

# Ulusal Varlık Fonlarının Regülasyonuna Yönelik Çabalar: Santiago Prensipleri

## Özet

Ulusal varlık fonları, artan varlıkları ile birlikte küresel finansal sistem içerisinde etkin olmaya başlamış ve bu fonların şeffaflığı, hesap verebilirliği, risk-getiri hedefleri ile birlikte siyasi hedeflere sahip olduklarına ilişkin eleştiriler ortaya çıkmıştır. Uluslararası Para Fonu ile başlıca ulusal varlık fonları, bu fonların şeffaflığını ve hesap verebilirliğini artırmak, fonların yatırımlarının siyasi motif yerine ekonomik ve finansal esaslar doğrultusunda yapılmasını sağlamak üzere Santiago Prensipleri olarak adlandırılan bir çerçeve oluşturmuşlardır. Bu çalışma ulusal varlık fonlarının gelişimlerini ve bu fonlara yönelik başlıca eleştirileri ortaya koymakta, ulusal varlık fonlarının uluslararası boyutta regülasyonuna yönelik Santiago prensiplerini incelemektedir.

**Yılmaz BAYAR<sup>1</sup>**  
**Murat YILDIRIM<sup>2</sup>**

**Anahtar Kelimeler:** *Ulusal Varlık Fonları, Ulusal Varlık Fonu Uluslararası Çalışma Grubu, Santiago Prensipleri*

## Efforts for Regulation of Sovereign Wealth Funds: Santiago Principles

### Abstract

Sovereign wealth funds have begun to be effective in the global financial system together with their increasing assets and the criticisms surfaced about their having political objectives together with the transparency, accountability and risk-return goals of these funds. International Monetary Fund and major sovereign wealth funds established a framework called Santiago Principles in order to increase transparency and accountability of these funds and to ensure the investments of the funds in line with economic and financial considerations instead of political motive. This study explains the development of sovereign wealth funds and main criticisms against these funds and examines Santiago Principles aimed at regulating sovereign wealth funds globally.

**Keywords:** *Sovereign Wealth Funds, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Santiago Principles*

<sup>1</sup> Yrd. Doç. Dr., Karabük Üniversitesi,  
İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü,  
yilmazbayar@karabuk.edu.tr

<sup>2</sup> Yrd. Doç. Dr., Karabük Üniversitesi,  
İktisadi İdari Bilimler Fakültesi,  
İşletme Bölümü,  
muratyildirim@karabuk.edu.tr

## Giriş

Ulusal varlık fonları dünya genelinde şirket ve reel kaynaklara yatırım yapan başlıca yatırımcılar olarak ortaya çıkan, ülkelerin kısmen veya bütün olarak kendi ülkeleri dışında yatırım yaptıkları devlet fonlarıdır. Uluslararası finansal sistemde giderek daha fazla önem kazanmaya başlayan ulusal varlık fonlarının sistemdeki varlıkları, oldukça gerilere dayanmakla birlikte, söz konusu fonların dünya çapındaki toplam büyüklükleri esas olarak geçtiğimiz son 10-15 yıllık dönemde, özellikle yüksek petrol fiyatları, finansal küreselleşme ve yabancı ülkelerdeki varlıkların hızla bazı ülkelere toplanması dolayısıyla büyük bir artış göstermiştir. Özellikle finansal kriz dönemlerinde, uzun vadeli yatırımcı olma pozisyonlarıyla, piyasaların likidite ihtiyacına olumlu yönde destek olan bu fonlar, yine de şeffaflık ve hesap verebilirlik noktalarında karanlık bir konumda oldukları gerekçesiyle çeşitli eleştirilere maruz kalmaktadırlar.

Bu çalışmanın amacı ulusal varlık fonlarının gelişmelerini ve bu fonlara yönelik literatürdeki başlıca eleştirileri ortaya koymak, ulusal varlık fonlarının regülasyonuna yönelik uluslararası çabalar sonucu ortaya çıkan Santiago prensiplerini incelemektir.

### 1. Ulusal Varlık Fonlarının Gelişimleri

Ulusal varlık fonu, genellikle ödemeler bilançosu fazlası, resmi döviz işlemleri, özelleştirme gelirleri, devlet transfer ödemeleri, bütçe fazlası ve/veya kaynak ihracat gelirlerinden oluşturulan devlet yatırım fonu veya varlığıdır. Para otoriteleri tarafından geleneksel ödemeler dengesi veya para politikası amaçlı tutulan döviz rezervi varlıkları, geleneksel anlamdaki kamu iktisadi teşebbüsleri, devlet emeklilik fonları veya bireylerin faydası için yönetilen fonlar ulusal varlık fonu tanımına dahil değildir (SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>,2013). Ulusal varlık fonlarının geçmişi, Kuveyt'in sınırlı petrol kaynağına bağımlılığını azaltmak için fazla petrol gelirlerini yatırım yapmak amacıyla Kuveyt Yatırım Kurulunun oluşturulduğu 1953 tarihine dayanmaktadır (Beck ve Fidora, 2008: 6). 1956 yılında ise Gilbert Adalarındaki İngiliz sömürge idaresi (1979 yılından beri Kiribati Cumhuriyeti) fosfat madeni gelirlerini adalar adına himaye etmek amacıyla Gelir Dengeleme Rezerv Fonu'nu kurmuştur. Bu iki fo-

nun kuruluşundan sonra, Ulusal varlık fonlarının sayısı iki dönemde ivmeli bir şekilde artmıştır. Bu dönemlerden ilki 1970'lerde Singapur'un Temasek Holdingi ve Abu Dabi'nin Abu Dabi Yatırım ofisini kurmasıyla, diğeri ise 1990'larda İran'ın Petrol İstikrar Fonu'nu ve Katar'ın Katar Yatırım Ofisi'ni kurmasıyla yaşanmıştır. Bugün dünya çapında elli beş ülke Ulusal Varlık Fonlarına sahiptir ve sayıları altmış sekiz civarındadır. Bu fonların her birinin yönetiminde ortalama 100 milyar dolarlık varlık ve yatırım aracı bulunmaktadır (Kern, 2007: 4).

Ulusal varlık fonu oluşturan ülkelerin büyük bölümü, yüksek petrol ve emtia fiyatlarından faydalanan, kaynak zengini ülkelerdir. Bu ülkeler için ulusal varlık fonları, petrol ve emtia fiyatlarının oynaklığından kaynaklanan kamu ve ihracat gelirlerindeki dalgalanmaları azaltma işlevi görür. Ulusal varlık fonlarının diğeri bir amacı ise sınırlı doğal kaynaklardan elde edilen gelirlerden gelecek nesiller için tasarruf yapmaktır. Ulusal varlık fonları, doğal kaynak fonları, yabancı rezerv fonları ve emeklilik rezerv fonları olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır. Norveç'in Devlet Emeklilik Fonu, Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi tarafından kurulan Abu Dabi Yatırım Otoritesi gibi yatırım ajansları ve Rusya Petrol İstikrar Fonu kaynak zengini ülkeler tarafından kurulan birinci grup doğal kaynak fonlardır. Ulusal varlık fonu kuran ikinci grup ülkeler ise ödemeler dengesine müdahale için gerekenden fazla rezerve sahip ülkelerdir. Otoriteler rezerv düzeyleri ile tatmin olduklarında, yabancı varlıklar açık getiri hedefleri olan ve merkez bankalarından daha riskli varlıklara yatırım yapabilen uzman ajanslara devredilir. Singapur Devlet Yatırım Şirketi, Kore Yatırım Şirketi ve Çin Yatırım Şirketi ikinci grup yabancı rezerv fonlarıdır (Beck ve Fidora, 2008: 6-7). Üçüncü grup ulusal varlık fonları ise yaşanan nüfusun gereksinimlerini karşılamak için kamu emeklilik fonlarında ayrı olarak yönetilen emeklilik rezerv fonlarını içerir.

Ulusal varlık fonları ana kurulma amaçlarına göre İstikrar Fonları, Tasarruf Fonları, Emeklilik Rezerv Fonları ve Rezerv Yatırım Şirketleri olarak faaliyet göstermektedir (IMF, 2007: 46).

**İstikrar Fonları:** Doğal kaynak bakımından zengin ülkelerin, bütçelerini ve ekonomilerini emtia fiyatlarındaki (özellikle petrol) değişkenliklerden

korumak istemeleri amacıyla oluşturulmuş fonlardır. Bu fonlar, ülkelerin mali karlarının yüksek olduğu yıllarda büyütülerek, sıkıntılı geçmesi muhtemel yıllara güvence olması özelliğini taşırlar.

**Tasarruf Fonları:** Ülkelerin ellerinde bulunan zenginliği gelecek nesillere aktarmak amacıyla oluşturdukları varlık fonlarıdır. Doğal kaynakları zengin olan ülkeler için tasarruf fonları, yenilene-meyen kaynakları, uluslararası finansal varlıklar-dan oluşturulan portföylerle çeşitlendirerek gele-cек nesillere aktarır ya da uzun dönemde ülkele-rin hedefledikleri amaçlara yönelik olarak kaynak sağlarlar.

**Emeklilik Rezerv Fonları:** Emeklilik rezerv fon-ları, devlet bütçesinde, beklenmedik dönemde ve belirsiz boyutta oluşabilecek emekliliklerden kay-

naklanabilecek ödeme yüklerine karşı ihtiyati re-zerv kaynak oluşturmak için oluşturulmuş fonlar-dır.

**Rezerv Yatırım Şirketleri:** Rezerv yatırım şirketle-ri, birbirinden farklı varlıklar olarak oluşturulmuş, rezerv tutmanın yarattığı negatif taşıma maliyetini azaltmak ya da yüksek getirili yatırım politikaları izlemek için kurulmuş fonlardır.

Ulusal varlık fonları çeşitli amaçlar doğrultusunda kurulmalarına rağmen bu fonların çoğunluğu ta-sarruf fonu veya mali istikrar fonu işlevi görmek-tedir. Az sayıda emeklilik fonu ve rezerv yatırım şirketi vardır. Tablo 1’de ulusal varlık fonlarının kaynak, ülke ve amaçları bakımından sınıflandırıl-masına yer verilmiştir.

Tablo 1: Ulusal Varlık Fonlarının Sınıflandırılması

Kaynak	Ülke	Politika Amacı			
		Makro İstikrar	Tasarruf	Emeklilik Rezervleri	Rezerv Yatırımı
Petrol ve Doğalgaz	Kuveyt	Kuveyt Yatırım Makamı, Genel Rezerv Fonu	Kuveyt Yatırım Otoritesi, Gelecek Nesiller Fonu,		
	Kanada		Alberta Miras Fonu		
	Birleşik Arap Emirlikleri		Abu Dabi Yatırım Otoritesi		
	Amerika Birleşik Devletleri		Alaska Fonu		
	Umman		Devlet Genel Rezerv Fonu		
	Brunei Darüsselam		Brunei Yatırım Ajansı		
	Norveç	Devlet Emeklilik Fonu Küresel	Devlet Emeklilik Fonu Küresel	Devlet Emeklilik Fonu Küresel	
	Azerbaycan	Devlet Petrol Fonu	Devlet Petrol Fonu		
	İran	Devlet İstikrar Fonu			
	Meksika	Petrol Geliri İstikrar Fonu			
	Katar		Katar Yatırım Otoritesi		
	Trinidad ve Tobago	Miras ve İstikrar Fonu	Miras ve İstikrar Fonu		
	Kazakistan	Ulusal Fon			
	Ekvator Ginesi		Gelecek Nesiller için Fon		
	Sao Tome ve Principe		Ulusal Petrol Hesabı		
	Timor-Leste	Petrol Fonu	Petrol Fonu		
	Bahreyn	Gelecek Nesiller Rezerv Fonu	Gelecek Nesiller Rezerv Fonu		
	Libya		Libya Yatırım Otoritesi		
	Rusya Federasyonu	Rezerv Fon		Ulusal Varlık Fonu	

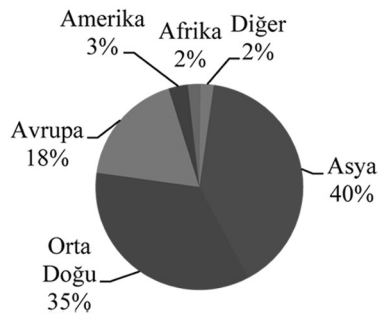
Kaynak	Ülke	Politika Amacı			
		Makro İstikrar	Tasarruf	Emeklilik Rezervleri	Rezerv Yatırımı
Diğer Mallar	Kiribati		Gelir Dengeleme Fonu		
	Botsvana		Botsvana Pula Fonu		
	Şili			Emeklilik Rezerv Fonu	
	Şili	Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu			
Bütçe Fazlası	Singapur		Temasek		
	Singapur				Devlet Yatırım Şirketi
	Malezya		Khazanah Nasional BHD		
	İrlanda			Ulusal Emeklilik Rezerv Fonu	
	Yeni Zelanda			Yeni Zelanda Emeklilik Fonu	
	Avustralya			Gelecek Fonu	
	Kore Cumhuriyeti				Kore Yatırım Şirketi
Döviz rezervleri	Singapur				Devlet Yatırım Şirketi
	Kore Cumhuriyeti				Kore Yatırım Şirketi
	Çin				Çin Yatırım Şirketi

Kaynak: (Kunzel vd., 2010: 4)

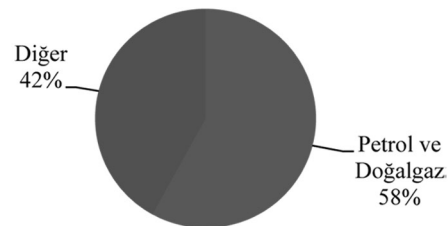
Şekil 1’de Ulusal varlık fonlarının bölgelere ve fon kaynakları göre dağılımı verilmiştir.

Şekil 1. Ulusal Varlık Fonlarının Bölgelere ve Kaynaklarına Göre Dağılımı

Ulusal Varlık Fonlarının Bölgelere Göre Dağılımı



Ulusal Varlık Fonlarının Kaynaklarına Göre Dağılımı



Kaynak: (SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, 2013)

Şekil 1’de görüldüğü üzere ulusal varlık fonlarının %40’ı Asya’da, %35’i Orta Doğu’da ve %18’si Avrupa’da, %3’ü Amerika’da, %3’ü Afrika’da ve %2’si diğer bölgelerde bulunmaktadır. Ulusal varlık fonlarının % 58’i petrol ve doğalgaz gelirleri ile fonlanmaktadır.

Haziran 2013 itibariyle yönettikleri varlıkla-

ra göre en büyük ulusal varlık fonu 737,2 milyar dolarlık varlığa sahip olan Norveç’in Devlet Emeklilik Fonu-Küresel’dir. Ulusal varlık fonlarının varlıklarının toplam değeri 5,5 trilyon dolar olup, bunun %58,5 (3,2 trilyon dolar)’ini petrol ve doğalgaza dayalı fonlar oluşturmaktadır (SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>,2013.).

Tablo 2: Sahip Oldukları Varlıklara Göre Ulusal Varlık Fonları

Ülke	Ulusal Varlık Fonu	Varlıkları (milyar dolar)	Başlangıç
Norveç	Devlet Emeklilik Fonu-Küresel	737.2	1990
Birleşik Arap Emirlikleri	Abu Dabi Yatırım Otoritesi	627	1976
Çin	SAFE Yatırım Şirketi	567.9	1997
Suudi Arabistan	SAMA Yabancı Holding	532.8	-
Çin	Çin Yatırım Otoritesi	482	2007
Kuveyt	Kuveyt Yatırım Otoritesi	342	1953
Hong Kong	Hong Kong Para Otoritesi Yatırım Portföyü	326.7	1993
Singapur	Singapur Yatırım Şirketi	247.5	1981
Rusya	Ulusal Varlık Fonu	175.5	2008
Çin	Ulusal Sosyal Güvenlik Fonları	160.6	2000
Singapur	Temasek Holding	157.5	1973
Katar	Katar Yatırım Otoritesi	115	2005
Avustralya	Avustralya Gelecek Fonu	88.7	2006
Cezayir	Gelir Regülasyon Fonu	77.2	2000
Birleşik Arap Emirlikleri	Dubai Yatırım Şirketi	70	2006
Birleşik Arap Emirlikleri	Uluslararası Petrol Yatırım Şirketi	65.3	1984
Libya	Libya Yatırım Otoritesi	65	2006
Kazakistan	Kazakistan Ulusal Fonu	61.8	2000
Güney Kore	Kore Yatırım Şirketi	56.6	2005
Birleşik Arap Emirlikleri	Mubadala Kalkınma Şirketi	53.1	2002
İran	İran Ulusal Kalkınma Fonu	49.6	2001
ABD	Alaska Sürekli Fonu	46.8	1976
Malezya	Kzanah Nasional	39.1	1993
Azerbaycan	Devlet Petrol Fonu	32.7	1999
Brunei	Brunei Yatırım Ajansı	30	1983
Fransa	Stratejik Yatırım Fonu	25.5	2008
ABD	Texas Sürekli Okul Fonu	25.5	1854
Kazakistan	Ulusal Yatırım Şirketi	20	2012
İrlanda	Ulusal Emeklilik Rezerv Fonu	19.4	2001

Ülke	Ulusal Varlık Fonu	Varlıkları (milyar dolar)	Başlangıç
Yeni Zelanda	Yeni Zelanda Emeklilik Fonu	18.5	2003
Kanada	Alberta Miras Fonu	16.4	1976
ABD	New Mexico Devlet Yatırım Konseyi	16.3	1958
Şili	Sosyal ve Ekonomik İstikrar Fonu	15	2007
Doğu Timor	Timor-Leste Petrol Fonu	13.6	2005
Rusya	Rusya Doğrudan Yatırım Fonu	11.5	2011
Umman	Devlet Genel Rezerv Fonu	8.2	1980
Bahreyn	Mumtalakat Holding	7.1	2006
Peru	Mali İstikrar Fonu	7.1	1999
Botsvana	Pula Fonu	6.9	1994
Meksika	Petrol Gelirleri İstikrar Fonu	6.0	2000
Şili	Emeklilik Rezerv Fonu	5.9	2006
ABD	Wyoming Mineral Vakıf Fonu	5.6	1974
Brezilya	Ulusal Fon	5.3	2008
Suudi Arabistan	Kamu Yatırım Fonu	5.3	2008
Çin	Çin-Afrika Kalkınma Fonu	5.0	2007
Angola	Angola İstikrar Fonu	5.0	2012
Trinidad ve Tobago	Miras ve İstikrar Fonu	4.7	2000
ABD	Alabama Vakıf Fonu	2.6	1985
İtalya	İtalya Stratejik Fonu	1.4	2011
Birleşik Arap Emirlikleri	RAK Yatırım Otoritesi	1.2	2005
ABD	Kuzey Dakota Miras Fonu	1.0	2011
Nijerya	Nijerya Ulusal Yatırım Otoritesi	1.0	2011
Filistin	Filistin Yatırım Fonu	0.8	2003
Venezüela	FEM	0.8	1998
Kiribati	Gelir Dengeleme Rezerv Fonu	0.6	1956
Vietnam	Devlet Sermaye Yatırım Şirketi	0.5	2006
Gabon	Gabon Ulusal Varlık Fonu	0.4	1998
Endonezya	Devlet Yatırım Birimi	0.3	2006
Moritanya	Hidrokarbon Rezervleri için Ulusal Fon	0.3	2006
Avustralya	Batı Avustralya Gelecek Fonu	0.3	2012
Panama	Panama Ahorro Fonu	0.3	2012
Moğolistan	Mali İstikrar Fonu	0.3	2011
Ekvator Ginesi	Gelecek Nesiller Fonu	0.08	2002
Gana	Gana Petrol Fonları	0.07	2011

Kaynak: (SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, 2013)

Ulusal varlık fonlarının varlık büyüklüğü 1990 yılında 500 milyar dolar iken, 2012 yılında 5,5 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu fonların varlık büyüklüğünde geçen 3 yıllık süre içerisinde yıllık ortalama % 24'lük büyüme gerçekleştirmiştir. Bu büyüme büyük ölçüde enerji kaynaklarındaki fiyat artışından kaynaklanmakta ve petrol üreticisi Norveç, Birleşik Arap Emirlikleri ve Kuveyt gibi üretici ülkelerde yoğunlaşmaktadır. Ancak Çin gibi diğer önemli oyuncular da uzun süreli büyük ticaret fazlası verdikleri için döviz biriktirmişlerdir. Bu ülkeler bu rezervlerin az bir bölümü ile düşük getirili ABD hazine tahvillerine yatırım yaparlarken, büyük bölümünü daha geniş portföy yatırımları şeklinde değerlendirmişlerdir (Bernstein, Lerner ve Schoar, 2013: 221).

## 2. Ulusal Varlık Fonlarına İlişkin Eleştiriler

Boyutları itibariyle finansal piyasalarda önemli bir paya ulaşan ulusal varlık fonları, 2007 krizinde görüldüğü üzere küresel finansal stresin arttığı dönemlerde uzun yatırım ufukları ve geniş evrenleri ile etkin bir kaynak dağılımı sağlayarak dengeleyici unsur olarak pozitif etki yaratabilmektedir. Ulusal varlık fonları gelir kalemlerinin nesiller arasında dengeli kullanımını sağlayarak ve ekonomiyi genel büyüme trendine sokarak kurdukları ülkelerin sosyal refah düzeyini artırmaktadır (Hacıhasanoğlu ve Soyaş, 2010: 98). Ayrıca söz konusu fonların, cari işlemler fazlasından kaynaklanan gelirlerin ülkeler arasında etkin dağılımının sağlanmasında önemli rol sahibi oldukları ve yatırılan fonları geri çekme ihtiyaçlarının sınırlı olması nedeniyle uzun vadeli yatırımcı niteliği taşıdıkları, bu durumun piyasa baskısına direnç gösterebilmelerini, yani dalgalanmaları azaltıcı etkide bulunabilmelerini sağladığı düşünülmektedir (Akbulak ve Akbulak, 2008: 238).

Varlıklarını hemen çağırmayan, genellikle kaldıraçsız pozisyonlar alan uzun vadeli yatırımcılar olarak ulusal varlık fonları, küresel finansal kriz ve Euro bölgesi borç krizi süresince öne çıkmışlardır. Morgan Stanley ve Merrill Lynch dahil dünyanın en büyük bir kaç bankasının sermaye yapısını yeniden düzenlemişler (Singapur'un Temasek Holding'i Merrill Lynch'in 5 milyar dolarlık hisse senedini alırken, Abu Dabi Citigroup'un 7.5 milyar dolarlık hisse senedi almıştır.), aynı zamanda kamu borcunun hamili durumundadırlar. Birçok

Avrupa hükümeti Euro bölgesi borç krizinin çözümlüne yardım etmeleri için ulusal varlık fonlarını ülkelere davet etmektedirler (Selfin, Snook ve Gupta, 2011: 2). Küresel ve uzun vadeli yatırımcılar olan ulusal varlık fonları piyasa etkinliğinin artmasına, piyasalarda oynaklığın azalmasına ve piyasaların derinliğinin artmasına katkı sağlayabilirler.

1950'li yıllardan beri ulusal varlık fonları var olmalarına rağmen, son zamanlardaki yükselişleri bu fonların küresel finansal piyasalardaki etkilerine yönelik ilgiyi artırmış ve bazı kesimlerde endişelere yol açmıştır. Ulusal varlık fonları piyasalarda istikrar sağlayıcı bir güç olmalarına rağmen, uygulamaları ile bazı durumlarda piyasalarda oynaklığa neden olabilirler. Ulusal varlık fonlarının diğer kurumsal yatırımcılar gibi büyük ve genellikle şeffaf olmayan pozisyonları finansal piyasalarda oynaklığa yol açma potansiyeline sahiptir. Ulusal varlık fonlarının gerçek veya söylen-tisi çıkmış alım-satım işlemleri özellikle sektörlerde göreceli değerlemeleri etkileyebilir ve sürü davranışına yol açarak piyasalarda oynaklığı artırabilir. Ayrıca ulusal varlık fonlarının portföy dağılımları bilinmemesine rağmen ulusal varlık fonlarının risk-getiri hedefleri dışında diğer faktörleri izlediklerinden şüphe edilmektedir (Avendaño ve Santiso, 2009: 7). Bu fonların uluslararası finansal mimariyi tehlikeye düşürmesi, ülkelerin ulusal güvenliğini tehdit etmesi ve eşsiz bir devlet ve ekonomik güç olarak diğer ülkelere zarar vermesinden endişe edilmektedir (Balding, 2009: 201).

## 3. Ulusal Varlık Fonlarının Regülasyonuna Yönelik Çabalar: Santiago Prensipleri

Ulusal varlık fonları hakkındaki kaygıların artması bu fonlar ile ilgili uluslararası düzenlemele-re gidilmesine yol açmıştır. 2008'in Haziran ayında IMF'in inisiyatifi ile 25 IMF üyesi ülke temsilcileri, Abu Dabi Yatırım Otoritesinden bir temsilci ve iştirakçi ulusal varlık fonları tarafından Ulusal Varlık Fonu Uluslararası Çalışma Grubu (IWG-International Working Group of Sovereign Wealth Funds) oluşturulmuştur. Çalışma grubu, ulusal varlık fonlarının kararlarının siyasi motiflerle değil finansal ve ekonomik düşüncelerle belirlendiğini belgeleyen, gönüllülük esasına dayalı, genel kabul görmüş prensipler belirlenmesi üzerine görüş birliğine varmışlardır. Bu prensipler üzerine Washington, Singapur ve Santiago'da toplan-



tılar yapılmış ve Santiago'daki toplantı sonucunda "Santiago Prensipleri" olarak adlandırılan 24 adet Genel Kabul Görmüş Prensip ve Uygulama (GAPP- Generally Accepted Principles and Practices) oluşturulmuştur.

Santiago Prensipleri, yasal çerçeve, hedefler ve makroekonomik politikalar ile koordinasyon (GAPP 1-5), kurumsal çerçeve ve yönetim yapısı (GAPP 6-17) ile yatırım ve risk yönetimi çerçevesi (GAPP 18-24) olmak üzere üç temel alandan oluşmaktadır:

Tablo 3: Santiago Prensipleri

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

<b>GAPP 13:</b>	Mesleki ve etik standartlar açıkça tanımlanmalı, ulusal varlık fonunun yönetim kurulu/kurullarının üyelerine, yöneticilerine ve personeline bildirilmelidir.
<b>GAPP 14:</b>	Ulusal varlık fonunun operasyonel yönetim amacıyla üçüncü taraflarla olan ilişkileri ekonomik ve finansal temellere dayanmalı ve ilişkilerde açık olan kurallar ve prosedürler izlemelidir.
<b>GAPP 15:</b>	Ulusal varlık fonunun operasyonları ve faaliyetleri, ev sahibi ülkelerdeki ilgili mevzuata ve kamuoyunu aydınlatma yükümlülüklerine uygun olarak yapılmalıdır.
<b>GAPP 16:</b>	Ulusal varlık fonlarının operasyonel olarak sahibinden bağımsız olduğu yönetim çerçevesi ve hedefleri kamuoyuna açıklanmalıdır.
<b>GAPP 17:</b>	Uluslararası finansal piyasaların istikrarına katkı sağlamak, ev sahibi ülkelere güveni artırmak ve ekonomik ve finansal yönelimini göstermek amacıyla ulusal varlık fonuna ilişkin finansal bilgiler kamuoyuna açıklanmalıdır.
<b>GAPP 18:</b>	Ulusal varlık fonunun yatırım politikası açık olmalıdır. Bununla birlikte bu yatırım politikaları, sahibi veya yönetim kurulu tarafından belirlenmiş hedeflerle, risk toleransı ve yatırım stratejisi ile tutarlı olmalıdır. Yatırım politikaları sağlam portföy yönetim prensiplerine dayalı olmalıdır.
	<b>GAPP 18.1.:</b> Yatırım politikası, ulusal varlık fonunun finansal risklerini ve olası kaldıraç kullanımını yönlendirmelidir.
	<b>GAPP 18.2.:</b> Yatırım politikası, iç ve/veya dış yatırım yöneticilerinin kullanıldığı derecede faaliyetlerine ve otoriteye ve seçtikleri sürece ve izlenen performanslarına hitap etmelidir.
	<b>GAPP 18.3.:</b> Ulusal varlık fonunun yatırım politikasının tanımı halka açıklanmalıdır.
<b>GAPP 19:</b>	Ulusal varlık fonunun yatırım kararları, yatırım politikası ile tutarlı bir şekilde riske göre ayarlanmış finansal getirileri maksimize etmeyi amaçlamalı ve ekonomik ve finansal temellere dayanmalıdır.
	<b>GAPP 19.1.:</b> Yatırım kararları ekonomik ve finansal düşüncelerden farklı şeylere maruz ise, bunlar yatırım politikasında açıkça belirtilmeli ve kamuoyuna açıklanmalıdır.
	<b>GAPP 19.2.:</b> Ulusal varlık fonuna ait varlıkların yönetimi, genel kabul görmüş makul varlık yönetim prensipleri ile tutarlı olmalıdır.
<b>GAPP 20:</b>	Ulusal varlık fonu, özel teşebbüsler ile rekabet ederken daha geniş yönetim ile ayrıcalıklı bilgi veya uygun olmayan etkiden faydalanmamalıdır.
<b>GAPP 21:</b>	Ulusal varlık fonları, hissedarların mülkiyet haklarını, özsermaye yatırımlarının değerinin temel bir bileşeni olarak görürler. Bir ulusal varlık fonu mülkiyet haklarını kullanmayı tercih ederse, yatırım politikası ile tutarlı bir şekilde yapmalı ve yatırımlarının finansal değerlerini korumalıdır. Ulusal varlık fonu, borsada kote olan işletmelerin menkul değerlerini seçmeye ilişkin mülkiyet haklarının kullanımını yönlendiren temel faktörler dahil genel yaklaşımını halka açıklamalıdır.
<b>GAPP 22:</b>	Ulusal varlık fonu, faaliyet risklerini tanımlayan, değerlendiren ve yöneten bir çerçeveye sahip olmalıdır.

	<b>GAPP 22.1.:</b>	Risk yönetim çerçevesi, kabul edilebilir parametreler ve seviyeler içerisinde ilgili risklerin yeterli şekilde izlenmesi ve yönetimini için güvenilir bilgi üreten ve zamanında rapor eden sistemlere, kontrol ve teşvik mekanizmalarına, uyulacak kuralları gösteren tüzüklere, iş sürekliliği planlamasına ve bağımsız bir denetim işlevine sahip olmalıdır.
	<b>GAPP 22.2.:</b>	Ulusal varlık fonunun risk yönetim çerçevesine genel yaklaşımı kamuoyuna açıklanmalıdır.
<b>GAPP 23:</b>		Ulusal varlık fonunun varlık ve yatırım performansı mutlak veya göreceli kriterlere göre ölçülmeli ve açıkça belirlenmiş prensip veya standartlara göre fon sahibine rapor edilmelidir.
<b>GAPP 24:</b>		GAPP'ın uygulanmasının düzenli gözden geçirilme süreci ulusal varlık fonu tarafından veya onun adına yapılmalıdır.

Kaynak: (IWG, 2008:7-9)

Santiago prensipleri içerik olarak ev sahibi ülkenin kurallarına saygı, özel sektörle adil rekabet, finansal istikrarsızlık durumlarında kamu otoriteleri ile etkili iletişim kurma, kaliteli risk yönetim sistemleri oluşturma, kurumsal yönetim ve iç kontrol sistemlerine sahip olma, şeffaflık, yatırım kararlarının tamamen ekonomik temellere dayanması, politik veya dış politika etkilerinden uzak olması gibi unsurları içermektedir. Santiago Prensiplerinin ulusal varlık fonları tarafından uygulanması isteğe bağlıdır. Santiago prensiplerinin uluslararası bağlayıcılığı bulunamamasına rağmen ulusal varlık fonlarının ABD ve Avrupa piyasalarına

girişi için bir ön şart niteliğindedir (Aykın, 2011: 21). Mart 2010 itibariyle 23 ülkenin ulusal varlık fonları kendilerini prensiplere uyumlu hale getirme yönünde işbirliğine girmiştir. Ulusal varlık fonlarının Santiago Prensiplerine uyumu farklılık göstermektedir. Behrendt (2010) çalışmasında Ocak 2010-Mart 2010 arasında ulusal varlık fonları, IWG ve IMF'den sağladığı verileri kullanarak Santiago Uyum endeksi oluşturmuş, söz konusu prensiplerine ilişkin uzlaşmayı imzalayan 26 tarafın Santiago Prensiplerine uyum seviyesini ölçmüştür (Behrendt, 2010, s.6).

Tablo 4: Santiago Uyum Endeksi

Ülke-Ulusal Varlık Fonu	Santiago Uyum Oranı (%)
Yeni Zelanda-Emeklilik Fonu	95
Avustralya-Avustralya Gelecek Fonu	82
Norveç-Devlet Emeklilik Fonu	78
İrlanda-Ulusal Emeklilik Rezerv Fonu	75
Çin-Çin Yatırım Şirketi	70
Kanada-Alberta Miras Fonu	65
Trinidad ve Tobago-Miras ve İstikrar Fonu	62
Singapur-Singapur Yatırım Şirketi	60
Kore-Kore Yatırım Şirketi	58
Azerbayca-Devlet Petrol Fonu	56
Timor-Leste-Petrol Fonu	52
Şili-Ekonomik ve Sosyal İstikrar Fonu	50
Şili-Emeklilik Fonu	50
ABD-Alaska Fonu	50
Singapur-Temasek Holdingi	48
Birleşik Arap Emirlikleri-Abu Dabi Yatırım Otoritesi	48

Ülke-Ulusal Varlık Fonu	Santiago Uyum Oranı (%)
Rusya-Ulusal Varlık Fonu	46
Rusya-Rezerv Fonu	43
Kuveyt-Kuveyt Yatırım Otoritesi	41
Katar-Katar Yatırım Otoritesi	35
Meksika-Petrol Geliri İstikrar Fonu	21
Botsvana-Pula Fonu	15
Bahreyn-Gelecek Nesiller Rezerv Fonu	14
Libya-Libya Yatırım Otoritesi	13
Ekvator Ginesi-Gelecek Nesiller Fonu	-
İran-Petrol İstikra Fonu	-

Kaynak: Behrendt, 2010, s.6

## Sonuç

Uluslararası varlık fonları, uluslararası para ve finansal sistemde artan payları ile birlikte önemli kurumsal yatırımcılar haline gelmişlerdir. Ulusal varlık fonlarının ülkeler arası yatırım yapması ve sahip oldukları varlıkların değerindeki hızlı artış bu fonların fon sahibi ülke, fonu alan ülke ve uluslararası piyasalar için önemini artırmıştır. Bununla birlikte ulusal varlık fonlarının büyüklükleri, şeffaflıktan ve hesap verebilirlikten yoksun olmaları, finansal piyasaların işleyişini bozma gücüne sahip olmaları ve risk-getiri hedefleri dışında siyasi hedeflerin bu fonların yönetimini etkileyebilme riskinden dolayı ulusal varlık fonlarındaki yabancı varlıkların yönetimi ulusal ve uluslararası ekonomik ve finansal politikanın önemli bir gündem maddesi haline gelmiştir.

Küresel finansal piyasalarda payı gün geçtikçe artan ulusal varlık fonlarına ilişkin IMF'nin inisiyatif ve ulusal varlık fonuna sahip başlıca ülkelerin katılımıyla Ulusal Varlık Fonu Uluslararası Çalışma Grubu oluşturulmuştur. Bu çalışma grubu ulusal varlık fonlarının şeffaflığını ve hesap verebilirliğini artırmak ve yatırımlarının tamamen ekonomik ve finansal prensipler doğrultusunda yapılmasını sağlamak için Santiago Prensipleri olarak da adlandırılan uyulması isteğe bağlı 24 adet Genel Kabul Gören Prensip ve Uygulamalar üzerinde uzlaşmıştır. Santiago prensiplerinin temel amacı ulusal varlık fonlarını yönlendirmek, halka aksi belirtilmedikçe yatırım kararlarının ekonomik ve finansal risk-getiri esaslarına dayalı olarak yapıldığını sağlamaktır. Ayrıca IWG Santiago Prensipleri ve ulusal varlık fonlarının faaliyetlerinin anlaşıl-

masını kolaylaştırmak konularında görüş alışverişinde bulunmak için Ulusal Varlık Fonları Uluslararası Forumunu kurmuş, söz konusu forum belirtilen amaçlar doğrultusunda düzenli olarak toplantılar yapmaktadır.

## Kaynakça

- AKBULAK, S., ve AKBULAK, Y.; (2008), "Ulusal Varlık Fonları", *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, ss. 237-262.
- AVENDAÑO, Rolando ve SANTÍSO, Javier; (2009), "Are Sovereign Wealth Funds' Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds", *OECD Development Centre Working Paper No. 283*, <http://www.oecd.org/dev/44301172.pdf>, 01.06.2013.
- AYKIN, Hasan; (2011), "Ulusal Refah Fonları; Risk mi, Fırsat mı?", *SDE Analiz, Stratejik Düşünce Enstitüsü*, ss. 4-28.
- BALDING, Christopher; (2009), "Who's Afraid of Sovereign Wealth Funds", *Revue D'économie Financière (English ed.)*, 9, ss.201-210.
- BECK, Roland ve FIDORA, Michael; (2008), "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets", *European Central Bank Occasional Paper Series No.91*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1144482](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1144482), 12.06.2013.
- BEHRENDT, Sven; (2010), "Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where Do They Stand?", *Carnegie Papers, Number 22*, [http://carnegieendowment.org/files/santiago\\_principles.pdf](http://carnegieendowment.org/files/santiago_principles.pdf), 03.06.2013.
- BERNSTEIN, Shai, LERNER, Josh ve SCHOAR, Antoinette; (2009), "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds", *Harvard Business School Working Paper, 09-112*, <http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-112.pdf>, 03.06.2013.
- BERNSTEIN, Shai, LERNER, Josh ve SCHOAR, Antoinette; (2013), "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds", *Journal of Economic Perspectives*, 27(2), ss.219-238.

CHHAOCHHARIA, Vidhi ve LAEVEN, Luc; (2008), "Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance", *CEPR Discussion Paper*, No. DP6959, <http://www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpno=6959.asp>, 01.06.2013.

HACIHASANOĞLU, E., ve SOYTAŞ, U.; (2010), "Yeniden Tasarlanan Finansal Mimaride Ulusal Varlık Fonlarının Rolü", *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi*, ss. 97-114.

IMF; (2007), "Global Financial Stability Report", <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/po103408a.htm>, 05.05.2013.

IWG; (2008), "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles", <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>, 07.06.2013.

KERN, Steffen; (2007), "Sovereign Wealth Funds - State Investments On the Rise", <http://cgt.columbia.edu/files/papers/>

*SOVEREIGNWEALTHDB2007.pdf*, 06.05.2013.

KUNZEL Peter, LU, Yinqiu, PETROVA, Iva ve PIHLMAN, Jukka; (2010), "Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds—A Shifting Paradigm", *IMF Working Paper WP/11/19*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1119.pdf>, 10.06.2013.

SELFIN, Yael, SNOOK, Richard ve GUPTA, Himani; (2011), "The Impact of Sovereign Wealth Funds on Economic Success", [http://www.pwc.co.uk/en\\_UK/uk/assets/pdf/the-impact-of-sovereign-wealth-funds-on-economic-success.pdf](http://www.pwc.co.uk/en_UK/uk/assets/pdf/the-impact-of-sovereign-wealth-funds-on-economic-success.pdf), 13.06.2013.

SWF Institute; (2013), "Sovereign Wealth Fund Definition", <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-definition/>, 10.06.2013.

SWF Institute; (2010), "Sovereign Wealth Fund Statistics", <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>, 10.06.2013.

