

# **Emeklilik Yatırım Fonları Performans Raporu**

## **Eylül 2018**

**Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık**



**Aralık 2018**

# Emeklilik Yatırım Fonları Performans Raporu

## -2018 Eylül Ayı İtibariyle-

### İçindekiler

SUNUŞ.....	3
1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin Makro Görünüşü .....	5
2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Analizi .....	7
2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması.....	8
2.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Kategori Bazında İncelenmesi .....	9
2.2.1. Başlangıçtan İtibaren: .....	9
2.2.2. Son 10 Yıllık İnceleme Döneminde: .....	10
2.2.3. Son 5 Yıllık İnceleme Döneminde: .....	11
2.2.4. 2018-9 Aylık Dönemin İncelenmesi:.....	12
2.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Mevduat Faiziyle Karşılaştırılması.....	13
2.4. Hisse Senedi Emeklilik Fonları Getirilerinin BIST 100 Getirisi ile Karşılaştırılması .....	14
2.5. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması .....	15
3. Emeklilik Fon Yöneticilerinin Değişiminin Sektördeki Yoğunlaşmaya Etkisi .....	17
Sonuç.....	20
Ek 1: Fonların ve Mevduatın Brüt Getirisi .....	22
Ek 2: Hisse Senedi Fon Kategorisinin BIST-100 Getiri Endeksi ile Karşılaştırılması .....	22
Ek 3: Fonların Net Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütlerinin Net Getirisiyle Kıyaslanması.....	23
Metodoloji Notları .....	24

## SUNUŞ

Ülkemizde 2003 yılının Ekim ayında faaliyete geçen Bireysel Emeklilik Sistemi, 15. yılını geride bıraktı. Katılımcı sayısının yaklaşık 12 milyon olduğu sistemdeki birikimlerin tutarı 90 milyar TL’yi aşmış durumdadır.

Bireysel emeklilik sisteminde 2018 yılının öne çıkan başlıkları:

- ✚ Bir emeklilik şirketine ait toplam emeklilik fonu portföyünün yüzde 40’ından fazlasının aynı portföy yönetim şirketi tarafından yönetilemeyeceğine ilişkin sektör duyurusunun hayata geçmiş olması,
- ✚ Hazine Müsteşarlığınca yayınlanan “Fon Tercih, Fon Dağılımı Değişikliği ile bu Hakların Devrine İlişkin Genelge”,
- ✚ Otomatik katılım sistemindeki cayma oranları ve alınabilecek önlemler olmuştur.

Hazine Müsteşarlığınca 2016 yılı sonlarında yayınlanan bir emeklilik şirketine ait toplam emeklilik fonlarının portföyünün yüzde 40’ından fazlasını aynı portföy yönetim şirketinin yönetilemeyeceğine ilişkin sektör duyurusu 2018 yılının ilk aylarında fiilen uygulanmaya başlamıştır. Düzenlemenin hedefinde portföy yönetim sektörünün rekabetçi bir yapıya kavuşturulması, yoğunlaşmanın azaltılması ve böylelikle fonların getiri performansının artırılması yer almaktaydı. Bu raporun ilerleyen sayfalarında bu uygulamanın hedefine ne denli ulaştığını irdeleyen öncül bir çalışmaya yer verilmiştir.

2017 yılı Aralık ayında Hazine Müsteşarlığı tarafından yayınlanan genelgenin 3. maddesi “Fon Tercih ve Fon Dağılımı Değişikliği Hakkının Devri” konusundadır. Maddeye göre:

*“İlgisine göre katılımcı, sponsor veya işveren fon tercih ve fon dağılımı değişikliği hakkını Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul) tarafından portföy yöneticiliği yapmak üzere yetkilendirilmiş portföy yönetim şirketlerine devredebilir.”*

Yasa koyucunun bu düzenleme ile katılımcıların sisteme ilişkin şikayet konularının başında yer alan emeklilik planlarının getiri performansının düşük olması konusuna bir çözüm oluşturmayı amaçladığı düşünülmektedir. Bilindiği üzere emeklilik sisteminde yer alan katılımcıların çoğunluğu fon dağılımı değişikliği hakkını kullanmamaktadır. Bunun sonucunda da piyasa koşullarına göre yeniden düzenlenmeyen planlardan düşük getiriler elde etmekte ve memnuniyetsizlikleri artmaktadır. Katılımcıların, piyasa koşullarını dikkate alarak fon dağılımı değişikliği yapabilmesi ancak yeterli bir finansal okuryazarlık seviyesi ile mümkündür. Ülkemizde finansal okur yazarlığın düşük düzeyde olduğu dikkate alındığında, böylesi bir uygulamanın esasta katılımcıya oldukça önemli bir katkı sağlama potansiyeli yüksektir.

Otomatik katılım sisteminin (OKS) uygulamaya geçişinden bugüne kademeli olarak yaklaşık 12 milyon çalışan sisteme dahil edilmiş; bunlardan 5 milyon civarında katılımcı sistemde kalmıştır. Cayma hakkını kullanan katılımcıların oranı yüzde 60 civarındadır. Bu

oran, tahminlerin oldukça üzerindedir. Dolayısıyla, 2018 yılının gündem maddelerinden birisi de bu oranın nasıl düşürülebileceği olmuştur. Eylül ayı sonlarında açıklanan Yeni Ekonomi Planı kapsamında bu konuya da değinilmiş olup “Çalışanların işverenleri aracılığıyla BES'e otomatik katılım uygulaması yeniden yapılandırılarak daha sürdürülebilir hale getirilecek” ifadesine yer verilmiştir.

İlki 2016 yılının Nisan ayında yayınlanan “Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Raporu”nun beşincisini sunmaktayız.

Bu rapor sistemin “Gönüllü BES” ve “Otomatik Katılım Sistemi” olarak isimlendirilen fazlarının verilerine dayanılarak hazırlanmıştır.

2018 yılı Eylül sonu itibariyle hazırlanan raporda belirli dönemler için emeklilik fonlarının performansları farklı kriterlere göre kıyaslanmıştır. Analizlerde, emeklilik fonlarının enflasyona kıyasla getirisi, alternatif yatırım araçları karşısındaki durumu ve karşılaştırma ölçütleri farklı vadeler için incelenmiştir.

Bu raporda bireysel emeklilik sisteminin performansına topluca ve kategoriler bazında bakılmaktadır. Tekil olarak emeklilik fonu ve/veya emeklilik planı bazında getiriler rapordaki değerlerden farklılaşabilir. Özellikle katılımcının emeklilik planından elde ettiği getiriler hesaplanırken sistemde kalma süresine bağlı olarak oluşan/değişen bir takım kesintiler ve vergiler sözkonusudur. Ayrıca katılımcı birikimlerini periyodik (genellikle aylık) ödemeler biçiminde yapmaktadır. Bunlar katılımcı bazında elde edilen getirileri önemli ölçüde etkileyen unsurlardır. Oysaki bu rapor, yapısı gereği hesaplamalarda kesintileri ve periyodik ödemeleri dikkate almamaktadır.

Tarafsız ve bağımsız bir kuruluş olarak sunduğumuz bu raporun şeffaflığı artırıcı bir rol üstlenmesi ve ilgili taraflar için faydalı olmasını temenni ederiz.

## 1. Bireysel Emeklilik Sistemi'nin Makro Görünüşü

Bireysel emeklilik sisteminde (BES) 2018 yılı Eylül ayı sonu itibariyle 11,9 milyon katılımcı yer almaktadır. Bu katılımcıların 6,9 milyon kişisi gönüllü BES ve 5 milyon kişisi Otomatik Katılım Sistemi'ndedir. 2018 yılının ilk 9 aylık döneminde gönüllü BES katılımcı sayısındaki artış 23.625 kişi olarak gerçekleşmiş olup, bu sayı yüzdesel olarak 0,3'e karşılık gelmektedir. Gönüllü BES katılımcı sayısını bir önceki yılın aynı ayı (Eylül 2017) ile kıyasladığımızda sisteme yeni giren kişi sayısının 104.105 olduğu görülmektedir. Diğer bir deyişle, bir yıllık periyotta gönüllü BES katılımcı sayısında yüzde 1,52 oranında artış olmuştur. Otomatik Katılım Sistemi (OKS) katılımcı sayısı ise 2017 yılı sonunda 3,4 milyon kişi iken, 2018 yılı Eylül ayı sonu itibariyle 4,95 milyon kişiye yükselmiştir. 2018 yılında gönüllü BES'te yeni katılımcı sayısındaki artışın hız kaybetmesinin en önemli nedeni, geçtiğimiz yıl Ocak ayında başlayan OKS uygulamasıdır. OKS'nin uygulamaya geçmesiyle birlikte, BES'in gönüllü katılıma dayalı olan uygulamasına ilgi azalmıştır.

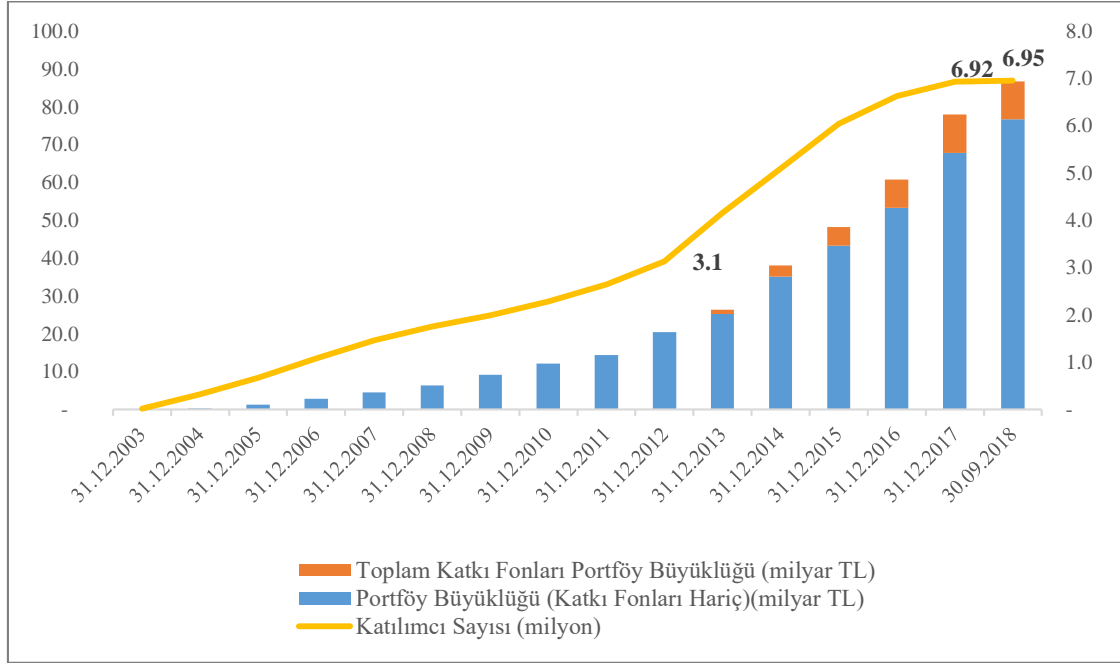
2018 yılı Eylül sonu itibariyle BES'te toplam portföy büyüklüğü yaklaşık 90,5 milyar TL olmuştur. Bu büyüklüğün 86,7 milyar TL'lik kısmı gönüllü BES ve 3,8 milyar TL'lik kısmı OKS'de yer almaktadır. Gönüllü BES portföy büyüklüğü 2018'in ilk 9 ayında yaklaşık yüzde 11 büyüme kaydetmiştir. Gönüllü BES portföy büyüklüğünün bir önceki yılın aynı ayına göre değişimi ise yüzde 18,8 olmuştur. OKS portföy büyüklüğü 2017 yılı sonunda 1,8 milyar TL iken 2018 yılı ilk 9 ayında yaklaşık 2 milyar TL artarak 3,8 milyar TL'ye ulaşmıştır.

BES'e devlet katkısının getirildiği 2013 senesinden bu yana rakamları incelediğimizde, gönüllü BES tarafında portföy büyüklüğünün yaklaşık 3 katına, katılımcı sayısının da 1,6 katına çıktığını söylemek mümkündür.

**Tablo 1. Gönüllü BES Portföy Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı**

Tarih	Portföy Büyüklüğü (TL)	Artış Oranı (yüzde)	Katılımcı Sayısı	Artış Oranı (yüzde)
31.12.2012	20.342.723.283		3.128.130	
31.12.2013	26.362.540.163	29,6	4.153.055	32,8
31.12.2014	38.029.205.201	44,3	5.092.871	22,6
31.12.2015	48.211.017.130	26,8	6.039.300	18,6
31.12.2016	60.689.974.188	25,9	6.627.025	9,7
31.12.2017	77.849.252.427	28,3	6.922.615	4,5
31.09.2018	86.703.811.601	11,4	6.946.230	0,3

Kurulduğu yıldan bu yana gönüllü BES'teki portföy büyüklüğünün ve katılımcı sayısının gelişimini gösteren grafik aşağıda yer almaktadır:



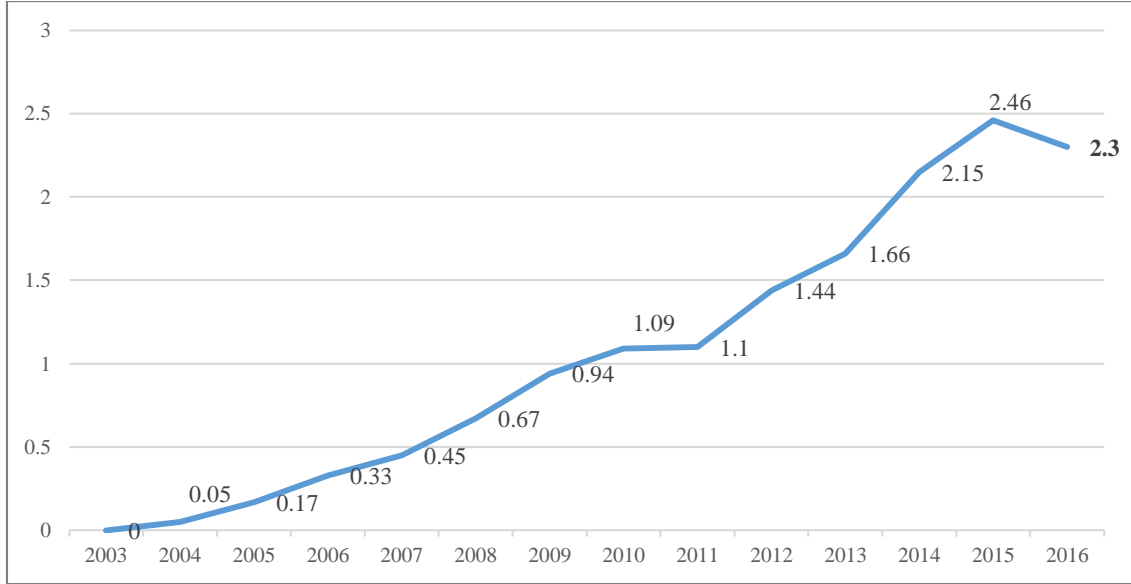
**Grafik 1.** Gönüllü BES Fonlarının Portföy Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı Gelişimi (2003-2018/9)

OKS'deki toplam portföy büyüklüğü ve katılımcı sayısı Tablo 2'de yer almaktadır:

**Tablo 2. OKS Portföy Büyüklüğü ve Katılımcı Sayısı**

Tarih	Portföy Büyüklüğü (TL)	Katılımcı Sayısı
31.12.2017	1.795.942.055	3.417.003
30.09.2018	3.833.431.827	4.959.053

Emeklilik fon varlıklarının toplam değerinin Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya oranı, emeklilik fonları piyasası için temel göstergelerden birisidir. Türkiye'de emeklilik fonlarının GSYİH'ye oranı yüzde 2,3'tür. Yıllar itibarıyla bu oranın değişimi Grafik 2'den izlenebilir.



Kaynak: World Bank, Nonbanking financial database

**Grafik 2.** Yıllar İtibarıyla Türkiye'de Emeklilik Yatırım Fonlarının GSYİH'ye Oranı

## 2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Analizi

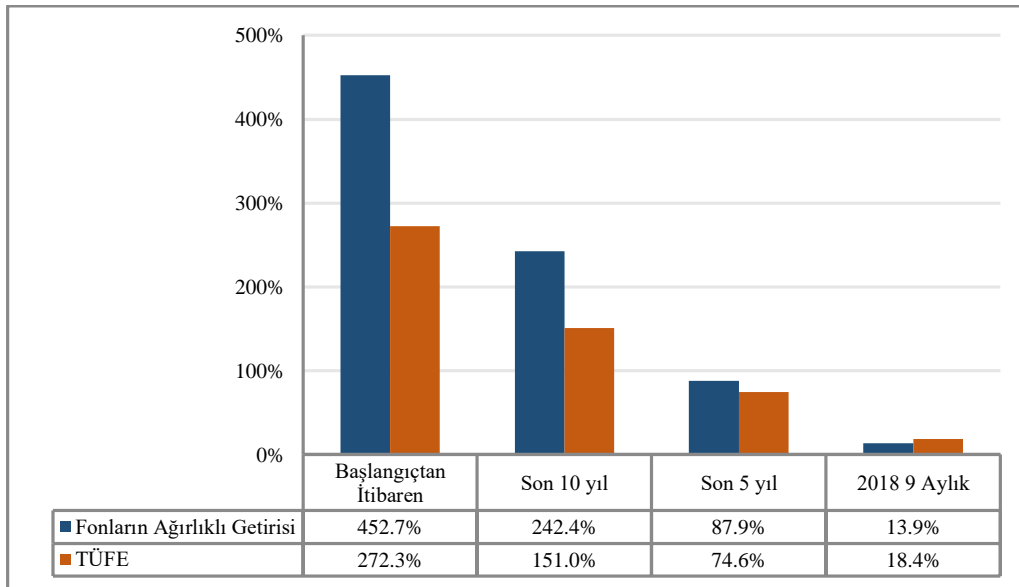
Emeklilik yatırım fonlarının performans analizi bölümünde öncelikle Gönüllü BES fonları incelenmiştir. Burada fonların kategori ayırımına göre getirilerinin karşılaştırılmasının yanı sıra, kategori ayırımına gitmeden tüm fonların ağırlıklı ortalama getirileri de farklı yatırım araçlarıyla kıyaslanmıştır. Gönüllü BES fonlarının getirileri üzerine yapılan performans analizi üç alt başlığı kapsamaktadır. İlk kısımda fonların ortalama net getirileri tüketici fiyat endeksi (TÜFE) ile kıyaslanmıştır. İkinci kısımda mevduat faizleri ve borsa endeksleri ile karşılaştırmalar yer almaktadır. Son kısımda ise fonların karşılaştırma ölçütleriyle getirileri kıyaslanmaktadır. Performans analizleri BES'in kurulduğu yıldan 2018 yılı Eylül ayı sonuna kadar olan dönemi, son 10 yılı, 5 yılı ve 2018 yılının ilk 9 ayını kapsamaktadır. Fonların ortalama getirileri hesaplanırken, fonlar portföy büyüklüklerine göre ağırlıklandırılmıştır.

OKS fonlarının kuruluşunun oldukça yeni olması nedeniyle, bu fonların getiri analizleri yalnız kuruldukları tarihten 2018 yılı Eylül sonuna kadar olan dönemi ve son 1 yılı içermektedir. Raporla bu fonların performansları TÜFE ile kıyaslanmıştır.

## 2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

Performans analizinin getirilerin TÜFE ile karşılaştırılması kısmında, uzun ve kısa vadeli getiriler incelenerek aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir (Grafik 3):

- **2018-9 aylık dönem dışında tüm inceleme dönemlerinde Gönüllü BES emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama net getirilerinin TÜFE'nin üzerinde olduğu görülmektedir.**
- Gönüllü BES'in başladığı tarihten bu yana (Ocak 2004 – Eylül 2018) emeklilik fonlarının getirilerine bakıldığında, ortalama olarak TÜFE'nin oldukça üzerinde getiri elde edildiği tespit edilmiştir (yaklaşık 180 puan).
- Son 10 yıllık dönemde Gönüllü BES emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama net getirisi TÜFE'nin yaklaşık 91 puan üzerindedir.
- Son 5 yıllık dönemde Gönüllü BES emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama net getirisi TÜFE'nin yaklaşık 13 puan üzerindedir.
- 2018 yılının ilk 9 aylık döneminde ise Gönüllü BES emeklilik fonlarında ortalama getiriler TÜFE'nin 4,5 puan gerisinde kalmıştır.



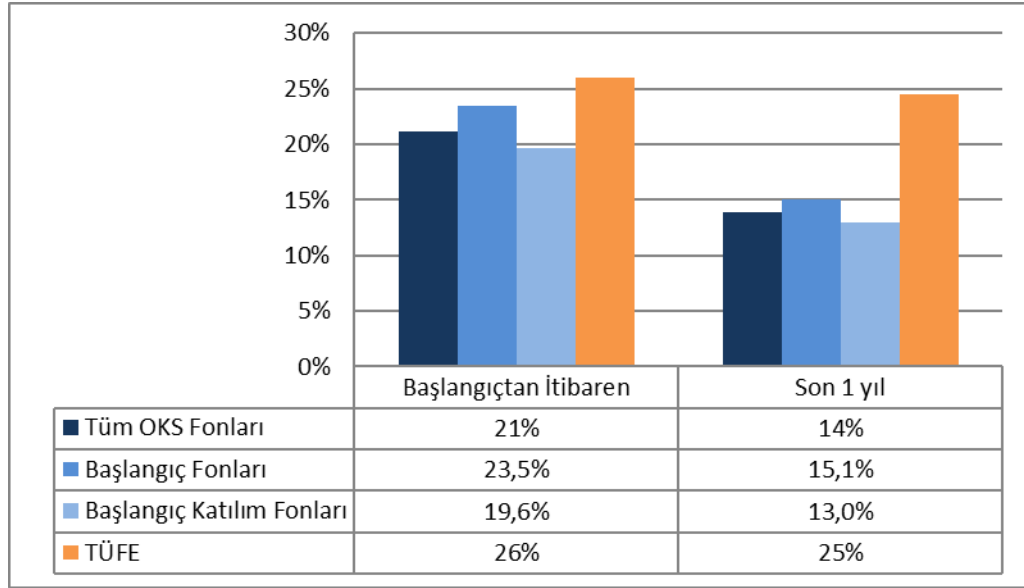
**Grafik 3.** Gönüllü BES Fonlarının Birikimli Ağırlıklı Ortalama Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

OKS emeklilik fonları TÜFE ile kıyaslamalı olarak incelendiğinde ise ulaşılan bulgular aşağıdaki gibidir (Grafik 4):

- **Tüm inceleme dönemlerinde OKS emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama net getirilerinin TÜFE'nin altında olduğu görülmektedir.**



- Kategorik bazda inceleme yapıldığında, hem başlangıç OKS fonları hem de başlangıç katılım OKS fonları, tüm inceleme dönemlerinde TÜFE'nin altında getiri elde etmiştir.

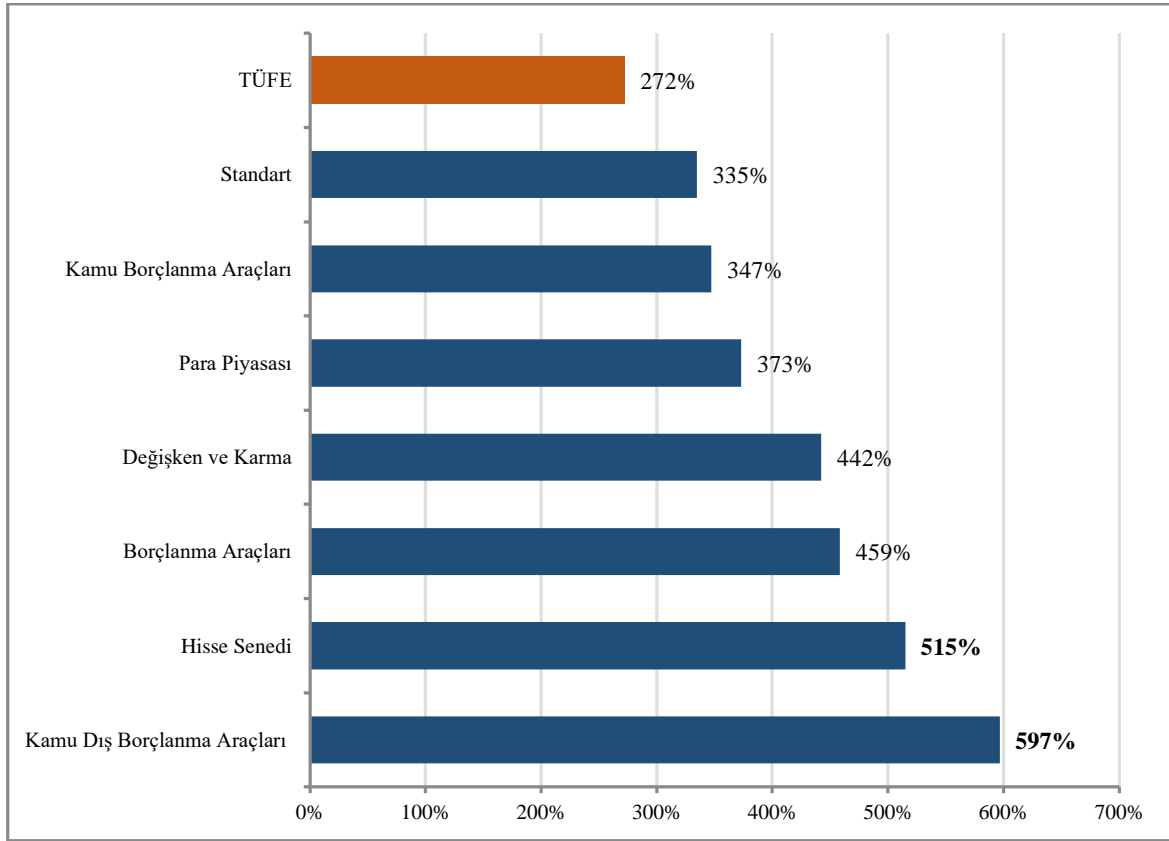


**Grafik 4.**OKS Fonlarının Birikimli Ağırlıklı Ortalama Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

## 2.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Kategori Bazında İncelenmesi

### 2.2.1. Başlangıçtan İtibaren:

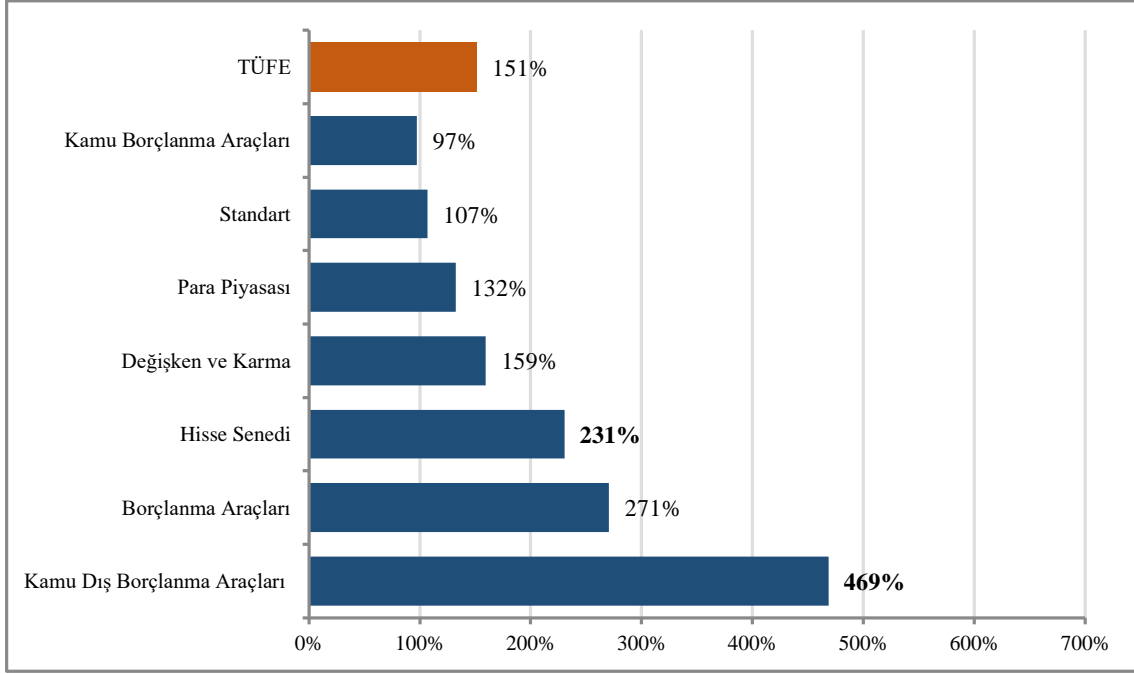
- Tüm kategoriler TÜFE'nin üzerinde getiri sağlamıştır.
- **En yüksek getiri kamu dış borçlanma fon kategorisinde sağlanmıştır. Onu, hisse senedi fon kategorisi izlemektedir.**
- En düşük getiri ise standart ve kamu borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlardadır.



**Grafik 5.** BES Fonlarının Kategori Bazında Başlangıçtan İtibaren Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Ortalama Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

### 2.2.2. Son 10 Yıllık İnceleme Döneminde:

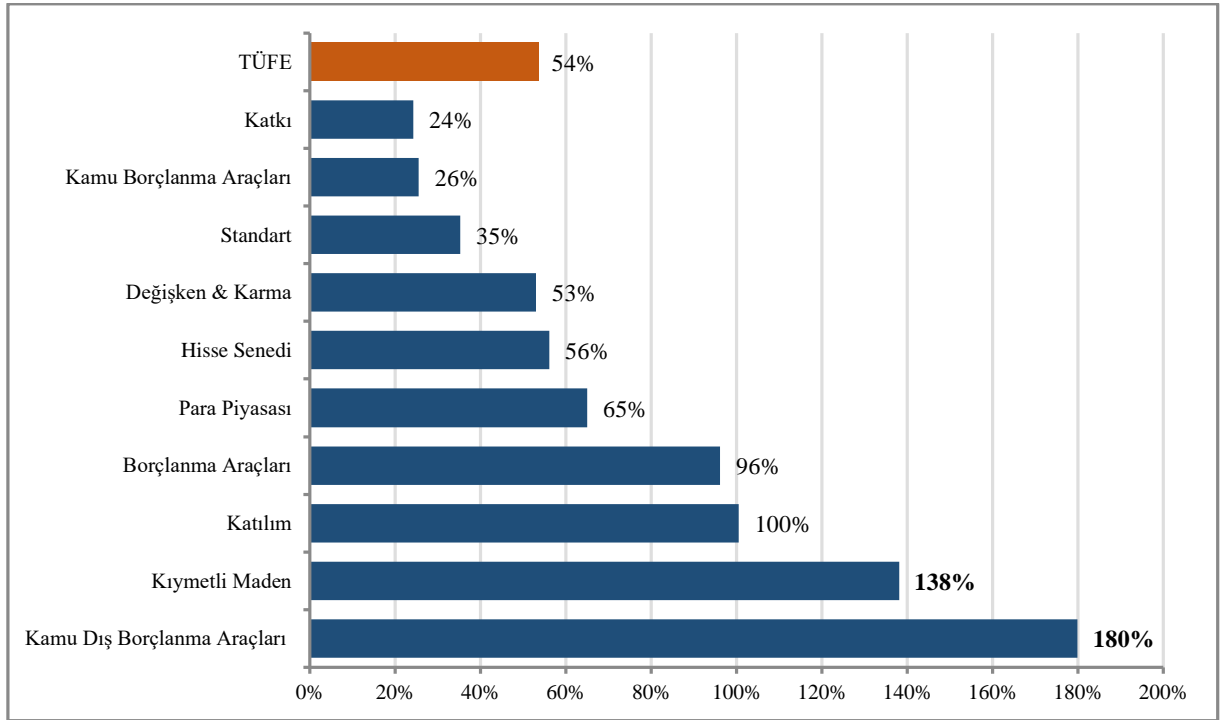
- Hisse senedi, değişken ve karma, borçlanma araçları ve kamu dış borçlanma kategorilerinin ağırlıklandırılmış ortalama net getirileri TÜFE'nin üzerindedir.
- Kamu borçlanma araçları, standart ve para piyasası fonlarının ortalama getirisi TÜFE'nin altındadır.
- **En yüksek getiri kamu dış borçlanma araçları fonları kategorisinde sağlanmıştır. Onu, hisse senedi fon kategorisi izlemektedir.**
- En düşük getiri ise kamu borçlanma araçları fonları kategorisinden elde edilmiştir.



**Grafik 6.** BES Fonlarının Kategori Bazında Son 10 Yıllık Birikimli Ağrılıklandırılmış Ortalama Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

### 2.2.3. Son 5 Yıllık İnceleme Döneminde:

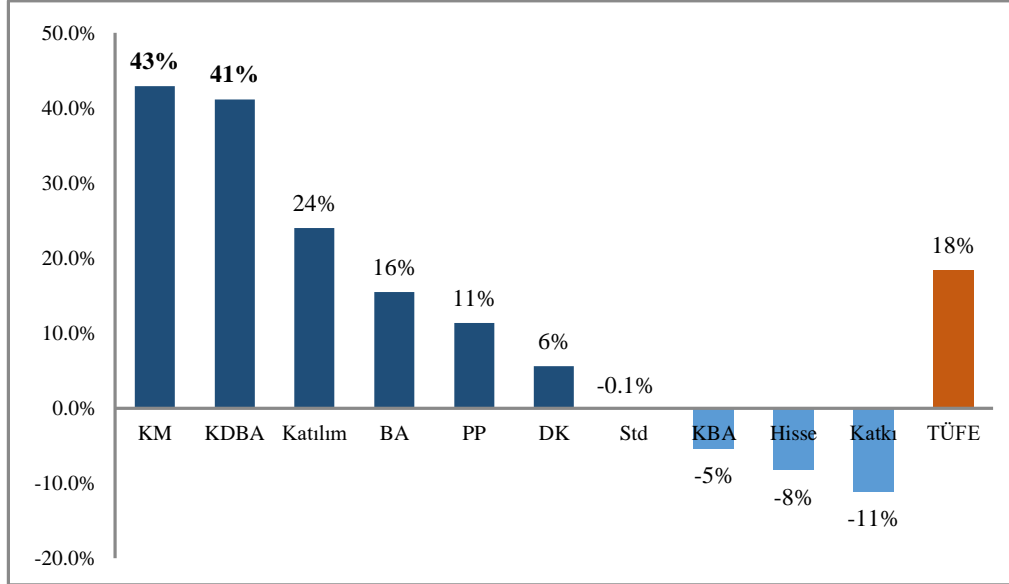
- Kamu borçlanma, katkı, standart ve değişken ve karma fon kategorileri hariç tüm diğer kategorilerin ağrılıklandırılmış ortalama net getirileri TÜFE'nin üzerindedir.
- **En yüksek getiri kamu dış borçlanma fonları kategorisinde sağlanmıştır. Bunu, kıymetli maden fon kategorisi takip etmektedir.**
- En düşük getiri ise katkı ve kamu borçlanma araçları fonları kategorisinde oluşmuştur.



**Grafik 7.** BES Fonlarının Kategori Bazında Son 5 Yıllık Birikimli Ağırlıklandırılmış Ortalama Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

#### 2.2.4. 2018-9 Aylık Dönemin İncelenmesi:

- Kıymetli maden, kamu dış borçlanma araçları ve katılım fonu kategorilerinin ağırlıklandırılmış ortalama net getirileri TÜFE'nin üzerindedir.
- Borçlanma araçları, para piyasası ve değişken&karma kategorilerinin ağırlıklandırılmış ortalama net getirileri TÜFE'nin altındadır.
- Kamu borçlanma araçları, hisse, katkı ve standart fon kategorilerinin ağırlıklandırılmış ortalama net getirileri negatiftir.
- **En yüksek getiri kıymetli maden fon kategorisinde sağlanmıştır.**
- En düşük getiri ise katkı ve hisse fonları kategorisindedir.



**Not:** KM: Kıymetli Maden, KDBA: Kamu Dış Borçlanma Araçları, BA: Borçlanma Araçları, PP: Para Piyasası, DK: Değişken ve Karma, Std: Standart, KBA: Kamu Borçlanma Araçları

**Grafik 8.** BES Fonlarının Kategori Bazında 2018-9 Aylık Birikimli Ağırlıklandırılmış Ortalama Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

### 2.3. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Mevduat Faiziyle Karşılaştırılması

Performans analizinin bu bölümünde, fon getirileri mevduat faiz oranları ile karşılaştırılmıştır. Mevduat faizi olarak “Bankalarca Açılan Mevduatlara Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı (Aylık-Stok) (1 Aya Kadar Vadeli TRY Üzerinden Açılan Vadeli Mevduatlar)” yüzde 15 oranında stopajdan arındırılarak kullanılmıştır. Fonların getirisinden ise yüzde 3,75 oranında stopaj kesintisi yapılmıştır. Burada katılımcıların emeklilik hakkı kazanarak sistemden ayrıldıkları varsayılmıştır. Stopaj kesintisi, 10 yıl süre ile sistemde kalmadan ayrılanlar için yüzde 15 ve en az 10 yıl süre ile sistemde kalan ancak 56 yaşını tamamlamadan ayrılanlar için yüzde 10’dur. Ayrıca gerek mevduattan gerekse de fonların getirilerinden vergi kesintisi yapılmadan elde edilen brüt getirilere de karşılaştırma yapılabilmesi amacıyla Ek 1’de yer verilmiştir.

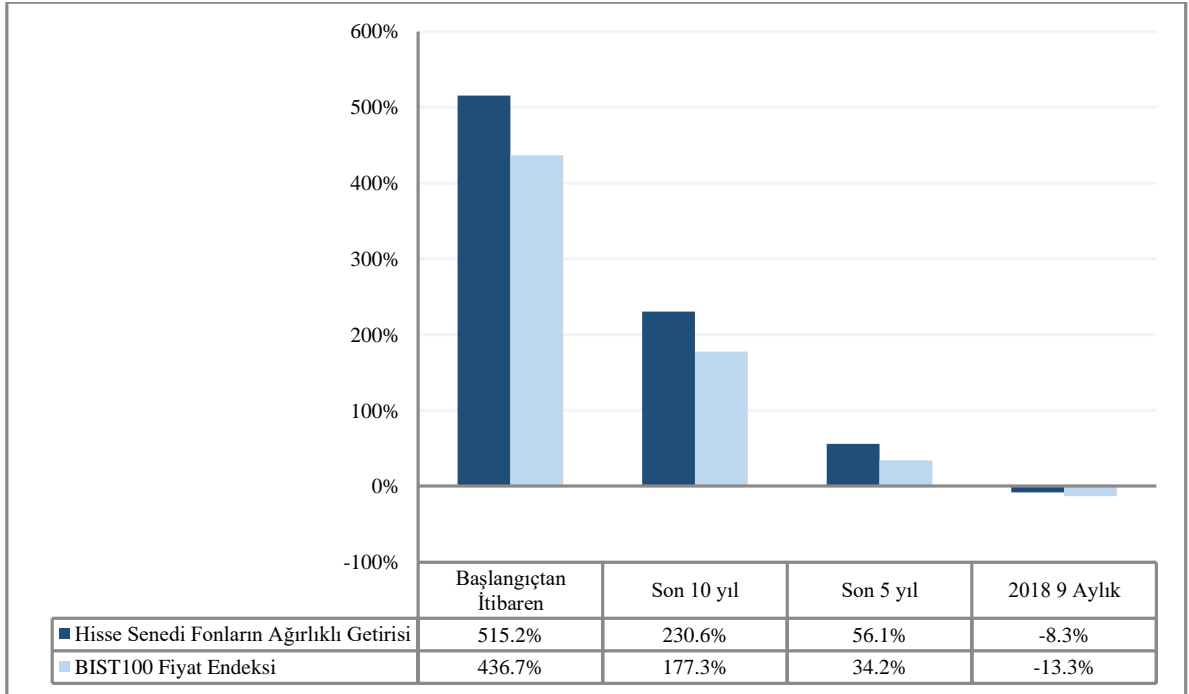
- **Fonların vergi sonrası getirisi mevduat faiz oranı ile karşılaştırıldığında, tüm dönemlerde ağırlıklı ortalama fon getirisinin mevduat faizlerinin üzerinde olduğu görülmektedir.**
- **2018-9 aylık dönemde ağırlıklı ortalama fon getirisinin mevduattan 4 puan daha yüksek olduğu görülmektedir.**

**Tablo 3. BES Fonlarının Birikimli Ağırlıklandırılmış Ortalama Getirilerinin Mevduat Getirileri ile Karşılaştırılması**

	Fonların Ağır.Ortalama Getirisi (yüzde)	Mevduat, Net (yüzde)
Başlangıçtan İtibaren	436	421
Son 10 yıl	233	131
Son 5 yıl	85	55
2018-9 Aylık	13	9

## 2.4. Hisse Senedi Emeklilik Fonları Getirilerinin BIST 100 Getirisi ile Karşılaştırılması

Bu alt bölümde portföy içeriğinde minimum yüzde 80 hisse senedi barındıran hisse emeklilik fonları ile hisse senetlerini temsil eden BIST 100 Fiyat Endeksinin getirileri karşılaştırılmıştır. BIST 100 Fiyat Endeksi bir getiri endeksi olmayıp, bu endekse temettüler dahil edilmemektedir. Hisse senedi fonlarının BIST 100 Getiri Endeksi ile karşılaştırıldığı tablo Ek 2’te yer almaktadır.



**Grafik 9. Hisse Emeklilik Fonlarının Birikimli Ağırlıklandırılmış Ortalama Net Getirilerinin BIST-100 Fiyat Endeksiyle Karşılaştırılması**

Hisse senedi emeklilik fonları birikimli ağırlıklandırılmış ortalama net getirileri başlangıçtan itibaren, son 10 yıllık ve son 5 yıllık dönemlerde BIST-100 Fiyat Endeksi’nden daha yüksektir. 2018-9 aylık dönemde ise hisse senedi emeklilik fonları

birikimli ağırlıklandırılmış ortalama net getirileri görece BIST-100 Fiyat Endeksi'nden daha yüksektir.

## 2.5. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

BES fonlarının karşılaştırma ölçütleriyle yapılan analizlerinde fonların ve ölçütlerin brüt getirileri kullanılmıştır. Karşılaştırma ölçütlerinin yayınlanan getirileri brüt getirilerdir. Katılımcıların net getirilerle değerlendirme yaptıkları gözönüne alınarak analiz, fonların ve karşılaştırma ölçütlerinin net getirileriyle de tekrarlanmış ve sonuç tablosuna Ek 3'te yer verilmiştir. Ölçütlerin net getirilerini hesaplayabilmek için brüt getirilerden pasif yönetim esası ile yönetilen endeks fonlarının ortalama uygulanan yıllık yönetim ücreti oranı (yüzde 1,8) düşülmüştür.

Analizde 2018-9 aylık dönem için karşılaştırma ölçütü getirisi hesaplanabilen fonlar üzerinden inceleme yapılmıştır.

Karşılaştırma ölçütünün getirisinin üzerinde getiri sağlayan fonların toplam fonlar içerisindeki payına (başarı oranı) baktığımızda, 2018-9 aylık dönemde yüzde 72'lik bir başarı oranı mevcuttur.

**Tablo 4. BES Fonlarının Kategori Bazında 2018-9 Aylık Dönemde Ağırlıklandırılmış Brüt Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması**

Fon Kategorisi	Fonların 2018 9 Aylık Brüt Getirisi (yüzde)	Karşılaştırma Ölçütlerinin 2018 9 Aylık Brüt Getirisi (yüzde)	Fark (yüzde)	Başarı Oranı (yüzde)
<b>Toplam</b>	14.6	12.4	2.2	72
<b>Borçlanma Araçları Fonları</b>	16.9	16.1	0.7	72
<b>Kamu Borçlanma Araçları Fonları</b>	- 4.1	- 4.1	0.0	66
<b>Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları</b>	42.6	40.9	1.7	82
<b>Hisse Senedi Fonları</b>	- 6.5	- 7.8	1.3	68
<b>Değişken &amp; Karma Fonlar</b>	7.2	5.7	1.5	57
<b>Kıymetli Maden Fonları</b>	43.8	43.8	0.1	43
<b>Katılım Fonları</b>	27.3	24.1	3.2	94
<b>Para Piyasası Fonları</b>	12.2	11.1	1.1	81
<b>Standart Fonlar</b>	1.3	- 3.5	4.8	92

- Karşılaştırma ölçütüne göre en farklı getiriye elde eden kategoriler standart (yüzde 4,8'lik fark) ve katılım emeklilik (yüzde 3'lük fark) fonlarıdır.
- **Başarı oranı en yüksek kategoriler sırasıyla katkı, standart, katılım, kamu dış borçlanma ve para piyasası fonlarıdır.**
- **Tüm kategoriler içinde karşılaştırma ölçütünün getirisinden daha düşük getirisi olan fon kategorisi bulunmamaktadır.**



### 3. Emeklilik Fon Yöneticilerinin Değişiminin Sektördeki Yoğunlaşmaya Etkisi

Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü tarafından 15.12.2016 tarihinde yayınlanan sektör duyurusuna göre, bir emeklilik şirketine ait toplam emeklilik fonlarının portföyünün yüzde kırkıdan fazlasını 01.07.2017 tarihinden itibaren aynı portföy yönetim şirketi yönetemez. Bu duyurunun fiili olarak uygulamaya geçişi 2018 yılı başlarında olmuştur. Bu uygulamayla sektörde:

- Daha rekabetçi bir portföy yönetim ortamı oluşması,
- Mevcut durumdaki yoğunlaşmanın azaltılması,
- Varlık sınıfı bazında yönetim performansına göre seçim yapılması,
- Fon getirilerinde artış sağlanması hedeflenmiştir.

Bu bölümde yer alan analizlerde, geçtiğimiz 9 aylık dönemde yukarıdaki hedeflerden ilk ikisine ne ölçüde ulaşıldığı incelenmiştir. Fon getirilerinde artış sağlanması hedefine ilişkin sağlıklı bir analiz yapabilmek için yeterli veri olmadığı düşünülmektedir.

Portföy yönetici değişikliğinin sektördeki etkilerini incelediğimiz bu çalışmada analizler Gönüllü BES için yapılmıştır. OKS fonları, sağlıklı bir analiz yapılabilecek bir veri henüz oluşmadığı için kapsam dışında bırakılmıştır. Analizlerde fonların 31.12.2017 itibariyle portföy büyüklük değerleri dikkate alınmıştır.

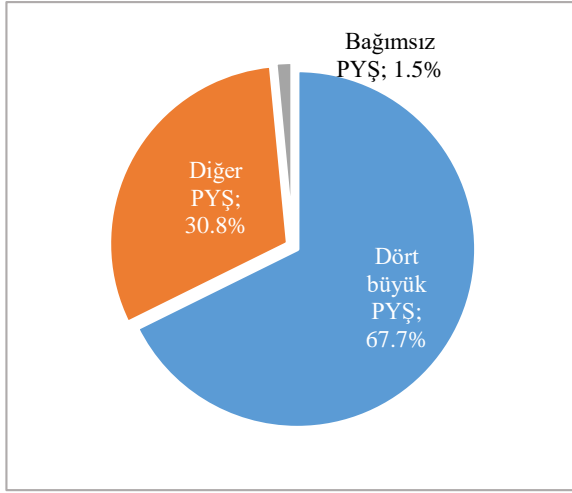
31 Aralık 2017 itibariyle Gönüllü BES'teki fon sayısı 259'dur. Uygulamanın fiiliyata geçişi sonrasında bu fonların yüzde 52'si, bir başka deyişle 135 adedi başka bir portföy yönetim şirketi tarafından yönetilmeye başlanmıştır. Portföy büyüklüğü açısından bakıldığında yönetici değiştiren fonların toplam değeri 52,7 milyar TL'dir. Bu da toplam fon büyüklüğünün yüzde 68'ine denk gelmektedir.

#### 3.1. Portföy Yönetim Şirketi Bazında Yönetici Değişikliğinin İncelenmesi

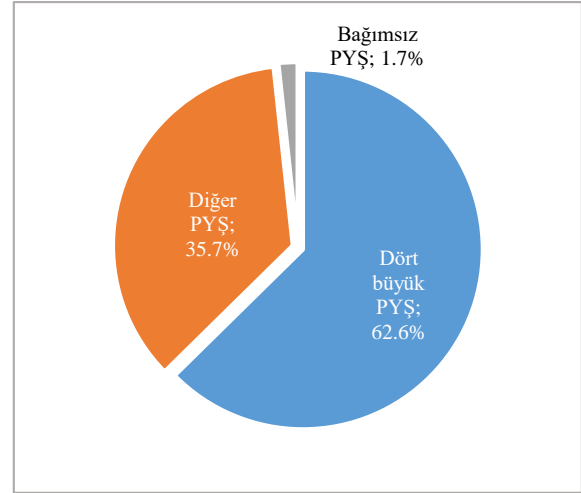
Portföy yönetim değişikliğiyle ilgili uygulamanın fiiliyata geçmesinden önce Gönüllü BES tarafında 26 olan portföy yönetim şirketi sayısı, uygulamayla birlikte 25'e düşmüştür.

Gönüllü BES fonlarında 31.12. 2017 tarihi itibariyle portföy yöneticisi açısından bir yoğunlaşma vardır. Toplam fon büyüklüğünün (77,8 milyar TL) yarısından fazlası (yüzde 68'i) dört büyük portföy yönetim şirketi tarafından yönetilmekteydi. Portföy yönetim değişikliğiyle ilgili uygulamanın fiiliyata geçmesiyle beraber bu oran yüzde 63'e düşmüştür. Bağlı bulunduğu ana ortağı banka ve/veya banka iştiraki olmayan (bağımsız) portföy yönetim şirketlerinin uygulamadan önce portföy büyüklüğünden aldığı pay yüzde 1,5 iken, uygulamanın ertesinde bunların payları yüzde 1,7'ye yükselmiştir. Aşağıdaki grafikten de görülebileceği gibi, uygulama sonrasında payını arttıran portföy yönetim şirketleri dört büyükler dışında ana

ortaklığı banka ve/veya banka iştiraki olanlardır. Bu grup içinde yer alan PYŞ'ler paylarını 5 puan arttırarak yüzde 35,7'ye çıkarmıştır.



**Grafik10a.** Uygulama Öncesi Portföy Büyüklük Dağılımı



**Grafik 10b.** Uygulama Sonrası Portföy Büyüklük Dağılımı

### 3.2. Fon Kategorisi Bazında Yönetici Değişikliğinin İncelenmesi

Raporun bu alt bölümünde portföy yönetim şirketi değişikliğinin fon kategorileri bazında yansımaları incelenmiştir. Kategori bazında portföy yönetim şirketi yoğunlaşmasının uygulama öncesi ve sonrasındaki durumu farklı kriterlere göre değerlendirilmiştir. Aşağıdaki tabloda Gönüllü BES fonlarının konuyla ilgili verileri yer almaktadır:

**Tablo 5. Gönüllü BES Fon Kategorisi Bazında Portföy Yönetim Şirketi Yoğunlaşması**

	KBA		KDBA		HİSSE		D&K	
	Önce	Sonra	Önce	Sonra	Sonra	Sonra	Önce	Sonra
En yüksek paya sahip PYŞ'nin oranı (yüzde)	25	48	28	40	27	37	21	24
Toplam portföyün yarısından fazlasını yöneten PYŞ'lerin oranı (yüzde)	60	66	67	61	63	58	59	59
Toplam portföyün yarısından fazlasını yöneten PYŞ'lerin sayısı	3	2	3	2	3	2	3	3

**Tablo 5. Fon Kategorisi Bazında Portföy Yönetim Şirketi Yoğunlaşması (devam)**

	K.MADEN		PP		STANDART		KATILIM	
	Önce	Önce	Önce	Sonra	Önce	Sonra	Önce	Sonra
En yüksek paya sahip PYŞ'nin oranı (yüzde)	47	25	25	44	35	35	25	18
Toplam portföyün yarısından fazlasını yöneten PYŞ'lerin oranı (yüzde)	69	53	53	69	61	61	65	49
Toplam portföyün yarısından fazlasını yöneten PYŞ'lerin sayısı	2	3	3	2	2	2	3	3

Kategoriler bazında yapılan analizlerde “en büyük paya sahip PYŞ'nin oranı, toplam portföyün yarısından fazlasını yöneten PYŞ'lerin oranı ve toplam portföyün yarısından fazlasını yöneten PYŞ'lerin sayısı” kriter olarak alınmıştır.

İnceleme kapsamında yer alan kategorilerden altısında uygulama öncesi yoğunlaşmanın devam ettiği görülmektedir. Bu kategoriler kamu borçlanma araçları, kamu dış borçlanma araçları, hisse emeklilik fonları, kıymetli maden, para piyasası ve standart fonlardır. Bunlardan kamu borçlanma araçları, para piyasası, standart ve kıymetli maden kategorileri her üç kritere göre de yoğunlaşma etkisi göstermektedir. Örneğin, kamu borçlanma araçları kategorisinde en yüksek paya sahip PYŞ'nin portföydeki payı yüzde 25'ten yüzde 48'e çıkmıştır. Aynı zamanda bu kategorinin toplam portföy değerinin yarısından fazlasını yöneten PYŞ'lerin oranı yüzde 6 artış gösterirken, bu payı yöneten PYŞ sayısı 3'ten 2'ye inmiştir.

Yoğunlaşma etkisinin görülmediği kategoriler değişken ve karma ile katılım fonlarıdır.

Analiz sonuçlarına topluca bakıldığında:

- ✚ Portföy yönetim şirketi değişikliğinin yönetici bazında incelendiği alt analiz sonucunda fon büyüklüğünün yüzde 68'ini alan dört büyük PYŞ'nin payı 5 puan düşmüştür. Bu farkın neredeyse tamamı ana ortağı banka ve/veya banka iştiraki olan PYŞ'lere kaymıştır. Bağımsız PYŞ'lerin payı 1,5'den 1,7'ye çıkmıştır. Uygulamanın gerek PYŞ sayısındaki değişim, gerekse de fon büyüklüğünden alınan pay gözönüne alındığında yoğunlaşmayı azaltıcı etkisinin olmadığı görülmektedir.
- ✚ Yönetici değişikliğinin kategori bazında etkilerinin incelendiği alt analizde toplam 8 kategoriden 6'sında yoğunlaşmanın süregeldiği izlenmektedir. Yoğunlaşmanın azalmasından bahsedilebilecek kategoriler değişken ve karma ile katılım fonlarıdır.
- ✚ Genel olarak bakıldığında, Hazine Müsteşarlığı'nın getirmiş olduğu uygulama emeklilik fonu yönetim sektöründeki yoğunlaşmayı azaltıcı bir etki sağlamamıştır. Diğer yandan, sistemin getirisinde artış sağlanması hedefinin ölçülmesi ise ancak belli bir sürenin ardından gerçekleştirilebilecektir.

## Sonuç

---

BES fonlarının performanslarının incelendiği bu raporda, emeklilik fonlarını belirli dönemler için belli kriterlere göre kıyaslayan analizler yer almıştır. Analizlerde, emeklilik fonlarının enflasyona kıyasla getirisi, alternatif yatırım araçları karşısındaki durumu ve karşılaştırma ölçütleri incelenmiştir.

BES, uzun vadeli birikimleri esas alan bir sistemdir. Sistemin performansı incelenirken uzun vadeli bir bakış açısını korumak önemlidir. Buna istinaden raporda, kısa dönemler yanında (2018 yılı 9 aylık dönem) analiz dönemleri olarak başlangıçtan itibaren, 10 yıl ve 5 yıl alınmıştır.

Gönüllü BES fonlarında genel olarak bakıldığında, başlangıçtan itibaren ortalama yüzde 453 oranında birikimli ağırlıklı net getiri söz konusudur. 10 yıllık dönem için ortalama yüzde 242, son 5 yılda yüzde 88’lik bir getiri yaratılmışken, 2018 yılının ilk 9 aylık döneminde bu getiri yüzde 14 seviyesindedir.

Fon kategorileri bazında bakıldığında, gönüllü BES’te başlangıçtan itibaren en yüksek getiri kamu dış borçlanma araçları emeklilik fonlarına (yüzde 597) aittir. Son 10 yılda ve son 5 yılda en yüksek getiri yine kamu dış borçlanma araçları fonları kategorisinde sağlanmış iken, 2018 yılının ilk 9 aylık döneminde kıymetli maden fonları öne çıkmaktadır.

Ortalama fon getirilerinin enflasyon karşısındaki durumunun incelendiği bölümde, 2018-9 aylık dönem hariç tüm analiz dönemleri için getirilerin enflasyonun üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Başlangıçtan itibaren bakıldığında emeklilik fonlarının ortalama getirisinin enflasyonun yaklaşık 180 puan üzerinde olduğu görülmektedir. Son 10 yıllık dönemde emeklilik fonlarının ortalama getirisi enflasyonun yaklaşık 91 puan üzerindedir. Son 5 yıllık dönem için bu fark 13 puandır. 2018-9 aylık dönemde ise emeklilik fonlarının ortalama getirisi enflasyonun 4,5 puan altındadır.

OKS emeklilik fonlarının başlangıçtan itibaren ağırlıklı ortalama getirisi yüzde 21 olup bu oran TÜFE’nin yaklaşık 5 puan altındadır. Benzer biçimde son 1 yıllık inceleme döneminde de OKS fonlarının ağırlıklı ortalama getirisi TÜFE’den daha düşük olup, fark 11 puan civarındadır.

Mevduat faiz oranları ve Gönüllü BES emeklilik fonları için stopajdan arındırılmış getiriler ile yapılan incelemede tüm dönemlerde ağırlıklı ortalama fon getirisinin mevduat faiz oranlarının üzerinde olduğu görülmektedir. 2018-9 aylık dönemde fonların ağırlıklı ortalama getirisi mevduattan yaklaşık yüzde 4 daha yüksektir. İnceleme dönemindeki toplam 234 fondan 88 adedi mevduattan daha yüksek getiri sağlamıştır.

Hisse senedi ortalama ağırlıklandırılmış fon getirilerinin, BIST 100 Fiyat Endeksi ile karşılaştırıldığında, başlangıçtan itibaren, son 10 yıllık ve son 5 yıllık dönemlerde endeksten yüksek olduğu görülmektedir. Başlangıçtan itibaren bakıldığında bu fark 79 puan iken son 5 yılda 22 puandır. 2018-9 aylık dönemde ise BIST 100 Fiyat Endeksi yüzde

13 değer kaybederken hisse senedi fon kategorisindeki ortalama kayıp yüzde 8 olmuştur. Diğer bir ifadeyle, hisse senedi fon kategorisindeki ortalama getiri kaybı görece 5 puan daha az olmuştur.

2018-9 aylık dönem için karşılaştırma ölçütleriyle yapılan kıyaslamada karşılaştırma ölçütünün getirisinin üzerinde getiri sağlayan fonların toplam fonlar içerisindeki payına (başarı oranı) baktığımızda yüzde 72'lik bir başarı oranı mevcuttur.

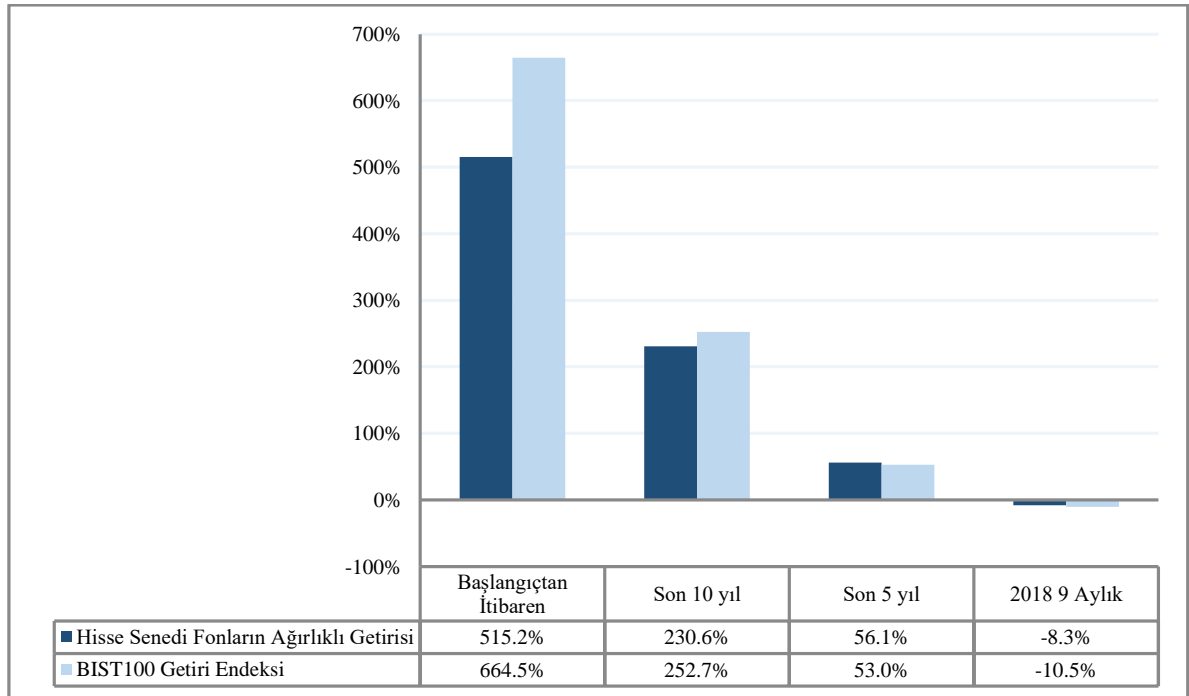
2018-9 aylık dönemde kategori bazında karşılaştırma ölçütleriyle yapılan kıyaslamada, tüm kategorilerin karşılaştırma ölçütünün üstünde getiri sağladığı görülmektedir. Karşılaştırma ölçütüne göre en yüksek getiri standart fonlarda (yüzde 4,8'lik fark) elde edilmiştir. İkinci sırada katılım emeklilik fonları (yüzde 3,2'lik fark) yer almaktadır. Başarı oranı en yüksek kategoriler sırasıyla katılım, standart ve kamu dışı borçlanma araçları emeklilik fonlarıdır.

## Ek 1: Fonların ve Mevduatın Brüt Getirisi

**Tablo Ek-1:** Fonların ve Mevduatın Brüt Getirisi

	Fonların Ağırlıklı Ortalama Getirisi (yüzde)	Mevduat, Brüt (yüzde)
Başlangıçtan İtibaren	453	496
Son 10 yıl	242	154
Son 5 yıl	88	65
2018-9 Aylık	14	11

## Ek 2: Hisse Senedi Fon Kategorisinin BIST-100 Getiri Endeksi ile Karşılaştırılması



**Grafik Ek-2.** Hisse Emeklilik Fon Kategorisinin Birikimli Ağırlıklandırılmış Ortalama Net Getirilerinin BIST-100 Getiri Endeksiyle Karşılaştırılması

## Ek 3: Fonların Net Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütlerinin Net Getirisiyle Kıyaslanması

**Tablo Ek-3:** BES Fonlarının Kategori Bazında 2018-9 Aylık Dönemde Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

Fon Kategorisi	Fonların 2018 9 Aylık Net Getirisi (Yüzde)	Karşılaştırma Ölçütlerinin 2018 9 Aylık Net Getirisi (Yüzde)	Fark (Yüzde)	Başarı Oranı (Yüzde)
<b>Toplam</b>	13.3	10.5	2.7	80
<b>Borçlanma Araçları Fonları</b>	15.5	14.2	1.3	80
Kamu Borçlanma Araçları Fonları	- 5.4	- 6.0	0.6	75
Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları	41.2	39.0	2.1	86
<b>Hisse Senedi Fonları</b>	- 8.0	- 9.7	1.7	72
<b>Değişken &amp; Karma Fonlar</b>	5.6	3.8	1.9	63
<b>Kıymetli Maden Fonları</b>	42.9	41.9	1.0	86
<b>Katılım Fonları</b>	26.1	22.2	3.9	100
<b>Para Piyasası Fonları</b>	11.7	9.5	2.2	100
<b>Standart Fonlar</b>	- 0.1	- 5.4	5.3	100

## Metodoloji Notları

Bu raporun hazırlanması sırasında kullanılan veriler ve bilgiler Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD), Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), T.C. Hazine Müsteşarlığı, World Bank websitesi, Emeklilik Gözetim Merkezi, Kamuyu Aydınlatma Platformu, Sermaye Piyasası Kurulu, Borsa İstanbul ve finnet.gen.tr'den alınmıştır.<sup>1</sup> Raporda fonların kategorizasyonunda ve getirilerin hesaplanmasında uygulanan kurallar 'genel notlar' başlığı altında aşağıda açıklanmıştır. Ayrıca tablo ve grafik özelinde uygulanan kurallara 'özel notlar' başlığı altında yer verilmiştir.

### Genel Notlar:

- ✚ Analizlerde emeklilik fonlarının kategorileri için veri sağlayıcıdan elde edilen bilgi esas alınmıştır.
- ✚ Analiz dönemi içinde tasfiye, birleşme, v.b. nedenlerle kapanan fonlar analiz kapsamı dışında tutulmuştur.
- ✚ Analiz dönemi içinde kategori değişikliği yapan fonlar, kategori bazında yapılan analizlerde kapsam dışında tutulmuştur. Bu fonlar, tüm fonların değerlendirildiği toplu analizlere dahil edilmiştir.
- ✚ Dahil oldukları kategorideki diğer fonlardan çok farklı karşılaştırma ölçütüne sahip fonlar (örneğin yabancı menkul kıymetlere yatırım yapanlar) kategori bazında yapılan analizlerde kapsam dışında tutulmuştur. Bu fonlar, tüm fonların değerlendirildiği toplu analizlere dahil edilmiştir.
- ✚ Katkı ve katılım katkı fonlarının yatırıma yönlendirilmesi hususu Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenmektedir. Bu fonların varlık dağılımında portföy yöneticisinin söz hakkı kısıtlı düzeydedir. Bu nedenle adı geçen fonlar tüm fonların bir arada değerlendirildiği toplu analizlere dahil edilmemiştir. Ancak kategori bazında yapılan değerlendirmelerde katkı fonlarının getirileri hesaplanmıştır.
- ✚ Borçlanma araçları kategorisi içinde kamu borçlanma araçları, kamu dış borçlanma araçları, özel sektör borçlanma araçları ve diğer borçlanma araçları alt kategorileri bulunmaktadır. Kategori bazında incelemelerde borçlanma araçları kategorisi tek başına bir kategori olarak değerlendirilirken, ayrıca bu kategori kamu dış borçlanma araçları ve kamu borçlanma araçları kategorileri olarak ikiye ayrılarak irdelenmiştir. Özel sektör borçlanma araçları ve diğer borçlanma araçları alt kategorileri kamu borçlanma araçları kategorisinin altında ele alınmıştır. Bunun nedeni, bu alt kategorilerdeki fon sayısının oldukça az olmasıdır. 30 Eylül 2018 itibarıyla özel sektör borçlanma araçları fon kategorisinde 3 adet ve diğer borçlanma araçları fon kategorisinde 6 adet fon bulunmaktadır.
- ✚ Endeks fonları, hisse fon kategorisi içinde analizlere dahil edilmiştir.

<sup>1</sup> Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu rapordaki bilgilerin kullanılmasından doğabilecek doğrudan veya dolaylı zararlardan Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık Ltd. Şti. sorumlu tutulamaz.



## Özel Notlar:

### Grafik 3, 4 ve 5

- ✚ Fonların başlangıçtan itibaren getirileri hesaplanırken gönüllü BES fonları için 31.12.2003 ve OKS fonları için 07.02.2017 başlangıç tarihi olarak alınmıştır.

### Grafik 5, 6, 7 ve 8

- ✚ Ludens tarafından daha önce hazırlanmış olan “Emeklilik Yatırım Fonları Performans Raporları”nda karma ve esnek fonlar adlı bir kategori bulunmaktaydı ve değerlendirmeler bu kategori üzerinden yapılmaktaydı. Bu raporda değerlendirmeler veri sağlayıcıdan gelen yeni kategorizasyona göre yapılmıştır. Bu yeni kategorizasyonda “değişken fonlar” ve “karma fonlar” ayrı iki kategori olarak yer almaktadır. Ancak daha önceki raporlarla kıyaslanmanın sağlıklı biçimde yapılabilmesi için bu iki kategori birleştirilerek tek bir kategori olarak analiz edilmiştir. Keza, karma kategorisinde çok az sayıda fon bulunmaktadır. Değişken kategorisinde, 30 Eylül 2018 tarihi itibarıyla, 64 adet fon yer alırken karmadaki fon sayısı yalnız 4’tür. Bu kategorinin adı raporda “değişken ve karma” olarak geçmektedir.

### Grafik 7 ve 8

- ✚ Katılım fonlarında beş adet alt kategori bulunmaktadır. Bunlar: değişken, hisse senedi, kıymetli maden, standart ve katılım katkı fonlarıdır. Burada bir alt kategorizasyon yapılmadan getiri performansı katılım kategorisi özelinde hesaplanmıştır. 30 Eylül 2018 tarihi itibarıyla, değişken katılım alt kategorisinde toplam 14 fon, hisse senedi katılım kategorisinde 3 fon, kıymetli maden katılım kategorisinde 7 fon, standart katılım kategorisinde 9 fon ve katılım katkıda 10 fon yer almaktadır. Bu alt kategorilerdeki fon sayısı arttıkça alt kategoriler bazında değerlendirmeler yapılabilecektir.

### Tablo 4 ve Tablo Ek.3

- ✚ Karşılaştırma ölçüt analizlerinde karşılaştırma ölçütünün getirisi hesaplanamayan fonlar analiz dışı bırakılmıştır. Aynı zamanda karşılaştırma ölçütü yabancı endeks içeren fonlar da analizlere dahil edilmemiştir.
- ✚ Karşılaştırma ölçüt analizlerinde analiz dönemi içinde ölçüt değişikliği yapan fonlar analiz kapsamında kalmıştır.
- ✚ Karşılaştırma ölçüt analizlerinde kategorik bazda analiz yapılırken analiz döneminde kategori değişikliği yapan fonlar kapsam dışı kalmıştır.
- ✚ Karşılaştırma ölçütü analizinde “toplu” ve “kategorik” analiz kısımlarında katkı ve katılım katkı fonları analiz kapsamı dışındadır.

### Grafik 10a ve 10b

- ✚ Dört büyük portföy yönetim şirketi:  
İş Portföy, Ak Portföy, Garanti Portföy ve Yapı Kredi Portföy'dür.  
Diğer (dört büyükler dışında ana ortaklığı banka ve/veya banka iştiraki olan) portföy yönetim şirketleri:  
HSBC Portföy, TEB Portföy, Vakıf Portföy, Ziraat Portföy, Halk Portföy, QNB Finans Portföy, Albaraka Portföy, Deniz Portföy, Fiba Portföy, ICBC Turkey Portföy, ING Portföy, KT Portföy  
Bağımsız portföy yönetim şirketleri:  
Actus Portföy, Ata Portföy, Atlas Portföy, Global MD Portföy, İstanbul Portföy, Kare Portföy, Mükafaat Portföy, Oyak Portföy, Osmanlı Portföy, Perform Portföy, Qinvest Portföy, Tacirler Portföy.