletişim Bilgilerinin Paylaşılması

Türkiye varlık fonuna ilişkin telefon numarası (0 212 371 2200) ve elektronik posta adresi (info@turkiyevarlikfonu.com.tr) fonun internet sitesinde iletişim sekmesi altında yer almaktadır. Fonun merkezi şirket ana sözleşmesinde “İstanbul” olarak belirtilirken yine internet sitesinde Genel Müdürlük adresi “Muallim Naci Cad. No. 22 Ortaköy – İstanbul”, Ankara Ofisinin adresi ve telefon numarası ise “Beştepe Mah. 32. Cadde No: 1 Moment Ofis Kat: 13 Yenimahalle, Ankara (0312 551 15 50)” yer almaktadır (TVF, 2023). Bu bilgiler ile sonuncu ilkedен de 1 puan alınmaktadır.

Böylelikle ilkeler ve edinilen bilgileri kaynakları bakımından aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

**Tablo 5. İlkelere Dair Bilgilerin Edinildiği Kaynaklar**

İlke	İlkeye Konu Bilgi(ler)	İnternet Sitesi	Entegre Raporlar	Mali Tablolar	Sürdürülebil. Politikası	Kuruluş Kararı	6741 s. Kanun	Basın
İlke 1	Kurulma Nedeni	✓			✓	✓	✓	
	Kaynaklar	✓	✓	✓				
	Kamu Sahiplik Yapısı	✓	✓	✓				
İlke 2	Yıllık Bağımsız Denetim Raporları	✓	✓			✓	✓	✓
İlke 3	Şirket Payları	✓		✓				
	Payların Coğrafi Dağılımı		✓					
İlke 4	Toplam Piyasa Değeri		✓	✓				
	Getirileri		✓	✓				
	Yönetim Masrafları			✓				
İlke 5	Etik Standartları		✓		✓			
	Yatırım Politikaları	✓	✓		✓			
	Yönetilme Esasları	✓	✓		✓	✓	✓	
İlke 6	Strateji ve Hedefleri	✓	✓		✓	✓	✓	
İlke 7	İştirakler ve İletişim Bilgileri	✓	✓					
İlke 8	Yabancı Yöneticileri	✓						✓
İlke 9	İnternet Sitesi	✓	✓					
İlke 10	Merkez Adres ve İletişim Bilgileri	✓	✓			✓	✓	



Bu değerlendirmeler ışığında Linaburg-Maduell Şeffaflık Endeksinde fonun derecelendirilmesi (çalışmanın yapıldığı tarih olan 2023 yılı Şubat ayı itibarıyla) aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir.

Toplamda 9 puanlık bir dereceye sahip olan fon “yeterli şeffaflık” düzeyi olan 8 puanlık dereceyi geçerken tam şeffaflık düzeyine de fazla uzak değildir.

**Tablo 6. Türkiye Varlık Fonun Linaburg-Maduell Endeksine Göre Derecelendirilmesi (Şubat 2023)**

İlkeler		Puan
1	Tarihsel olarak fonun kurulma nedeni, kaynakları ve kamu sahiplik yapısının paylaşılması	1
2	Güncel olarak yıllık bağımsız denetim raporlarının paylaşılması	1
3	Fonun sahip olduğu şirket paylarının yüzdesel olarak ve bunların coğrafi dağılımını paylaşılması	1
4	Fon portföyünün toplam piyasa değeri, getirileri ve yönetim masraflarını paylaşılması	1
5	Fonun etik standartları, yatırım politikaları ve yönetilme esaslarına ilişkin kuralların paylaşılması	1
6	Fonun strateji ve hedeflerinin net bir şekilde ifade edilmesi	1
7	Varsa, fonun iştiraklerinin kimlikleri ve iletişim bilgilerinin net bir şekilde paylaşılması	1
8	Varsa, fonun yabancı yöneticilerine ilişkin bilgilerin verilmesi	0
9	Fonun kendine ait yönettiği bir internet sitesinin olması	1
10	Fonun ana merkezinin adresi ve telefon-faks gibi iletişim bilgilerinin paylaşılması	1
Toplam		9

## 8. Sonuç

Dünyanın en büyük ulusal varlık fonu olan Norveç Emeklilik Fonu – Global “Gelecek nesiller için maddi zenginlikleri korumak ve geliştirmek için çalışmak” için çaba harcayan ve ülkedeki rezervleri önemli ölçüde dünyanın en büyük şirketlerine ortak olarak ve evrensel önem taşıyan şehirlerinde emlak yatırımları yaparak değerlendirmektedir. Yaşlanan nüfusun artan sağlık harcamalarını karşılamak için kurulmuş olmasından dolayı emeklilik fonu olarak adlandırılrsa da “petrol” kökenlidir.

Fonun yönetiminde esas olarak belirlenmiş olan şeffaflık ve hesap verebilirlik konusunda genel kabul görmüş ölçüm yöntemlerinin tümünde en iyi sonuçları almıştır. Türkiye’de çok yeni olan TVF’nun şeffaflık ve hesap verebilirliğine dair derecelendirmesi başarılı bir şekilde oluşmakta ve bu süreç devam etmektedir. Çalışmanın yapıldığı tarih olan Şubat 2023 itibarıyla Linaburg – Maduell Şeffaflık Endeksinde değerlendirildiğine 10 üzerinden 9 puanlık bir sonuca ulaşılmıştır. Bu anlamda mevcut durum oldukça iyidir. Ancak tam şeffaflığa ulaşılabilmesi için özellikle denetim raporlarının ve yönetim giderlerinin ve kamuya paylaşılması bir gerekliliktir. Ayrıca TVF’nin denetiminin Sayıştaya açılması ile kurum üzerindeki sorun teşkil eden denetim alanı çözüme kavuşmuş olacaktır.

Türkiye Varlık Fonu, doğru yatırım tercihleri, iyi belirlenmiş bir risk – getiri politikası ile uzman kişilerin elinde ülke çıkarları korunarak başarılı olabilecektir. Özellikle darbe girişiminin akabinde böyle bir yapılanmaya giden para otoritelerinin bu sisteme olan güvenlerini boşa çıkarmamak adına beklentileri karşılamaları beklenmektedir.

Fonun başarıya ulaşması, belirlenen hedeflere daha hızlı erişebilmesi, fona ilişkin endişelerin ve olumsuz eleştirilerin sona erdirilmesi adına fonun şeffaflığının artırılması ve hesap verebilir bir sistem kurulması önemlidir. Bunun ise en iyi yolu

açık ve kapsamlı varlık yönetim stratejileri, yatırım politikaları benimsenmesinden ve bunların kamu tarafından kolay ulaşılabilir hale getirilmesinden geçmektedir. Zira Norveç Emeklilik Fonunun en önemli avantajları bu kalemlerdeki üstünlüğüdür. Bilhassa denetim raporları ve esasları, yönetim ve etik ilkeleri paydaşlar ile paylaşılmalıdır. Ayrıca şeffaflık ve hesap verebilirliği sağlamak için mekanizmalar kurulmalıdır.

## Kaynakça

- 2016/9429 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı. (2016, Ekim 17). Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Yapısına ve İşleyişine İlişkin Usul Ve Esaslar Hakkında Kararın Yürürlüğe Konulması Hakkında Karar . 29883 Sayılı Resmi Gazete .
- 6741 Sayılı Kanun. (2016, Ağustos 19). Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun. Resmi Gazete.
- Akbulak, S., & Akbulak, Y. (2008). Ulusal Varlık Fonları . Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi , 237-262.
- Al-Hassan, A., Papaioannou, M., Skancke, M., & Sung, C. C. (2013). *Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management*. IMF .
- Ang, A., Brandt, M. W., & Denison, D. F. (2014). *Review Of The Active Management Of The Norwegian Government Pension Fund Global* . Oslo: Norwegian Government.
- Avellana, N. J. (2013, Aralık 5). *Temasek is different from other sovereign wealth funds and pays tax - Chairman*. Ocak 13, 2023 tarihinde Venture Capital Post: <https://www.vcpost.com/articles/19295/20131205/chairman-lim-boon-heng-temasek-unique-sovereign-wealth-fund.htm> adresinden alındı
- Aykin, H. (2017 ). Ulusal Refah Fonlarının (Varlık Fonları) Ekonomik Güvenlik Perspektifi İle Analizi . *Vergi Dosyası*, 1-27.
- Bagnall, A. E., & Truman, E. M. (2013). *Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard* . Washington, DC: Peterson Institute for International Economics .
- Bahgat, G. (2008). Sovereign Wealth Funds: Dangers and Opportunities. *International Affairs*, 1189-1204.
- Bahoo, S., Alon, I., & Paltrinieri, A. (2020). Sovereign wealth funds: Past, present and future. *International Review of Financial Analysis*, s. 1-17.
- Bahoo, S., Hassan, M. K., Paltrinieri, A., & Khan, A. (2019). A model of the Islamic sovereign wealth fund. *Islamic Economic Studies*, s. 2-22. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IES-05-2019-0003/full/pdf> adresinden alındı
- Bauer, A. (2015, Nisan 7). *Six Reasons Why Sovereign Wealth Funds Should Not Invest or Spend at Home*. Ocak 15, 2023 tarihinde Natural Resource Governance Institute. adresinden alındı
- Beck, R., & Fidora, M. (2008). *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets* . Frankfurt: European Central Bank.
- Bernstein, S., Lerner, J., & Schoar, A. (2013). The Investment Strategies of Sovereign. *Journal of Economic Perspectives*, s. 219-238. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.27.2.219> adresinden alındı
- Bortolotti, B. (2015). *The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015*. Torino: Sovereign Investment Lab Bocconi University.
- Bostan, M. (2017, Şubat 24). Varlık Fonu Başkanı'ndan Önemli Açıklamalar. (Reuters, Röportaj Yapan) Milliyet. Haziran 6, 2017 tarihinde <http://www.milliyet.com.tr/varlik-fonu-baskani-ndan-onemli-ekonomi-2402480/> adresinden alındı
- Council on Ethics. (2015). *Annual Report 2015*. Oslo: Council on Ethics for the Norwegian Government Pension Fund Global.
- Das, U. S., Lu, Y., Mulder, C., & Sy, A. (2009). *Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*. International Monetary Fund.
- Ertem, C. (2017, Şubat 27). Cumhurbaşkanı Başdanışmanı Ertem: Dolar baskısının kalkmakta olduğunu gözlemliyoruz. (M. Birinci, Röportaj Yapan) İstanbul: Anadolu Ajansı . <http://aa.com.tr/tr/ekonomi/cumhurbaskani-basdanismani-ertem-dolar-baskisinin-kalkmakta-oldugunu-gozlemliyoruz/742497> adresinden alındı
- Global SWF. (2023, Şubat 18). *2021 GSR Scoreboard - Governance, Sustainability & Resilience of State-Owned Investors*. Global SWF İnternet Sitesi: <https://globalswf.com/reports/2021gsr> adresinden alındı
- Gürcan, E. (2017). *Ulusal Varlık Fonları ve Türkiye Varlık Fonu*. İstanbul: Gedik Yatırım.
- Hacıhasanoğlu, E., & Soytaş, U. (2010). *Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü* . Ankara: Administration Department of the Management and Administration Research Center of METU .
- IFSWF. (2008). *Santiago Principles Generally Accepted Principles and Practices*. Santiago : International Forum of Sovereign Wealth Funds.
- IFSWF, I. F. (2014). *Santiago Principles: 15 Case Studies 2014* . Doha: International Forum of Sovereign Wealth Funds .
- Johnson, S. (2007 ). The Rise of Sovereign Wealth Funds. *Finance ve Development*, 1-3.
- Kayıran, M. (2016). Türkiye Varlık Fonu'nun Kuruluş Amaçları ve Yapısı Üzerine Bir Değerlendirme. *Eğitim Bilim Toplum Dergisi* , 55-90.

27. Kern, S. (2007). *Sovereign Wealth Funds - State Investments On The Rise*. Frankfurt : Deutsche Bank .
28. Kotter, J., & LeI, U. (2011). Friends or foes? Target selection decisions of sovereign wealth funds and their consequences. *Journal of Financial Economics*, s. 360-381. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X11000729> adresinden alındı
29. Kristensen, M. D. (2016, Mayıs). From Avoidance to Activism The Responsible Investment Frameworks of the Norwegian Government Pension Fund Global, the New Zealand Superannuation Fund and California Public Employees' Retirement System 2000 – 2016 . *Master's Thesis in Peace and Conflict Studies*. Oslo: University Of Oslo .
30. Masimov, A., & Turhan, M. S. (2022). Bir örgüt biçimi olarak ulusal varlık fonları: Karşılaştırmalı bir analiz. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, s. 87-102.
31. Mezzacapo, S. (2009). *The So-Called "Sovereign Wealth Funds": Regulatory Issues, Financial Stability, And Prudential Supervision*. Brüksel: European Commission.
32. NBIM. (2016). *Strategy for Norges Bank Investment Management 2017-2019*. Oslo: Norges Bank Investment Management . Norges Bank Investment Management . adresinden alındı
33. NBIM. (2017, Haziran 4). *Transparency*. NBIM İnternet Sitesi: <https://www.nbim.no/en/transparency/reports/> adresinden alındı
34. NBIM, N. B. (2017, Haziran 2). *About Us*. Norges Bank Investment Management İnternet Sitesi : <https://www.nbim.no/en/organisation/about-us/> adresinden alındı
35. Rimstad, K. (2022). *Government Pension Fund Global - Half-year report 2022* . Oslo: NBIM.
36. Rose, P. (2015). Sovereign Fund Selling, Market Volatility and Systemic Risk: Connections and Regulatory Possibilities. *The Sky Did Not Fall*, 50-60.
37. StefanWurster, & Schlosser, S. J. (2021, Mayıs 17). Sovereign Wealth Funds as Sustainability Instruments? Disclosure of Sustainability Criteria in Worldwide Comparison. *Sustainability*, s. 1-22.
38. Süzer, E. (2017, Şubat 02). Varlık Fonu İçin Yönetici Adaylarıyla Görüşülüyor. *Sözcü Gazetesi*. <http://www.sozcu.com.tr/2017/ekonomi/ortulu-fon-1668353/> adresinden alındı
39. SWFI. (2023, Ocak 23). List of 148 Sovereign Wealth Fund Profiles by Region: [https://www.swfinstitute.org/profiles/sovereign-wealth-fund#:~:text=List%20of%20130%20Sovereign%20Wealth%20Fund%20Profiles%20by%20Region%](https://www.swfinstitute.org/profiles/sovereign-wealth-fund#:~:text=List%20of%20130%20Sovereign%20Wealth%20Fund%20Profiles%20by%20Region%20) adresinden alındı
40. SWFI. (2023, Ocak 15). *Normay Government Pension Fund Global*. Sovereign Wealth Fund Institute: <http://www.swfinstitute.org/swfs/norway-government-pension-fund-global/> adresinden alındı
41. SWFI. (2023, Ocak 12). *SWFI Linaburg-Maduell Transparency Index*. Sovereign Wealth Fund Institute: <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> adresinden alındı
42. SWFI, S. W. (2023, Ocak 20). *What is a SWF? About Sovereign Wealth Funds*: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> adresinden alındı
43. The Fletcher School . (2017, Haziran 5). *Profile: Government Pension Fund Global (Norway)*. Fund Profiles: [http://fletcher.tufts.edu/~media/Fletcher/Microsites/swfi/pdfs/2012/profiles/Norway %20Fund%20Profile.pdf](http://fletcher.tufts.edu/~media/Fletcher/Microsites/swfi/pdfs/2012/profiles/Norway%20Fund%20Profile.pdf) adresinden alındı
44. Truman, E. M. (2007). A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds. *Conference on China's Exchange Rate Policy* (s. 1-15). Washington, DC.: Peterson Institute for International Economics.
45. Truman, E. M. (2007). Sovereign Wealth Funds: The Need For Greater Transparency And Accountability. *Peterson Institute For Internetal Economics*, 1-9.
46. Truman, E. M. (2009 ). A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices. *Revue d'économie financière (English ed.)* , 429-451.
47. TVF. (2017, Haziran 07). *Şirket Ana Sözleşmesi* . Türkiye Varlık Fonu A.Ş.: <http://www.turkiyevarlikfonu.com.tr/content/files/Sirket-ana-sozlesmesi.pdf> adresinden alındı
48. TVF. (2017, 5 Mayıs). *Türkiye Varlık Fonu İnternet Sitesi*. Türkiye Varlık Fonu: <http://www.turkiyevarlikfonu.com.tr/TR> adresinden alındı
49. TVF. (2022). *Türkiye Varlık Fonu Entegre Faaliyet Raporu 2021*. İstanbul: TVF.
50. TVF. (2023, Ocak 29). *2022/01 Sayılı Türkiye Varlık Fonu Sürdürülebilirlik Politikası*. Türkiye Varlık Fonu İnternet Sitesi: <https://www.tvf.com.tr/uploads/file/tvf-surdurulebilirlik-politikasi.pdf> adresinden alındı
51. TVF. (2023, Ocak 20). *Genel Bilgiler*. Türkiye Varlık Fonu: <https://www.tvf.com.tr/biz-kimiz/hakkimizda/genel-bilgiler> adresinden alındı
52. TVF. (2023, Şubat 10). *İletişim*. TVF İnternet Sitesi: <https://www.tvf.com.tr/iletisim/iletisim-bilgileri> adresinden alındı
53. TVF. (2023, Ocak 19). *Raporlar*. TVF İnternet Sitesi: <https://www.tvf.com.tr/uploads/file/tvf-entegre-rapor-2021.pdf> adresinden alındı
54. TVF. (2023, Şubat 12). *Yol Haritamız*. TVF İnternet Sitesi: <https://www.tvf.com.tr/biz-kimiz/hakkimizda/biz-kimiz-hakkimizda-yol-haritamiz> adresinden alındı
55. Wessel, B., & Tolleshaug, H. (2020). *Strategy 2021–2022 Norges Bank Investment Management*. Oslo: NBIM.
56. Yalçın, K., & Sürekli, A. M. (2015). Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği. *Gazi Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 1-29.