

Ulusal Varlık Fonlarının Politik Boyutu¹

İlker YAMAN (<http://orcid.org/0000-0002-3724-7467>), Department of Public Finance, Recep Tayyip Erdoğan University, Turkey; e-mail: ilker.yaman@erdogan.edu.tr

Ahmet Burçin YERELİ (<http://orcid.org/0000-0002-8746-6756>), Department of Public Finance, Hacettepe University, Turkey; e-mail: aby@hacettepe.edu.tr

The Political Aspect of Sovereign Wealth Funds²

Abstract

Sovereign wealth funds which have become one of the most important financial actors of the 21st century are state-owned investment funds mostly with a long term investment perspective and are in search of commercial return with the aim of protecting and enhancing the accumulation of wealth of the states. Considering the volume they manage, sovereign wealth funds are among the fast-growing investors by leaving behind a large number of financial investors such as hedge funds and private equity funds. The active participation of sovereign wealth funds in the 2007-08 Global Financial Crisis has led to an increase in the interest directed to them and led to a detailed examination of such funds. The global financial crisis has also brought with it the risky view of the sovereign wealth fund activities. The risks carried by sovereign wealth funds draw much more attention than the benefits they provide hence some concerns are arising about such funds. Concerns about sovereign wealth funds can be examined under three group as political concerns, economic concerns and concerns about the transparency of sovereign wealth funds. In addition, because of a number of sovereign wealth funds are chariness about declaring their activities and institutional structure explicitly, regulatory and protectionist measures needed to be taken for such funds. It is also expressed frequently that the investments of sovereign wealth funds will negatively affect the performance of companies and destabilise the financial markets. Considering the experiences at the recent years about sovereign wealth funds, evidences suggest that the minority of the funds are acting for political purposes and the majority of the funds are acting with economic motives. Evidences also indicate that investments made by sovereign wealth funds contribute to the stability of financial markets and global economy. Finally, results show that sovereign wealth funds can affect the performance of the companies positively which they invest in.

Keywords : Sovereign Wealth Funds, Political Implications, 2007-08 Global Financial Crisis, Regulatory Issues.

JEL Classification Codes : G15, G23, G38, O50, F30.

¹ Bu makale Sosyoekonomi Derneği ile Hacettepe Üniversitesi Piyasa Ekonomisini ve Girişimciliği Geliştirme Merkezi tarafından Avusturya'nın Viyana şehrinde, 27-28 Ekim 2017 tarihlerinde düzenlenen "Dördüncü Uluslararası Sosyoekonomi Derneği Yıllık Buluşması"nda sunulan çalışmanın gözden geçirilmiş ve genişletilmiş halidir.

² This article is the revised and extended version of the paper presented in "Fourth International Annual Meeting of Sosyoekonomi Society" which was held by Sosyoekonomi Society and CMEE - Center for Market Economics and Entrepreneurship of Hacettepe University, in Vienna/Austria, on October 27-28, 2017.

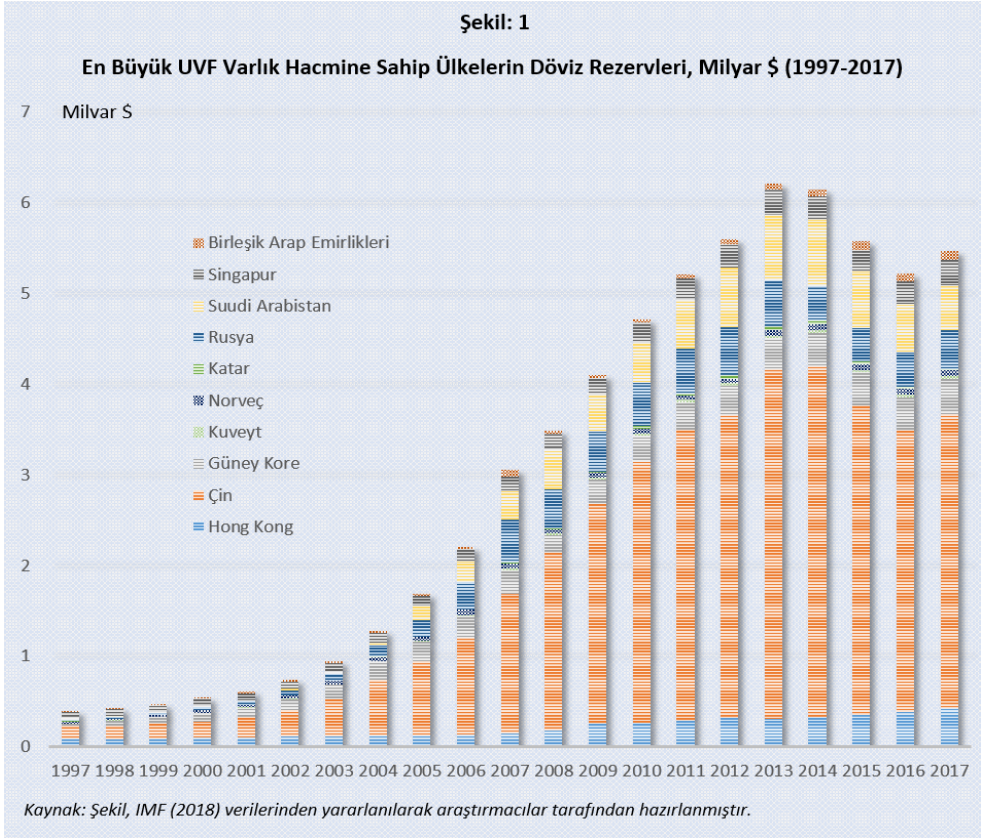
Öz

21. yüzyılın önemli finansal aktörlerinden biri haline gelen ulusal varlık fonları, devletlerin varlık birikimini korumak ve arttırmak gayesiyle ticari getiri elde etme arayışında olan ve çoğunlukla uzun vadeli yatırım perspektifine sahip devlet mülkiyetindeki yatırım fonlarıdır. Ulusal varlık fonları, yönettikleri varlık hacmi dikkate alındığında hedge fonları ve özel sermaye fonları gibi çok sayıda finansal kurumu geride bırakarak hızla büyüyen yatırımcılar arasındadır. Bu tür fonların 2007-08 Küresel Finans Krizinde aktif bir şekilde rol almaları, hem kendilerine yöneltilen ilginin daha da artmasına hem de kendilerinin detaylı bir şekilde incelenmesine neden olmuştur. Ayrıca küresel finans krizi, ulusal varlık fonlarının faaliyetlerinin riskli olarak görülmesini de beraberinde getirmiştir. Ulusal varlık fonlarının taşıdığı riskler, sağladığı yararlardan daha fazla dikkat çekmekte dolayısıyla bu tür fonlara yönelik bazı kaygılar oluşmaktadır. Ulusal varlık fonlarına yönelik hissedilen kaygılar politik kaygılar, ekonomik kaygılar ve ulusal varlık fonlarının şeffaflığına yönelik kaygılar olarak üç grup altında incelenebilmektedir. Ulusal varlık fonlarının çoğunlukla insan haklarının gelişmemiş olduğu ve demokratik olmayan ülkelerin mülkiyetinde olması bu tür fonların faaliyetlerine kuşkuyla yaklaşılmasına neden olmaktadır. İlaveten bir dizi ulusal varlık fonunun, faaliyetlerini ve kurumsal yapısını açık bir şekilde beyan etmekte ihtiyatlı davranması, bu tür fonlara yönelik düzenleyici ve korumacı önlemlerin alınmasını da beraberinde getirmiştir. Ulusal varlık fonu yatırımlarının, şirketlerin performansını negatif yönde etkileyeceği ve finansal piyasaların istikrarını bozacağı da sıklıkla dile getirilen eleştirilerdendir. Son yıllardaki deneyimler dikkate alındığında ulusal varlık fonlarının politik amaçlarla hareket ettiğine dair bulgular azınlıkta kalmakta ve bu tür fonların ekonomik güdülerle hareket ettiğine dair bulgular çoğunlukta olmaktadır. Ayrıca ulusal varlık fonlarının gerçekleştirdikleri yatırımlarla finansal piyasaların ve küresel ekonominin istikrarına katkı yaptığını belirten görüşler ön plana çıkmaktadır. Son olarak ulusal varlık fonlarının, yatırım yaptıkları şirketlerin performansını pozitif yönde etkileyebildiğine dair sonuçlara ulaşılmaktadır.

Anahtar Sözcükler : Ulusal Varlık Fonları, Politik Çıkarımlar, 2007-08 Küresel Finans Krizi, Düzenleyici Önlemler.

1. Giriş

21. yüzyılın önemli finansal aktörlerinden biri haline gelen ve devletlerin mülkiyeti altında çoğunlukla uzun vadeli yatırım perspektifine sahip yatırım fonu niteliğinde olan *ulusal varlık fonları* (sovereign wealth funds), devletlerin varlık birikimini korumak ve arttırmak gayesiyle ticari getiri elde etmeyi ve ülke ekonomilerini daha istikrarlı kılmayı hedefleyen uygulamalardır. Bahsi geçen uygulamalara hizmet eden beş tip varlık fonu mevcuttur: Mali istikrar fonu, kalkınma fonu, rezerv yatırım fonu, tasarruf fonu ve emeklilik karşılığı fonu. Olası politik ve stratejik motivasyonlarını bir kenara bırakırsak, mali istikrar fonları, finansal kriz dönemlerinde ülkelerin ekonomik istikrarına katkıda bulunmakta; kalkınma fonları, ülkelerin ihtiyaç duyduğu stratejik sektörlerde yatırımları desteklemekte; rezerv yatırım fonları, yatırımların verimliliğini arttırmakta; tasarruf fonları ülkelerin varlık birikimini uzun vadede değerlendirmekte ve emeklilik karşılığı fonlar, varlıkları gelecek nesiller için değerlendirmektedir. Bunun yanı sıra ulusal varlık fonlarının devletlerin gelir kaynaklarını çeşitlendirmek, ülkelerin makroekonomik ve kalkınma amaçlarına doğrudan ulaşmasına yardımcı olmak, ekonomideki satın alma gücünü korumak ve ihtiyaç dışı döviz likiditesini değerlendirmek gibi amaçları da söz konusudur (Bean, 2009: 73).



Ulusal varlık fonları çok sayıda finansal yatırım kurumunu geride bırakarak hızla büyüyen ve önemi giderek artan yatırımcılar arasındadır. Haziran 2018 yılı verilerine göre ulusal varlık fonları tarafından yönetilen varlık miktarı 7,8 trilyon Amerikan dolarını aşmaktadır (Sovereign Wealth Fund Institute, 2018). Bu değerdeki varlık hacmiyle ulusal varlık fonları, Mart 2017 yılı itibarıyla, sırasıyla 3,2 ve 2,5 trilyon Amerikan doları değerinde varlığa sahip olan “hedge” ve “özel sermaye” fonlarını geçmiştir (BarclayHedge, 2017; Preşin, 2017). Oysa 2015 yılı itibarıyla 38 trilyon Amerikan dolarının üzerinde ticari varlığı yöneten “özel emeklilik” fonlarına (OECD, 2016: 5) ve 2014 yılı itibarıyla 30 trilyon Amerikan dolarını aşan “yatırım” fonlarına (mutual funds) kıyasla ulusal varlık fonlarının varlık hacmi düşük kalmaktadır (ICI Global, 2014: 1). Geleneksel olmayan³ yatırım kurumları arasında üst basamaklardaki varlık yönetimlerinden biri olan ulusal varlık

³ Hedge fonları, ulusal varlık fonları, özel sermaye fonları ve borsa yatırım fonları (EFT) geleneksel olmayan alternatif yatırım kurumlarıdır. Detaylı bilgi için bkz: TheCityUK, 2014: 14.

fonlarının varlık hacminin gelecekte daha da artacağı ve 2020 yılında 8,9 trilyon Amerikan dolarına ulaşacağı tahmin edilmektedir (PwC, 2014: 9). Ulusal varlık fonlarının son yıllarda bu denli hızlı bir büyüme göstermesi emtia fiyatlarındaki hızlı artışa ve bir dizi yükselen piyasa ekonomisinin ticaret fazlası vermesine bağlanmaktadır (Weiss, 2008: 2). 2000'li yıllarda petrol ürünlerine yönelik yaşanan talep artışı neticesinde petrol fiyatlarının artması ve üretimin, üretim maliyetinin düşük olduğu ülkelere yönelmesi varlık fonlarının finansmanını kolaylaştırmıştır. Neticede bu ülkelerin büyük ödemeler bilançosu fazlaları vermeleri döviz rezervlerini artırmış (Şekil 1) ve bu rezervlerin değerlendirilmesine yönelik arayışlar ortaya çıkmıştır. Varlık fonlarının yönettikleri varlık miktarı ülkelerin döviz rezervlerinin genişlemesiyle paralellik göstermektedir. Başka bir ifadeyle ulusal varlık fonlarının sayısı ve hacmi, döviz rezervlerindeki artış ile uyumlu olarak artmaktadır.

OECD (2011: 8)'e göre, son küresel finans krizinin zirve yaptığı 2009 yılında devlet destekli uluslararası birleşme ve satın almaların, toplam uluslararası birleşme ve satın almaların %20'sine (120 milyar Amerikan doları) ve bahsi geçen devlet destekli faaliyetlerin 2010 yılında da toplam uluslararası birleşme ve satın almaların %10'una (70 milyar Amerikan doları) karşılık gelmektedir. Belirtilen devlet temelli uluslararası yatırımlar hem Çin sermayesinden hem de Asya ve Orta Doğu kökenli ulusal varlık fonlarından kaynaklanmaktadır (OECD, 2011: 8).

Bu çalışmada önce varlık fonlarının faaliyetleri politik açıdan değerlendirilecek, ardından ulusal varlık fonlarının 2007-08 Küresel Finans Krizindeki rolü ve bu krizin varlık fonlarına etkisi ortaya konulacaktır. Sonrasında, varlık fonlarına yönelik olarak küresel boyutta gösterilen tepkiler ile ulusal varlık fonu yatırımlarının belirleyicileri ve bu yatırımların etkilerine yönelik bulgular ele alınacaktır.

2. Ulusal Varlık Fonlarının Politik Açından Değerlendirilmesi

Ulusal varlık fonlarının taşıdığı riskler, sağladığı yararlardan daha fazla dikkat çekmektedir. Ulusal varlık fonlarının 2000'li yıllardaki hızlı yükselişi, gerçekleştirdikleri faaliyetler ve çok sayıda varlık fonunun şeffaflıktan uzak oluşu bir dizi kaygının oluşmasına, bu tür fonların gerçek niyetlerinin ne olduğunun sorgulanmasına ve tartışmaların yaşanmasına neden olmuştur. Varlık fonlarının devlet sahipliği altında varlık yöneticisi, varlık yatırımcısı ve kredi sağlayıcısı konumundan uzaklaşıp mülkiyet sahibi konumuna gelen bir kurum olarak görülmesi bu tür fonlara yönelik eleştirileri artırmıştır (Das, 2009: 97).

Ulusal varlık fonları, gerçekleştirdiği bir dizi faaliyet nedeniyle küresel boyutta politika yapıcılarının, medyanın ve bilim dünyasının dikkatini üzerine çekmiştir. Ulusal varlık fonlarının küresel arenada ön plana çıkmasına neden olan olayların başında, Şubat 2006'da, devlet mülkiyetindeki Dubai Ports World'un, altı Amerikan limanını satın alma teşebbüsünde bulunması gelmektedir (Barbary & Bortolotti, 2013: 309; Shunmugam, 2012: 282). Varlık fonlarının ses getiren diğer bir teşebbüsü ise mali kayıp yaşamaları pahasına, 2007-08 küresel finans krizi esnasında krizden olumsuz bir şekilde etkilenen ve likiditeye ihtiyacı olan bir dizi batı kökenli finansal kuruma yatırım yapmalarıdır. Bu tür stratejik

yatırımlar varlık fonlarının sorgulanmasının önünü açmıştır. Ancak ulusal varlık fonlarının stratejik yatırımları batı ülkeleri ile sınırlı değildir. Ocak 2006'da, Singapur'a ait olan Temasek Varlık Fonu'nun, telekomünikasyon alanında faaliyette bulunan Tayland menşeli Shin Corporation şirketini satın alması, Tayland'da politik bir krize yol açmıştır (Weiss, 2008: 15). Varlık fonlarının doğasının ve yapısının yeniden sorgulanmasına yol açan diğer bir olay ise Arap Baharı esnasında aralarında Libya Yatırım Otoritesi'nin de (Libyan Investment Authority) bulunduğu Libya Devleti'nin mülkiyetindeki varlıkları aniden dondurmasıdır (Barbary & Bortolotti, 2013: 309). Bu durum Libya Varlık Fonu'nun portföyünde bulunan şirketlerde (Unicredit, Person, Finmeccania) tansiyonun yükselmesine neden olmuştur. Ancak ulusal varlık fonlarının küresel finans krizinde gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında gerçekleştirdikleri yatırımlar, bu tür fonların geri dönülemez bir şekilde küresel boyutta ele alınmasının gerçek sebebi olarak görülmektedir.

Ulusal varlık fonlarının temelinde yer alan mülkiyetinin devlete ait olması durumu, bu tür fonları bir kimlik krizinin ortasına atmaktadır (Hsu, 2015: 2). İlk olarak, devlet mülkiyeti ile birlikte yatırım rollerinin birbirine bağlı olması bu tür fonların ne saf bir devlet organı ne de saf bir özel teşebbüs olarak tanımlanmasını zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla bu tür fonlar karşımıza karma bir kuruluş olarak çıkmakta ve devlet mülkiyetindeki diğer şirketlerden yapı, risk anlayışı ve devletin mülkiyet düzeyi olarak farklılaşmaktadır.

Ulusal varlık fonlarına karşı hissedilen kaygılar üç grup altında toplanabilir: politik, ekonomik ve ulusal varlık fonlarının şeffaflığına yönelik kaygılar (Megginson & Fotak, 2015: 741). Politik kaygıların başında, ulusal varlık fonlarının fon sahibi ülkenin ulusal çıkarlarına hizmet edebileceği, dolayısıyla yatırım yapılan ülkenin ulusal güvenliğini zedeleyebileceği ve bu ülke üzerindeki politik etkisini artırabileceği gelmektedir. Başka bir ifadeyle kurum içi yapının hükümet politikalarından ne kadar bağımsız olduğu büyük önem taşımaktadır. Ayrıca demokratik olmayan ülkelerin, varlık fonlarını kullanarak gelişmiş ülkeleri zayıflatmak amacıyla bu ülkelere stratejik öneme sahip varlıkları satın alması ya da savunma ve telekomünikasyon gibi stratejik sektörlere yatırım yapması bu tür fonlara yönelik kaygıları artırmaktadır. Bunun yanı sıra ticari rekabeti tehdit etme (Hsu, 2015: 4), yatırımcı durumunu kullanarak teknoloji transferi yapabilme, yatırım yaptıkları şirketleri kendi ülkelerine yatırım yapmaya zorlama, yatırımlarını hükümetlere karşı pazarlık kozu olarak kullanma (Sandor, 2015: 956), stratejik kaynaklar üzerinde kontrol sahibi olma (Kaminski & Wisniewski, 2015: 173) ulusal varlık fonlarının yol açabileceği diğer politik tehditlerdir. Ulusal varlık fonlarına yönelik ekonomik kaygıların başında ise bu tür fonlar tarafından gerçekleştirilen yatırımların finansal piyasalarda dalgalanmalara neden olabileceği ve fiyat balonları oluşturabileceği yer almaktadır. Son olarak, fon sahibi devletler tarafından politik müdahaleye maruz kalan varlık fonlarının, yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimine ve daha sonra da şirketlerin performansına zarar verebileceğine dair endişeler bulunmaktadır.

Politik kaygıların başında, ulusal varlık fonlarının fon sahibi ülkenin ulusal çıkarlarına hizmet edebileceği yer almaktadır. Varlık fonlarının devlet mülkiyetinde olması, bu tür fonların sadece ticari kazanç amacı gözeterek faaliyette bulunmayacağına, aksine politik etkiye maruz kalacağına dair inançların artmasına sebebiyet vermektedir. Bunun yanı

sıra, bir dizi ulusal varlık fonunun, insan haklarının gelişmemiş olduğu ve özgürlüklerin kısıtlandığı demokratik olmayan ve otoriter devletlerin mülkiyetinde olması, bu tür fonların ekonomik amaçlarının yanında siyasi amaçlara da sahip olabileceği görünümün destek bulmasına yol açmaktadır (Barbary & Bortolotti, 2013: 309). Otokrasilerde varlık fonlarının yönetimi ve gerçekleştirdikleri faaliyetler idarenin iradi kararlarına kuvvetle bağlı olmaktadır (Wang & Li, 2016: 383). Dolayısıyla varlık fonları, yönetimdeki kişilerin çıkarlarına uygun olarak bu kişilerin kişisel tüketim ve zenginliklerini artırmak için kullanılabilir. Oysa demokratik ülkelerde ulusal varlık fonlarının yönetiminde daha fazla kurumsallaşma talep edilmekte ve varlık fonlarının denetim ve hesap verebilirliğinin artmasına yönelik çalışmalar ağırlıkta olmaktadır (Wang & Li, 2016: 383). Ayrıca otokratik ülkelerdeki siyasi karışıklıklar ve jeopolitik riskler, yatırım yapılan firmaların performansına yansıyor, bu tür firmaların faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyebilir. Bu tür devletlerin yöneticileri ulusal varlık fonlarının faaliyetlerini gizli tutma eğiliminde olmakta, yolsuzluk veya yatırım başarısızlığı gibi durumların tespit edilmesini istemeyebilmektedir (Bazoobandi & Nugent, 2017: 4). Ulusal varlık fonları politik açıdan sadece dış ülkelere yönelik tehdit oluşturmamaktadır. Yolsuzluğa maruz kalabilmesi, fon kazançlarının hükümetler tarafından kullanılabilmesi, yurtiçi politik müdahalelere açık olması gibi nedenler varlık fonlarının amaçlarını zedeleyerek yurt içi tehditlerin de oluşmasının önünü açabilmektedir (Rose, 2015: 1).

Ulusal varlık fonlarının politik boyutu, bu tür fonların otokratik yönetimlerin veya demokratik yönetimlerin ya da ikisinin arasında olan bir yönetim biçiminin mülkiyetinde olup olmadığıyla yakından ilişkilidir (Rose, 2015: 1). Barbary ve Bortolotti (2013)'e göre ulusal varlık fonunun kendisi ve mülkiyetinde olduğu ülkenin yönetim şekli arasında bir bağlantı kurulabilir. Aşağıda oluşturulan tabloda ulusal varlık fonuna sahip ülkelerin siyasi eğilimleri resmedilmektedir. Rejim puanı -10 olan ülkeler sıkı otokratik ülkeler ve rejim puanı 10 olan ülkeler yüksek düzeyde demokratik ülkelerdir. İdare puanı düşük olan ülkelerin varlık fonları, politik risk oluşturabilecek varlık fonları olarak görülmektedir.

Tablo: 1
Seçilmiş Ulusal Varlık Fonlarının Toplam Varlık Değeri

Ülke	UVF Varlık Hacmi*	İdare Puanı	Ülke	UVF Varlık Hacmi*	İdare Puanı
Norveç	1.058	10	Rusya**	90	4
Çin**	1.682	-7	Libya	66	0
BAE**	1.172	-8	ABD**	161,2	10
Kuveyt	592	-7	Kazakistan**	121	-6
Hong Kong	522	-	Brunei	60	-
Suudi Arabistan**	875	-10	Türkiye	40	9
Singapur**	765	-2	Malezya	38,7	6
Güney Kore	134	8	Azerbaycan	33	-7
Avustralya**	108	10	Umman**	24	-8
İran	91	-7	Doğu Timor	16,6	7

*milyon dolar bazında. **sahip oldukları varlık fonlarının varlıklarının toplamı alınmıştır.

Kaynak: Tablo, Sovereign Wealth Fund Institute ve CSP (2018)'den yararlanılarak araştırmacılar tarafından oluşturulmuştur.

Varlık fonlarının buldukları ülkelerdeki politik ve ekonomik huzursuzluklar, bu tür fonların uzun vadeli yatırım anlayışında sapamaya yol açmakta ve varlık fonlarının elindeki varlık fazlaları ülkenin o anki ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik kullanılabilir.

(Barbary & Bortolotti, 2013: 322-323). Örneğin 2008 krizinde %50 değer kaybeden Kuveyt Menkul Kıymetler Borsasındaki düşüşün hafifletilmesi ve oluşan kayıpların bir kısmının telafi edilebilmesi için Kuveyt Parlamentosu, Kuveyt Yatırım Otoritesine yurt dışında bulunan 3,6 milyar Amerikan doları değerindeki varlığı ülke içine getirerek ülke ekonomisine ve özellikle de finansal piyasalara katkıda bulunmasını zorunlu tutmuştur (Barbary & Bortolotti, 2013: 323).

Politik müdahale ve istikrarsızlıklar ulusal varlık fonlarının önceliklerinin değişmesine neden olmaktadır. Benzer şekilde politik müdahale ve istikrarsızlıklar, varlık fonlarının yatırım stratejilerinin değişmesine ve kâr elde etme hedefinden uzaklaşmasına da neden olmaktadır. Daha geniş bir ifadeyle Arap ülkelerindeki sosyal ve politik istikrarsızlıklar ulusal varlık fonlarının davranışında ve doğasında değişiklikler meydana getirmektedir. Dolayısıyla ulusal varlık fonları uzun vadeli yatırımcı ve sermaye ile likidite sağlayan statüsünü kaybetmekte ve kısa vadeli yatırımlarla nakit ihtiyaçları karşılayan ve politik risk taşıyan yatırımcılara dönüşmektedir. Ulusal varlık fonlarının yarattığı diğer bir politik kaygı ise ülkeler arasında çıkar çatışmalarına yol açmasıdır. Ulusal varlık fonları tarafından savunma, teknoloji ve enerji gibi stratejik endüstrilere yapılan yatırımlar, yatırım yapılan ülkenin politik güvenliğine tehdit olarak algılanmaktadır. Ulusal varlık fonları, yatırım yaptıkları ülkede hassas ve ileri teknolojileri, şirket içi bilgileri ve sınırlı doğal kaynakların olduğu alanları ele geçirerek fon sahibi ülkenin ulusal çıkarlarına hizmet edebilirler (Rose, 2008: 94). Bu algının arkasında yatan temel nedenler bazı ulusal varlık fonu faaliyetlerinin şeffaflıktan uzak olması ve bu tür fonlarının düzenlemeye olan ihtiyacıdır.

Ulusal varlık fonlarına yönelik ekonomik kaygılara bakıldığında ilk sırada, bu tür fonlar tarafından gerçekleştirilen yatırımların finansal piyasalarda dalgalanmaların artışına yol açabileceği ve fiyat balonları oluşturabileceği yer almaktadır. Ayrıca, politik müdahaleye maruz kalan varlık fonları, yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimine ve performansına zarar vererek şirketlerin küresel iş ortamında rekabetçi avantajının kaybolmasına neden olabilmektedir (Hemphill, 2009: 551-552). Hatta ulusal varlık fonlarının, devletlerin küresel ekonomideki rolünü genişleterek uluslararası boyutta şirketler arasındaki adil rekabeti zedeleyeceğine ve engelleyeceğine yönelik inançların artmasına neden olmaktadır (Liu, 2013: 581). Öte yandan varlık fonlarının devlete olan yakınlığı, bilgi edinmede, diğer piyasa yatırımcılarına nazaran bu tür fonlara bir avantaj sağlamaktadır (Rose, 2008: 97). Her ne kadar varlık fonları kaygı uyandırıcı risklere sahip olsa da bu tür fonların finansal kriz dönemlerinde şirketlerin hissettiği mali baskıyı azaltabildiği, şirketlerin yönetimindeki zafiyetleri giderebildiği, iş arayanlara iş fırsatları sağlayabildiği ve piyasalara istikrar kazandırabildiği de bilinmektedir.

Ulusal varlık fonlarının yeterince şeffaf olmayışı, bu tür fonların yönetimine ve faaliyetlerine yönelik şüphelerin oluşmasına ve bu tür fonlara temkinli yaklaşılmasına neden olmaktadır. Bazı varlık fonlarının rollerinin ve sorumluluklarının açık olmaması ve yatırım stratejileri ve varlık hacimleri hakkında az bilgiye ulaşılabilmesi küresel piyasalarda güveni azaltmakta ve bu tür fonların ekonomilere fayda sağlayıp sağlamadığının sorgulanmasına neden olmaktadır.

Belirtilen alanların dışında da ulusal varlık fonlarına yönelik bir dizi kaygının oluştuğunu görmek mümkündür. Örneğin, ülkelerin ulusal güvenliğini sağlamak adına yatırım alan ülkelerin uluslararası sermayeye yönelik korumacı önlemler alması gerekebilir. Bu tür önlemler sermayenin serbest dolaşımını kısıtlayacağı gibi küresel ekonominin işleyişini de bozacaktır. Dolayısıyla devletler varlık fonları aracılığıyla serbest girişimciliği zedeleyebilme ve kaynakları en iyi kullanım alanlarından uzaklaştırma gücüne sahip olmaktadır (Markheim, 2008: 1-2). Buna göre, varlık fonları ekonomik ve ulusal güvenlik sorunlarının yanında başka sorunlara da yol açabilmektedir. Ülkelerin bu tür fonların yatırımlarına yönelik yenilikçi faaliyetlerin oluşumunu engelleyen, verimliliği azaltan, ekonomik büyümeyi yavaşlatan ve işsizliği artıran korumacı önlemler alması da büyük bir tehlike oluşturmaktadır (Markheim, 2008: 4).

3. 2007-2008 Küresel Finans Krizinde Ulusal Varlık Fonlarının Rolü

Ulusal varlık fonları, küresel finans krizi öncesinde sıradan ve dikkat çekmeyen yatırımcılar olarak karşımıza çıkmakta idi. Bu tür fonların küresel gündemdeki yükselişi finansal istikrarsızlığın arttığı, özel sektör aktörlerinin mali sıkıntı içine girdiği ve yabancı yatırımların ulusal güvenlik riskleri oluşturduğu bir döneme denk gelmektedir. Ulusal varlık fonlarının küresel finans krizi boyunca gösterdikleri davranışlar bir yandan bu tür fonların yatırım stratejilerinin sorgulanması ve faaliyetlerinin sıkı bir şekilde incelenmesi gerektiği tartışmalarını beraberinde getirirken, bazı kesimlerde varlık fonlarının ekonomik kriz dönemlerinde finansal piyasaların işleyişine katkı yapabileceğine dair bir inanç da mevcuttur.

Hemen hemen bütün finansal varlık fiyatlarının düşmesine ve çok sayıda finansal yatırımcının ciddi mali kayıplar yaşamasına neden olan küresel finans krizi, likidite sıkıntısı çeken piyasalar veya sektörler için varlık fonu sermayesinin ne kadar önemli olduğunu göstermiştir. Varlık fonları, küresel finans krizi esnasında sermaye piyasalarına istikrarlı bir şekilde finansman sağlamak şeklinde önemli bir görevi üstlenmişlerdir (Park & Hoorn, 2012: 2011). ABD Merkez Bankası ulusal varlık fonlarını pragmatik bir yaklaşımla değerlendirmekte ve bu tür fonları finansal kriz süresince finansal kurumlara yatırım yapan değerli bir sermaye ve likidite kaynağı olarak görmektedir (Freeman, 2017: 785). Oysa bu açıklamadan önce ABD Hazine Bakanlığı, ulusal varlık fonları vasıtasıyla yapılan yatırımların politik etki yaratmak için kullanabileceğini, şeffaflıktan yoksun olmaları nedeniyle kaygı uyandırabileceğini ve bu tür fonların gelecekte ulusal ekonomiler üzerinde negatif etkiler doğurabileceğini beyan etmiştir (Freeman, 2017: 782).

2007-2008 küresel finans krizinde ulusal varlık fonları, yatırımlarını ilk olarak gelişmiş ülkelere doğru yönlendirmiş ve başlangıçta bu ülkelerin devlet tahvillerine yatırım yapmışlardır (Csoma, 2015: 274). Kriz döneminde, ulusal varlık fonlarının yatırım yapmak için tercih ettikleri bölgelerin en başında Kuzey Amerika (ABD) ve Avrupa (İngiltere, Almanya) sermaye piyasaları gelmektedir. Piyasa yapısının likit ve derin olması, istikrarlı bir ekonomi ve yabancı yatırımlara açıklık bu tür ülkeleri varlık fonları tarafından tercih edilebilir kılmıştır. Bu dönemde Ortadoğu ve Asya kökenli varlık fonları finansal sektöre aktif bir şekilde yatırım yaparak ön plana çıkmışlardır (Lo Turco, 2014: 29). Braunstein

(2017: 60) finansal açıdan çalkantılı dönemlerde ulusal varlık fonlarının kullanımının finansal krizlerin büyüklüğüne bağlı olmadığını aksine ülkelerin politik ekonomisi ile ilişkili olduğunu belirtmektedir.

Varlık fonlarının, kriz esnasında yatırım yaptıkları araçların en başında ABD devlet tahvilleri yer almaktadır (Csoma, 2015: 274). ABD devlet tahvillerinin ilk tercih olmasının nedeni bu tür tahvillerin güvenilir olmasıdır. Ancak devlet tahvili arzının varlık fonlarının büyük döviz rezervleri karşısında yetersiz kalması ve devlet tahvillerinin teklif ettiği kazançların azalması, varlık fonlarını alternatif yatırım alanları aramaya itmiştir (Csoma, 2015: 274). Ayrıca, finans kurumlarının hisseleri de varlık fonlarının yatırım yaptıkları seçenekler arasındadır. Öte yandan, özel sermaye ve hedge fonları da varlık fonlarının değerlendirildiği diğer seçenekler arasındadır (Csoma, 2015: 275).

Tablo: 2
Seçilmiş Ulusal Varlık Fonlarının Küresel Finans Krizindeki Performansları

Amaç	Fon Sahibi Ülke	Varlık Kompozisyonu	2008	2009	2010
İstikrar	Şili (ESSF)	Para piyasası, tahvil	% 7,6	% 2,5	% 1,8
İstikrar/Tasarruf	Doğu Timor	Tahvil, hisse	% 6,9	% 0,6	% 3,8
	Trinidad Tobago	Tahvil, hisse	% 3,6	% 2,8	% 6,1
Rezerv Yatırım	Çin	Nakit, tahvil, hisse, alternatif	% -2,1	% 11,7	% 11,7
	Kore	Tahvil, hisse, alternatif	% -13,7	% 18,7	% 8,5
Emeklilik Rezervi	Avustralya	Nakit, tahvil, hisse, alternatif	% -4,2	% 10,6	% 12,4
	Yeni Zelanda	Tahvil, hisse, alternatif	% -22,1	% 15,5	% 25,1
	İrlanda	Tahvil, hisse, alternatif	% -30,4	% 20,6	% 11,7
Tasarruf	USA	Tahvil, hisse, alternatif	% -18,0	% 11,7	% 20,6
	Kanada	Tahvil, hisse, alternatif	% -18,1	% 17,8	% 10,4
	Norveç	Tahvil, hisse	% -23,3	% 25,6	% 9,6
	Singapur (Temasek)	Hisse	% -30,0	% 42,0	% 4,6
	Malezya	Hisse	% -35,7	% 43,9	% 33,4

Kaynak: Park & Hoorn, 2012: 213.

Küresel finans krizi, dünya genelinde iktisadi faaliyet düzeyinde büyük düşüşe ve fiyatlarda yüksek dalgalanmalara neden olmuştur. Varlık fonlarının kriz öncesindeki başarılı performansı, bu tür fonların krizin yarattığı olumsuz sonuçlardan korunmasına yardımcı olamamıştır. Ulusal varlık fonları krizin derinliğini yanlış hesaplayarak, krizin dip noktasını kaçırmış, dolayısıyla da hisse ve alternatif yatırım araçlarının fiyatlarındaki keskin düşüşler varlık fonlarının zarar etmesine neden olmuştur (Tablo 2). Tablo 2’de büyük varlık hacmine sahip fonların portföy hacimlerinin 2008 yılı boyunca dikkate değer oranda daraldığı görülmektedir. Ancak bu durum dahi varlık fonlarının büyümesini engelleyememiştir. İlerleyen yıllarda varlık fonlarının zararı azalmış ve pozitif büyüme elde edilmiştir.

Mali kayıp yaşamaları pahasına batılı finans kurumlarına yatırım yapan varlık fonları Tablo 3’te görülmektedir. Tahminler, küresel finans krizi esnasında ADIA’nın fon değerinin %40, KIA’nın %36, QIA’nın %41, SAMA’nın %12 ve NGPF’nin %30 azaldığına işaret etmektedir⁴ (WLC, 2010: 5). İlaveten, ulusal varlık fonlarının küresel finans krizi boyunca

⁴ ADIA-Abu Dhabi Investment Authority, KIA-Kuwait Investment Authority, QIA-Qatar Investment Authority, SAMA-Saudi Arabian Monetary Agency ve NGPF-Norwegian Government Pension Fund.

yaşadıkları kayıpların 200 milyar Amerikan dolarından fazla olduğu tahmin edilmektedir (Templin, 2011: 119). Ulusal varlık fonlarının 2008 yılında ciddi mali kayıplarla yüzleşmesi bu tür fonların tartışılmasını ve suçlanmasını da beraberinde getirmiştir. İlk olarak ulusal varlık fonları krizin başlangıç aşamasında piyasaya girmelerinden dolayı öngörüsüzlükle suçlanmıştır (Kunzel vd., 2011: 8). İkinci olarak ise yurtiçi piyasaların finansal desteğe ihtiyacı varken ulusal varlık fonlarının yurtdışı piyasalara yönelmesi bu tür fonların eleştirilen bir diğer yanındır (Kunzel vd., 2011: 8).

Tablo: 3
Küresel Finans Krizi Esnasında Ulusal Varlık Fonu Yatırımları, 2006-2008

Tarih	Ulusal Varlık Fonu	Hedef	Değer*	Hisse Oranı
27 Mart 2006	Temasek	Standart Chartered	4.000	-
6 Ekim 2006	Istithmar	Standart Chartered	1.000	-
23 Temmuz 2007	Temasek	Barclays	2.000	%2,1
Temmuz 2007	QIA	Barclays	2.000	%5,8
27 Kasım 2007	ADIA	Citigroup	7.500	%4,9
10 Aralık 2007	GIC	UBS	9.200	%9,9
19 Aralık 2007	CIC	Morgan Stanley	5.600	%9,9
27 Aralık 2007	Temasek	Merrill Lynch	4.400	%9,4
15 Ocak 2008	GIC	Citigroup	6.880	%3,7
15 Ocak 2008	KIC	Merrill Lynch	6.600	%10-11
15 Ocak 2008	KIA	Merrill Lynch	2.000	-
15 Ocak 2008	KIA	Citigroup	7.700	%4,1
15 Ocak 2008	QIA	Credit Suisse	3.000	-
8 Şubat 2008	GIC	UBS	14.400	-
25 Haziran 2008	QIA	Barclays Bank	3.500	-
27 Temmuz 2008	Temasek	Merrill Lynch	3.400	-

*Milyon Dolar (\$)

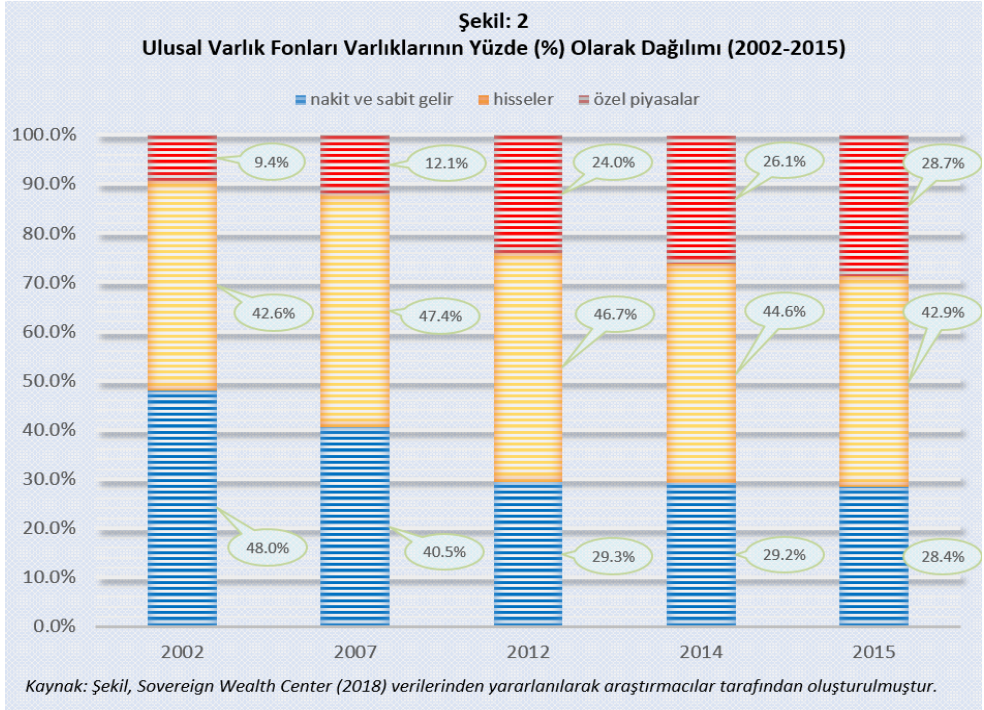
Kaynak: Curzio & Miceli (2010)'dan aktaran Miceli vd. (2015:21) ve Lo Turco (2014:29).

Finansal kriz döneminde varlıklarını ülke içindeki mali sorunları çözmeye kullanan varlık fonları da mevcuttur. Hükümetler, varlık fonlarını, ekonomik güven oluşturmak ve piyasaları hareketlendirmek amacıyla ülke içinde ekonomik faaliyetleri desteklemeye ve yurtiçi ekonomik istikrarı sağlamada kullanmışlardır. Mali açıkları finanse etmek, sermaye piyasalarına ve ulusal bankacılık sistemine sermaye aktarımında bulunmak, yurtiçi gayrimenkul satın almak ve canlandırma paketlerini finanse etmek varlık fonlarının yurtiçinde yer aldığı ekonomik faaliyetler arasındadır (Balin, 2010: 4). Örneğin, Kuveyt hükümeti, varlık fonu aracılığıyla, Kuveyt borsasının aşırı değer kaybetmesini önlemek için hisse satın alım işlemlerine başlamış ve Norveç hükümeti, Norveç Kamu Emeklilik Fonundan 14,8 milyar Amerikan doları tutarındaki varlığı sermaye piyasasını canlandırmak için kullanmıştır (Cooke, 2009: 735). Rusya Rezerv Fonu, 2008 yılında Rusya Menkul Kıymetler Borsasına likidite enjekte etmiş ve İrlanda Ulusal Rezerv Emeklilik Fonu, İrlanda ulusal bankacılık sistemine 12 milyar Amerikan doları tutarında likidite aktarmıştır (Miceli vd., 2015: 21).

4. Küresel Finans Krizinin Varlık Fonlarına Etkisi

Küresel finans krizinde varlık fonlarının ciddi mali kayıplarla yüzleşmiş olmasına ve bu tür fonların şeffaflıktan yoksun olmasına yönelik dile getirilen şikâyetler ulusal varlık fonları üzerinde dönüştürücü bir etkiye sahip olmuştur. Bu etkiler varlık fonlarının yatırım anlayış ve stratejilerindeki değişim, finansman kaynaklarında meydana gelen azalma, kendi

yönetimlerini tekrar değerlendirme ve inceleme, varlık fonlarını yurtiçi ekonomik istikrarı sağlamak amacıyla kullanma ve politik risk oluşturma şeklindedir (Balin, 2010: 2-7).



Krizin varlık fonları üzerindeki en önemli etkisi, kuruluş amaçlarına ulaşmak, yatırım riskini azaltmak ve maksimum getiriyi elde etmek için bu tür fonların kendi yatırım anlayış ve stratejilerini yeniden gözden geçirmeye zorlamasıdır (Csoma, 2015: 275). Küresel finans krizi sonrasında ulusal varlık fonları varlıklarını çok sayıda farklı varlık sınıfı arasında dağıtmaya başlamışlardır. Böylece ulusal varlık fonlarının varlık dağılımı değişmiştir. Şekil 2’de, 2002-2015 yılları arasında ulusal varlık fonlarının ortalama varlık dağılımı yüzde olarak gösterilmektedir. Ulusal varlık fonlarının varlık dağılımında nakit ve sabit gelirli varlıklardan özel piyasa varlıklarına doğru bir yönelme vardır. Şekil 2’ye dayanarak ulusal varlık fonlarının nakit ve sabit gelirli kaynaklara ayırdığı payın azaldığı, 2002’de %48’den 2015 yılına kadar geçen sürede %28,4’e kadar düştüğü ve özel piyasalara yönlendirilen fonların arttığı, 2002’de %9,4’den 2015 yılında %28,7’ye kadar yükseldiği görülmektedir. 2007-2008 küresel finans krizi bu hareketlenmede anahtar unsur rolündedir. İlk olarak varlık fonlarının öncelikli yatırım alanı olan ve sabit gelir sağlayan devlet kâğıtları ve finansal sektör gözden düşmüş, alternatif piyasalar araştırılmaya başlanmıştır (Hentov, 2015: 1). Ön plana çıkan alternatif yatırım alanları ise özel sermayeli enerji, altyapı, emlak ve havacılık gibi sektörlerdir.

İkinci olarak, varlık fonları daha dikkatli bir yatırım politikası benimseyerek yaptıkları ticari işlemlerin sayısını artırmışlar ancak ticari işlem başına düşen sermaye değerini azaltmışlardır (Csoma, 2015: 276). Varlık fonlarının yatırım anlayışlarında ortaya çıkan diğer bir değişim de, risk yönetim politikalarının gevşetilmesiyle daha riskli yatırımların tercih edilmeye başlanmasıdır (Csoma, 2015: 275). Ayrıca varlık fonları, varlıklarını yönetmeleri için profesyonel dış yöneticilere başvurmuşlardır (Csoma, 2015: 275). Son olarak küresel finans krizi sonrasında, varlık fonları uzun vadede sürdürülemez olan yatırım politikalarından vazgeçmiş ve ağırlıklı olarak kısa vadeli yatırımlara daha fazla önem vermişlerdir. Bu yolla varlık fonları kısa vadede kolayca nakde çevrilebilir varlıklara yatırım yaparak, kısa vadeli likidite veya nakit ihtiyaçlarını karşılamayı amaçlamışlardır. Küresel finans krizinde emtia fiyatlarının düşmesi ve küresel ticaretteki yavaşlamalar varlık fonlarının finansman kaynaklarının azalmasına yol açmıştır (Balin, 2010: 3). Hükümetlerin bazı fonları yurtiçi ekonomik istikrarı sağlamada kullanması da bu azalışa katkı sağlamıştır. Bu yavaşlama neticesinde varlık fonlarının faaliyetlerinde bir yavaşlama meydana gelmiş ve varlık fonları 2008 yılında 58 hisse satın alımı işlemi gerçekleştirirken bu sayı 2009 yılında 12'ye düşmüştür (Balin, 2010: 3).

Küresel finans krizinin varlık fonları üzerindeki diğer bir etkisi ise, bu tür fonların şirketlerden aldıkları hisse paylarının yönetimde önemli kararlara katılmasını sağlayacak düzeyde olmasıdır (Csoma, 2015: 275). Bu yatırım tarzı, ulusal varlık fonlarını hissedar yaparak aktif yatırımcılar olarak anılmalarına neden olmuştur. Bu gelişmeler ulusal varlık fonlarının regüle edilmesi ihtiyacının doğmasına yol açmıştır.

Ulusal varlık fonu yatırımlarının coğrafi dağılımında da zaman içinde değişimler meydana gelmiştir (Kunzel vd., 2011: 11). Gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik belirsizlik, ulusal varlık fonlarının yönünü yükselen piyasa ekonomilerine doğru çevirmesine neden olmuştur. Örneğin, Temasek Asya'da yükselen piyasa ekonomilerine ve Brezilya'ya odaklandığını belirtmiş ve Norveç Kamu Emeklilik Fonu Asya'daki faaliyetlerini artırmıştır.

2008 küresel finans krizi ile birlikte ulusal varlık fonları kendilerine has amaçlarının dışında görevler üstlenmişlerdir. Bu tür görevler arasında en sık görülen faaliyetler bankacılık sistemi üzerinden ulusal banka ve kurumların mali yönden desteklenmesi gelmektedir (Kunzel vd., 2011: 9). Esasında çoğunlukla uzun vadeli makroekonomik amaçlara ulaşmak için yaratılan varlık fonları, finansal piyasaların istikrarı görevini de üstlenerek ikili bir role sahip olmuşlardır.

Küresel finans krizi öncesinde varlık fonları, diğer yatırım fonlarına kıyasla daha az şeffaflığa sahip ve kendi yatırım faaliyetleri hakkında daha az bilgi paylaşma eğilimindeydi. Ayrıca birkaç tanesi hariç varlık fonlarının çoğu bağımsız denetimden uzaktır. Oysa, küresel finans krizi sonrasında varlık fonlarına yönelik daha şeffaf yönetim mekanizmalarının geliştirilip uygulandığı, varlık fonlarının iç ve dış denetimine yönelik alınan tedbirlerin artırıldığı, çok sayıda varlık fonunun kendi faaliyetlerine yönelik yıllık ve ara dönem raporları yayımlamaya başladığı görülmektedir (Fei vd., 2013: 44-45).

5. Ulusal Varlık Fonlarına Yönelik Tepkiler

Sınır ötesi yatırımlarla küresel refaha katkı yapıyor olsalar da Avrupa ve ABD'deki bazı politika yapıcılar devlet mülkiyetindeki fonların güçlü firmalardan ve ekonomik öneme sahip ve stratejik sektörlerden hisse satın almasından endişelenmektedir. Çok sayıda ülke bir yandan ulusal varlık fonlarının sermayesinden nasıl yararlanacağını düşünürken öte yandan bu tür fonların şeffaflıktan yoksun oluşu ve politik amaçlarla hareket etme olasılığı ile mücadele etmektedir. Dolayısıyla ABD, Avrupa Birliği, OECD ve IMF ulusal güvenlik açısından hassas sektörleri korumak ve şeffaf ve kalıcı kurallar koyarak sermayenin serbest dolaşımını sağlamak arasında uzlaştırıcı politikalar arayışındadırlar. Zaman içinde finansal piyasaları istikrarsızlaştırdığı ve yatırım yaptıkları ülkelerin ulusal güvenliğini tehdit ettiği gerekçeleriyle ulusal varlık fonlarına yönelik politik tepkiler ve yasal düzenlemeler ortaya çıkmıştır. Ancak bahsi geçen ülkeler uluslararası yatırımlara kapılarını açmakta, sermayenin serbest dolaşımını desteklemekte ve varlık fonu yatırımlarını da kapsayan her çeşit yabancı yatırımı kabul etmektedirler.

Küresel arenada ulusal varlık fonlarına yönelik kaygılarını dile getiren liderlerden biri olan ABD başkanı Barack Obama ulusal varlık fonlarının ekonomik amaçlarının dışında da amaçlarının olabileceğini ve bu durumun kaygı verici olduğunu belirtmiştir (Reuters, 2008). Beyaz Saray Ulusal Ekonomi Konseyi direktörü Lawrence Summers, ulusal varlık fonlarının kâr maksimizasyonu dışında başka amaçlar peşinde koşup koşmadığını ve getirilerini artırmak, teknoloji aktarmak ya da ekonomi üzerinde etki yaratmak için hükümet gücünün kullanılıp kullanılmadığının incelenmesi gerektiğini belirtmiştir (Summers, 2007). Öte yandan, Rusya Ulusal Varlık Fonu'nun Avrupa'daki enerji altyapısına yönelik yatırımları neticesinde Alman Bakan Angela Merkel'in söylemleri, ulusal varlık fonlarının Avrupa Birliği'ndeki politik arenada tartışılmasına neden olmuştur (Megginson & Fotak, 2015: 741).

Ulusal varlık fonu yatırımlarının ağırlıklı olarak gelişmiş ülkeleri hedef alması, bu ülkelerde uluslararası yabancı sermaye yatırımlarının güvenlik açısından denetimini gündeme getirmiş ve bu yatırımlara yönelik bir dizi kanunun yasallaştırılması ve çok sayıda kurum ve kuruluş tarafından varlık fonlarının yönetimine yönelik gönüllü kodların geliştirilmesi ihtiyacı ortaya çıkarmıştır. Örneğin, ABD 2006 yılında, uygulama sorumluluğu ABD Yabancı Yatırım Komitesi'nde (the Committee on Foreign Investment in the United States / CFIUS) olan Yabancı Yatırım ve Ulusal Güvenlik Kanunu'nu (Foreign Investment and National Security Act / FINSIA) çıkarmıştır (Liu, 2013: 582). Bahsi geçen kanunla, sorumlu kurum ve kuruluşlar ulusal güvenliği zayıflatan ya da tehdit eden ulusal varlık fonu yatırımlarını da kapsayan her türlü ticari işlem veya yatırımı soruşturma yetkisine sahip olmuştur. Genel olarak ABD'de uygulamaya konulan bu sistem dört amaca ulaşmaya çalışmaktadır (Bahgat, 2011: 14): tüketiciyi yeteri kadar korumak, piyasaların adil ve bütünlük içinde işlemlerini sağlamak, kurumların sağlamlığını ve güvenliğini sağlamak ve tüm ekonomik sisteminin istikrarını sağlamak.

İtalya, Fransa ve Almanya sırasıyla 2001, 2007 ve 2008 yıllarında ulusal güvenliği ve kamusal düzeni korumak amacıyla ulusal varlık fonu yatırımlarını da içeren tüm yabancı

yatırımları inceleyen ve yabancı hissedarların şirket içindeki oy hakkını kısıtlayan kanunlar çıkarmışlardır (Barbary & Bortolotti, 2013: 328). Öte yandan, piyasaların işleyişini aksatan ve varlık fonu yatırımlarına engel teşkil eden çok sayıda iyi koordine edilmemiş düzenlemenin daha yapıcı bir şekilde yapılması amacıyla Avrupa Komisyonu 2008 yılında “Ulusal Varlık Fonlarına Yönelik Ortak Avrupa Yaklaşımı” (A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds) başlıklı bildiri yayımlamışlardır (Barbary & Bortolotti, 2013: 328). Bu bildiri ile açık yatırım çevresinin önemi ve ulusal varlık fonlarına yönelik çok taraflı ortak bir yapının geliştirilmesi, mevcut yasal araçların kullanımının teşvik edilmesi, Avrupa Topluluğu’nun ortaya koyacağı yükümlülüklerle ve düzenlemelere saygı ve şeffaflığın oluşturulması desteklenmektedir (Hemphill, 2009: 558). Bunun yanı sıra Ekim 2007’de, G-7 ülkeleri maliye bakanları ve merkez bankası başkanları, başta IMF olmak üzere, Dünya Bankası ve OECD’den, ulusal varlık fonlarının kurumsal yapısı, risk yönetimi, şeffaflığı ve hesap verilebilirliği gibi alanlarda en iyi uygulama kurallarının nasıl olması gerektiğini tespit etmelerini istemişlerdir (Hemphill, 2009: 558). Ayrıca, Avrupa komisyonunun gösterdiği çabaya benzer olarak OECD Yabancı Yatırım Komitesi, 2008 yılında, “Ulusal Varlık Fonları ve Yatırım Alan Ülke Politikaları” (Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies) başlıklı raporu yayımlamıştır (Barbary & Bortolotti, 2013: 330). Raporda ulusal varlık fonlarının yatırım yapan ve yapılan ülkenin ekonomik kalkınmasına katkıda bulunduğu; varlık fonlarının güvenilir, uzun vadeli ve ticari amaçla hareket eden yatırımcılar olduğuna ve yatırım alan ülkelerin korumacı davranışlardan kaçınması gerektiğine vurgu yapılmaktadır (Barbary & Bortolotti, 2013: 332).

Ulusal varlık fonlarına yönelik tepkilerin ve bu tür fonların yatırım yapmalarına yönelik engellerin artması, 2008 yılında, IMF’yi uluslararası çalışma grubu kurmaya itmiştir (IWG / International Working Group). Bu çalışma grubunun ulusal varlık fonlarına yönelik, kısa adıyla Santiago İlkeleri (Santiago Principles) ve uzun adıyla Genel Olarak Kabul Gören İlkeler ve Uygulamalar (GAPP / Generally Accepted Principles and Practices) olarak bilinen ve uygulanması gönüllülük esasına dayalı bir dizi faaliyet kuralını (Code of Conduct) yayımladığı görülmektedir. Santiago Prensipleri, ulusal varlık fonlarının faaliyetlerinin üç temel alanına yönelik öneriler getirmektedir: yasal yapı, amaçlar ve makroekonomik politikalar ile uyum, kurumsal çerçeve ve yönetim yapısı, yatırım ve risk yönetimi çerçevesi (Miceli vd., 2015: 19). Santiago İlkelerinin ulusal varlık fonları tarafından yerine getirilmesi bu tür fonlara karşı küresel boyutta ortaya çıkan düşmanca bir yatırım ortamının oluşmasını engelleyecektir. Prensiplerinin uygulanmasına yaygınlık kazandırmak amacıyla Kuveyt’in çağırısı altında, 2009 yılında Ulusal Varlık Fonları Uluslararası Forum’u toplanmıştır (International Forum of SWF’s) (Miceli vd., 2015: 19). Kendilerine yönelik yapılan düzenleyici faaliyetleri dikkate alan ve bu faaliyetlerle uyumlu olarak kendi yönetim ve yatırım faaliyetlerini düzenleyen ulusal varlık fonları mevcuttur. Örneğin Singapur devleti mülkiyetindeki GIC kendi portfolyosuna yönelik ilk kamu denetim ve yönetim raporunu yayınlamış ve 2008 yılında 33 milyar dolarlık yatırım zararına uğradığını ilan etmiştir (Liu, 2013: 582). İlaveten 2007 yılında kurulan Çin CIC, 2009 yılında, 2008 yılına ilişkin yatırım amaçlarını, hedef varlıklarını, kurum içi yönetimini, risk yönetim mekanizmasını ve yatırım kurallarını içeren ilk yıllık raporunu yayınlamıştır (Liu, 2013: 582-583).

6. Ulusal Varlık Fonu Yatırımlarının Belirleyicileri ve Etkileri

Ulusal varlık fonlarının leh ve aleyhine yönelik çok sayıda iddia ortaya atılmış bulunmaktadır. Bu tür fonların aleyhine yönelik iddialar bu tür fonların ekonomik güdüler yerine politik güdülerle hareket ettiği, finansal piyasaları istikrarsızlaştırdığı ve yatırım yaptıkları firmanın değerini ve performansını negatif yönde etkilediği şeklindedir. Varlık fonların lehine yönelik iddialar ise bu tür fonların ekonomik güdülerle hareket ettiği, finansal piyasaların istikrarına katkı sağladığı ve yatırım yaptıkları şirketlerin performansını ve değerini arttırdığı yönündedir. Bahsi geçen iddiaların doğrulanması ve sınanmasına yönelik yapılan deneysel çalışmalarda ulaşılan bulgular aşağıda yer almaktadır.

Ulusal varlık fonları politik açıdan incelendiğinde, bu tür fonlar devlet destekli politikaları uygulayan devlet mülkiyetindeki kurumlar olarak algılanmaktadır. Dolayısıyla ulusal varlık fonları, devletlerin yatırım silahları olarak ön plana çıkmaktadır. Çok sayıda araştırmacı ulusal varlık fonlarının ne dereceye kadar ekonomik ve ne dereceye kadar politik amaçlarla hareket ettiğini incelemiştir. Knill vd. (2012) çalışmalarında, ulusal varlık fonlarının yatırım kararlarında finansal olmayan amaçların yer aldığı ve bu kararların politik ilişkilerden etkilendiği sonucuna ulaşmaktadır. Ayrıca, Knill vd. (2012)'e göre ulusal varlık fonları, mülkiyeti altında buldukları devlet ile zayıf politik ilişkilere sahip olan ülkelere yatırım yapmakta ve yatırım stratejisi bağlamında diğer rasyonel yatırımcılardan farklı davranmaktadır. Bernstein vd. (2013), aşırı politik müdahaleye maruz kalan ulusal varlık fonlarının yatırım stratejilerinde farklılaşma meydana geldiğini ve uzun vadeli yüksek getiri sağlayan yatırım stratejileri yerine kısa vadeli stratejileri benimsendiğini belirtmektedir. Bunun yanı sıra Bernstein vd. (2013), politik müdahaleye maruz kalan varlık fonlarının yurt içi firmalara yatırım yapmayı tercih ettiklerini, bu yatırımların firma değerinde şişme meydana getirdiğini ve akabinde fiyatlarda veya kazanç oranlarında hızlı bir azalışın oluştuğunu vurgulamaktadır. Johan vd. (2013), ulusal varlık fonlarının, yatırım korumacılığının zayıf olduğu ülkelerde diğer yatırımcılardan farklı olarak, kamusal sermayeli şirketler yerine özel sermayeli şirketlere yatırım yaptığı; ulusal varlık fonlarının yatırımlarını ikili politik ilişkilerin zayıf olduğu ülkelere yönlendirdiği ve kültürel farklılıkların ulusal varlık fonlarının yatırım tercihlerinde pozitif rol oynadığı sonucuna ulaşmaktadır. Chhaochharia ve Leaven (2008)'e göre, ulusal varlık fonları, kendi ülkeleri ile benzer kültürel özelliklere sahip ülkelere yatırım yapmaktadır. Hatton ve Pistor (2012), Çin, Kuveyt ve Birleşik Arap Emirlikleri gibi demokrasilerinin tartışmalı olduğu ülkelerde, ulusal varlık fonlarının yönetiminde ve yatırım faaliyetlerinde politik unsurların daha çok etkili olduğunu ortaya koymuştur. Fernandes (2014), ulusal varlık fonlarının yüksek teknolojili endüstrilerde faaliyette bulunan ya da yoğun araştırma geliştirme faaliyetlerine sahip olan firmalara yatırım yapma eğiliminde olduğunu vurgulamaktadır. Barbary ve Bortolotti (2013: 318), otoriter rejimlerin 1985-2010 yılları arasındaki varlık fonlarının yurtdışı yatırımlarını inceleyerek bu yatırımların sadece %2'sinin telekomünikasyon, havacılık, uzay ve savunma gibi ulusal güvenlik kaygıları doğurabilecek sektörlerle yapıldığı sonucuna varmıştır. Ayrıca ulusal kaynakların ve kamusal kuruluşlarının faaliyette bulunduğu alanlar da stratejik sektörler olarak varsayıldığında bahsi geçen oran %22'ye çıkmaktadır (Barbary & Bortolotti, 2013: 318).

Ulusal varlık fonlarının yatırım stratejilerini politik güdülerden ziyade ekonomik unsurlara dikkat ederek belirleyip belirlemediğini araştıran bir dizi çalışmanın ulaştığı sonuçlar şu şekildedir: Kotter ve Lel (2011), ulusal varlık fonlarının finansal olarak zayıf performans gösteren büyük şirketlere yatırım yaptığını ifade etmektedir. Megginson ve Fotak (2015), ulusal varlık fonlarının yatırım yapmak için yüksek likiditeye sahip, küçük ve pasif hisse satın alabilecekleri büyük şirketleri tercih ettiğini belirtmektedir. Candelon vd. (2011), ulusal varlık fonlarının yatırım stratejilerinin makroekonomik faktörler tarafından belirlendiği sonucuna ulaşmıştır. Balding (2008)'göre, ulusal varlık fonları rasyonel, ekonomik güdülerle hareket eden ve farklı yatırım bölgelerine ve varlık sınıflarına yatırım yaparak portföylerini çeşitlendirme arayışında olan yatırımcılardır. Karolyi ve Liao (2010), ulusal varlık fonlarının yüksek büyüme potansiyellerinden dolayı büyük ölçekli şirketlere yatırım yaptıklarını ve yatırımlarının makroekonomik unsurlar tarafından belirlendiğini ortaya koymaktadır. Ulusal varlık fonu yatırımlarının belirleyicilerini araştıran Ciarlone ve Miceli (2014), bu tür fonların yüksek ekonomik gelişmişlik düzeyine sahip geniş ve likiditesi yüksek finansal piyasalara ve gelişmiş yasal haklara ve daha istikrarlı makroekonomik ortama sahip ülkelere yatırım yapmayı tercih ettiği sonucuna ulaşmışlardır.

Ulusal varlık fonlarının firmalara yönelik etkilerini inceleyen biri dizi deneysel araştırma mevcuttur. Dewenter vd. (2010)'e göre ulusal varlık fonları yatırım yaptıktan sonra, firma değeri pozitif yönde, yatırımlarını geri çektikten sonra ise firma değeri negatif yönde etkilenmektedir. Kotter ve Lel (2011) ulusal varlık fonlarının kısa vadede firma değerini pozitif olarak etkilediğini ancak uzun vadede firma performansı ve yönetimi üzerinde gerçek bir etki yaratmadığını ve şeffaf varlık fonlarının, şeffaf olmayan varlık fonlarına nazaran firma değerini daha fazla etkilediğini ortaya koymuşlardır. Fernandes (2014) ulusal varlık fonlarının yatırım yaptığı firmaların değerinin arttığını ve kurumsal olarak daha iyi performans gösterdiğini ifade etmiştir. Ngoc (2013), ulusal varlık fonu yatırımlarının kısa vadede firmalar üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu ve ulusal varlık fonunun şeffaflık düzeyinin de bahsi geçen pozitif etkiye katkı yaptığı sonucuna varmıştır. Giudice vd. (2014)'e göre ulusal varlık fonlarının yatırım yaptıkları firmaların performansında artış olmakta ve bu performans artışı yatırım yapılan firmaların ulusal varlık fonlarının sağladığı politik ve ekonomik bağlantılardan kaynaklanmaktadır. Ghahramani (2013), ulusal varlık fonlarının pasif yatırımcılar olmasına rağmen, yatırım yaptıkları şirketlerin yönetim politikalarını etkilemeye eğilimli olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Ulusal varlık fonlarına yönelik yapılan diğer bir inceleme de bu tür fonların finansal piyasaların işleyişine katkı yapıp yapmadığı konusundadır. Ulusal varlık fonu yatırımlarının finansal sistemi istikrarsızlaştırdığına dair az bulguya rastlanmaktadır. Fernandes (2014), ulusal varlık fonlarının finansal piyasalar üzerinde istikrarlandırıcı etkisi olduğunu belirtmektedir. Balding (2008), ulusal varlık fonlarının uluslararası finansal piyasalara etki edebilecek büyüklükte olduğu inancının doğru olmadığını ifade etmektedir. Ayrıca Megginson ve Fotak (2015), ulusal varlık fonlarının volatilitesi yüksek hisse senedi piyasalarına istikrarlandırıcı olarak etki ettiğini söylemişlerdir. Ciarlone ve Miceli (2014)'e göre, finansal kriz dönemlerinde batı ülkelerine yatırım yapan varlık fonları, bu ülkeleri şoklardan korumakta ve finansal piyasalara istikrar kazandırmaktadır.

7. Sonuç ve Değerlendirme

Küresel yatırım piyasalarında söz sahibi olmaya aday bir güç olarak karşımıza çıkan ulusal varlık fonları varlık hacimleri, mülkiyet yapıları, yatırım faaliyetleri, bağlı oldukları ülkelerin rejimleri, küresel finans krizindeki duruşları ve uluslararası çapta bu tür fonlara gösterilen tepkilerden dolayı dikkatleri üzerine çekmektedir. Ulusal varlık fonları küresel çapta diğer büyük finansal yatırımcılar arasında kendine yer edinmeyi başarmış fonlar arasındadır. Hatta bu tür fonlar piyasaları ve fiyatları, dahası pek çok açıdan ülkeleri etkileyebilen bir varlık hacmine ulaşmışlardır.

Ulusal varlık fonlarının hem devlet mülkiyetinde olmalarından hem de kâr maksimizasyonu peşinde koşmalarından kaynaklanan ikili yapısı, yatırım yapılan ülkeler tarafından bu tür fonların politik bir tehdit ve piyasanın işleyişini aksatabilecek bir unsur olarak görülmesine neden olmaktadır. Ayrıca otokratik rejime sahip veya demokratik olmayan ülkelerin varlık fonlarını aktif bir şekilde kullanıyor oluşu bu tür fonların ekonomik güdülerle hareket ettiğine dair şüpheleri artırmaktadır. Özellikle stratejik olarak nitelendirilebilecek bazı sektörlerde varlık fonlarının faaliyetlerinin artması yatırım alan ülkeleri, bu tür fonlara yönelik önlemler almaya ve hukuki düzenlemeler uygulamaya sevk etmiştir. Bu noktada varlık fonları ile yatırım alan ülkeler daha fazla işbirliği yapmaya ihtiyaç duymaktadır. Böylece ulusal varlık fonu yatırımlarının küresel ekonomiler için yarattığı fırsatlar daha çok anlaşılacak ve ulusal varlık fonlarına karşı duyulan güvensizlik azalacaktır.

2007 yılında ABD’de başlayan ve 2008-2009 yılları arasında ve sonrasında etkisi yayılarak küresel bir finans krizine dönüşen iktisadi bunalım ulusal varlık fonlarının güvenilirliğini ölçebilme açısından iyi bir dönem olmuştur. Her ne kadar küresel finans krizi esnasında ABD’de mali sıkıntı içindeki finans kurumlarına yatırım yapan varlık fonları kurtarma paketleriyle ilişkilendirilmeye çalışılşa da bu tür fonların küresel finans krizinde iktisadi amaçları dolayısıyla zarar etme pahasına yatırımlarını gerçekleştirdiği söylenebilir.

Ulusal varlık fonlarının küresel finans krizi dönemindeki faaliyetleri, bu tür fonların öneminin küresel düzeyde daha iyi anlaşılmasını sağlamıştır. Küresel finans krizi boyunca finansal piyasalara yüksek hacimde likidite enjekte ederek bankacılık sisteminin ana finansman kaynaklarından bir olan varlık fonlarının şeffaf olmayan yapıları, varlık fonlarının finansal sistem içindeki önemini azaltmamıştır. Ancak hükümetlerin varlık fonlarını yurtiçi ekonomik faaliyetleri desteklemek için kullanmaları, varlık fonlarının kendi amaçlarından ödün vermelerine neden olmuştur. İlaveten, küresel finans krizi ulusal varlık fonları için acı verici olduğu gibi dönüştürücü de olmuştur. Küresel kriz çok sayıda varlık fonu açısından şeffaflık, hesap verilebilirlik ile en iyi uygulamaları yerine getirmeleri ve amaçlarını daha iyi belirleyebilmeleri için teşvik edici olmuştur.

Ulusal varlık fonu faaliyetlerini ve son yirmi yılda edinilen tecrübeleri dikkate alan çalışmalara bakıldığında hem politik unsur ve etkilerin hem de ekonomik güdülerin bu tür fonların faaliyetlerinde ve yatırım davranışlarında etkili olabildiği ortaya çıkmaktadır. Bunun yanı sıra ulusal varlık fonları, yatırım yaptıkları firmaların performansını pozitif

yönde etkilemekte ve şirketlerin işleyişine katkı yapmaktadırlar. Ayrıca bu tür fonların gerçekleştirdikleri yatırımlar finansal piyasaların işleyişini olumlu yönde etkilemekte ve finansal piyasalara istikrar kazandırmaktadır.

Kaynaklar

- Balding, C. (2008), "A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds", *Working Paper*, University of California, Irvine.
- Bahgat, G. (2011), "Sovereign Wealth Funds in the Gulf: An Assessment", *Research Paper*, Kuwait Programme on Development, Governance and Globalisation in the Gulf States, LSE, London.
- Balin, B.J. (2010), "The Impact of the Global Economic Crisis on Sovereign Wealth Funds", *Asian-Pacific Economic Literature*, 24(1), 1-8.
- Barbary, V. & B. Bortolotti (2013), "Sovereign Wealth Funds and Political Risk: New Challenges in the Regulation of Foreign Investment", in: Z. Drabek & P.C. Mavroidis (eds.), *Regulation of Foreign Investment: Challenges International Harmonization*, World Scientific Publishing, Singapore, 307-339.
- BarclayHedge (2017), *Hedge Fund Industry - Asset under Management*, <https://www.barclayhedge.com/research/indices/ghs/mum/Hedge_Fund.html>, 20.08.2017.
- Bazoobandi, S. & J.B. Nugent (2017), "Political Economy of Sovereign Wealth Funds in the Oil Exporting Countries of the Arab Region and Especially the Gulf," *Working Paper Series*, No: 1143, The Economic Research Forum.
- Bean, B.W. (2009), "Attack of Sovereign Wealth Funds: Defending the Republic from the Threat of Sovereign Wealth Funds", *Michigan State Journal of International Law*, 18(1), 65-115.
- Bernstein, S. & J. Lerner & A. Schoar (2013), "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds", *Journal of Economic Perspectives*, 27(2), 219-238.
- Braunstein, J. (2017), "Understanding the Politics of Bailout Policies in Non-Western Countries: The Use of Sovereign Wealth Funds", *Journal of Political Economy*, 20(1), 46-63.
- Candelon, B. & M. Kerkour & C. Lecourt (2011), "Are sovereign wealth funds' investments determined by Macroeconomic factors?", *Working Paper*, University Maastricht, Netherlands.
- Chhaochharia, V. & L. Laeven (2008), "Sovereign wealth funds: Their investment strategies and performance", *CEPR Discussion Papers*, No: 6959.
- Ciarlone, A. & V. Miceli (2014), "Are Sovereign Wealth Funds Contrarian Investors?", *Temi di Discussione Working Papers*, No: 972, Banca d'Italia.
- Cooke, J. (2009), "Finding the Right Balance for Sovereign Wealth Fund Regulation: Open Investment vs. National Security", *Columbia Business Law Review*, 2009(2), 728-783.
- Csoma, R. (2015), "Appreciation of the Role of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy", *Public Finance Quarterly*, 60(2), 270-287.
- CSP - Center for Systemic Peace (2018), *Polity IV Individual Country Regime Trends 1946-2013*, <<https://www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm>>, 10.10.2018.
- Curzio, A.Q. & V. Miceli (2010), *Sovereign Wealth Funds: A Complete Guide to State-Owned Investment Funds*, Harriman House Publishing, Hampshire, Great Britain.

- Das, D.K. (2009), "Sovereign Wealth Funds: The Institutional Dimension", *International Review of Economics*, 56(1), 85-104.
- Dewenter, K. & X. Han & P. Malatesta (2010), "Firm Values and Sovereign Wealth Fund Investments", *Journal of Financial Economics*, 98(2), 256-278.
- Fei, Y. & X. Xu & R. Ding (2013), "Sovereign Wealth Fund and Financial Crisis - A shifting Paradigm", *China Finance Review International*, 3(1), 42-60.
- Fernandes, N. (2014), "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Corporate Value and Performance", *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(1), 76-84.
- Freeman, D.F.Jr. (2017), "U.S. Financial Regulation of Sovereign Wealth Funds", *Wake Forest Law Review*, 52, 781-814.
- Ghahramani, S. (2013), "Sovereign Wealth Funds and Shareholder Activism: Applying the Ryan-Schneider Antecedents to Determine Policy Implications", *Corporate Governance*, 13(1), 58-69.
- Guidice, A.D. & N. Marinelli & S. Vitali (2014), "Sovereign Wealth Funds and Target Firms: Does Networking Matter?", *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2(2), 185-205.
- Hatton, K. & K. Pistor (2012), "Maximizing Autonomy in the Shadow of Great Powers: The Political Economy of Sovereign Wealth Funds", *Columbia Journal of Transnational Law*, 50(1), 1-80.
- Hemphill, T.A. (2009), "Sovereign Wealth Funds: National Security Risks in a Global Free Trade Environment", *Thunderbird International Business Review*, 51(6), 551-566.
- Hentov, E. (2015), *How Do Sovereign Wealth Funds Invest? A Glance at SWF Asset Allocation*, <<http://www.ifswf.org/publications/how-do-sovereign-wealth-funds-invest-glance-swf-asset-allocation>>, 13.08.2017.
- Hsu, L. (2015), "Sovereign Wealth Funds: Investors in Search of an Identity in the Twenty-First Century", *International Review of Law*, 1-14.
- ICI Global (2014), "Globalization and the Global Growth of Long Term Mutual Funds", *ICI Research Perspective*, 1(1), 1-43.
- IMF (2018), *IMF Data*, <<http://data.imf.org/?sk=4C514D48-B6BA-49ED-8AB9-52B0C1A0179B&slId=1393552803658>>, 20.09.2018.
- Johan, S. & A. Knill & N. Mauck (2013), "Determinants of Sovereign Wealth Fund Investment in Private Equity vs. Public Equity", *Journal of International Business Studies*, 44(2), 155-172.
- Kaminski, T. & P. Wisniewski (2015), "A Political Menace or Commercial Opportunity? Chinese Sovereign Wealth Funds' Investments in the European Union", *Political Sciences/Politické Vedy*, 18(4), 168-191.
- Karolyi, G.A. & R.C. Liao (2010), "What is Different About Government-Controlled Acquirers in Cross-Border Acquisitions?", *FEEM Working Paper*, No: 38.2010, Fondazione Eni Enrico Mattei, Milano.
- Knill, A. & B. Lee & N. Mauck (2012), "Bilateral Political Relations and Sovereign Wealth Fund Investment", *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 108-123.
- Kotter, J. & U. Lel (2011), "Friends or foes? Target Selection Decisions of Sovereign Wealth Funds and Their Consequences", *Journal of Financial Economics*, 101(2), 360-381.

- Kunzel, P. & Y. Lu & I. Petrova & J. Pihlman (2011), "Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds-A Shifting Paradigm", *IMF Working Paper*, WP/11/19, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Liu, Q. (2013), "Sovereign Funds", in: G. Caprio (ed.), *Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, London: Elsevier, 575-583.
- Lo Turco, C.C. (2014), "Sovereign Wealth Funds: an Opportunity for Sustainable Development if Properly Managed? Sovereign Wealth Funds and Sustainability, in a Time of Volatility, Risk and Uncertainty", *Dissertation*, Libera Università Internazionale degli Studi e Scienze Economiche "Luigi Einaudi", Turin.
- Markheim, D. (2008), "Sovereign Wealth Funds and U.S. National Security", *Heritage Lectures*, No: 1063, The Heritage Foundation.
- Meggison, W.L. & V. Fotak (2015), "Rise of the Fiduciary State: A Survey of Sovereign Wealth Fund Research", *Journal of Economic Surveys*, 29(4), 733-778.
- Miceli, V. & A. Wöhrmann & M. Wallace & D. Steiner (2015), "Opportunities or Threats? The Current and Future Role of Sovereign Wealth Funds in Financial Markets", *DAWM Working Paper*, No: 14, Deutsche Asset and Wealth Management, New York.
- Ngoc, D.B. (2013), "Sovereign Wealth Investments and Firm Value", *International Journal of Economics and Finance*, 7(10), 100-111.
- OECD (2011), "Outlook for International Investment Brightens", *OECD Investment News*, 15, 1-12.
- OECD (2016), "Pension Markets in Focus", *Annual Report*, OECD, Paris.
- Park, J. & H. Hoorn (2012), "Financial Crisis, SWF Investing, and Implications for Financial Stability", *Global Policy*, 3(2), 211-221.
- Preqin (2017), *Private Equity*, <<https://www.preqin.com/item/2017-preqin-sovereign-wealth-fund-review/1/17648>>, 20.08.2018.
- PwC (2014), *Asset Management 2020: A Brave New World*, <<https://www.pwc.com/gx/en/asset-management/publications/pdfs/pwc-asset-management-2020-a-brave-new-world-final.pdf>>, 22.08.2018.
- Reuters (2008), *Obama Says Concerned about Sovereign Wealth Funds*, <<http://www.reuters.com/article/us-usa-sovereignwealth-obama/obama-says-concerned-about-sovereign-wealth-funds-idUSN0742347120080208>>, 01.09.2018.
- Rose, P. (2015), "Sovereign Funds and Domestic Political Legitimacy", *Public Law and Legal Theory Working Paper Series*, No. 312, The Ohio State University Moritz College of Law.
- Rose, P. (2008), "Sovereigns as Shareholders", *North Carolina Law Review*, 87(1), 83-149.
- Sandor, A. (2015), "Leveraging International Law to Incentivize Value-Added Shareholding: Why Sovereign Wealth Funds Still Matter and How They Can Improve Shareholder Governance", *Georgetown Journal of International Law*, 46, 947-978.
- Shunmugam, V. (2012), "Sovereign Wealth Funds and Emerging Economies-Reap the Good; Leave the Bad", *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 5(2), 281-296.
- Sovereign Wealth Center (2018), *Investment Data*, <<http://www.sovereignwealthcenter.com/investment-data-nl.html?ReturnUrl=%2fInvestment-Data.html>>, 19.08.2018.
- Sovereign Wealth Fund Institute (2018), *Sovereign Wealth Fund Rankings*, <<http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>>, 12.08.2018.

- Summers, L. (2007), "Funds That Shake Capitalist Logic", *Financial Times*, <<https://www.ft.com/content/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac>>, 30.08.2018.
- Templin, B.A. (2011), "Social Security Reform: Sovereign Wealth Funds as a Model for Increasing Trust Fund Returns", *Fordham International Law Journal*, 35(1), 98-150.
- Wang, D. & Q. Li (2016), "Democracy, Veto Player, and Institutionalization of Sovereign Wealth Funds", *International Interactions*, 42(3), 377-400.
- Weiss, M.A. (2008), "Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress", *CRS Report for Congress*, No: RL34336, Congressional Research Service, Washington DC.
- TheCityUK (2014), *UK Fund Management 2014: An Attractive Proposition for International Funds*, <<https://www.thecityuk.com/research/uk-fund-management-an-attractive-proposition-for-international-funds/>>, 16.08.2018.
- WLC (2010), *The Brave New World of Sovereign Wealth Funds*, Wharton Leadership Center, University of Pennsylvania.