

Emeklilik Yatırım Fonları Performans Raporu

Haziran 2019

Ludens İleri Finansal Hizmetler ve Danışmanlık



Temmuz 2019

Emeklilik Yatırım Fonları Performans Raporu

-2019 Haziran Sonu 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.....	7
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. 2019 Yılı'nın İlk Altı Ayının 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. BES Fonlarının Performansı Artık Mevzuatta Yer Almakta	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

Ülkemizin önemli ekonomik sorunlarının başında tasarrufların düşüklüğü gelmektedir. Brüt tasarrufların Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'ya (GSYH) oranı olarak baktığımızda Türkiye'nin oranı benzer ekonomik göstergelere sahip ülkelerin tasarruf oranlarının oldukça altındadır.

Ülkemiz için yurtiçi tasarrufları arttırma ve ülke ekonomisini iyileştirme konusunda atılan önemli adımlardan olan BES, yüksek cari açık ve bunun dış finansmana bağımlılığı arttırıcı etkisini azaltılma noktasında büyük önem arz etmektedir. Gelişmekte olan birçok ülkede kamunun sağladığı mevcut emeklilik sistemine ek olarak, zorunlu ve/veya gönüllü özel emeklilik sistemleri bulunmaktadır. Ülkemizde de 2003 yılında uygulamaya konulan BES ile tasarruf oranlarının arttırılması ve uzun vadeli finansal kaynak yaratılması hedeflenmektedir. Bu hedefe ulaşabilmek için mutlaka kamuoyunun tasarruf konusunda bilinçlendirilmesi ve bireysel emeklilik sistemi konusunda bilgilendirilmesi gerekmektedir. Emeklilik fonlarının performansının analiz edildiği raporların da bu bilinçlendirme ve bilgilendirme faaliyetleri kapsamında önemli bir yere sahip olduğu düşünülmektedir. Bu bağlamda ilki 2016 yılının Nisan ayında yayınlanan "Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Raporu" nun yedincisini sunmaktayız.

2019 yılının ilk altı ayında bireysel emeklilik sisteminde öne çıkan başlıklara baktığımızda:

- ✚ Devlet katkısı yönetmeliği değiştirildi. 29 Mayıs 2019 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan "Bireysel Emeklilik Sistemi'nde Devlet Katkısı Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik"te, BES'teki devlet katkısının en az %10'unun borsaya yatırılması kararlaştırılmıştır.
- ✚ Emeklilik yatırım fonlarının getiri performansının ölçülmesi, değerlendirilmesi ve portföy yöneticilerine uygulanacak teşvik ve tedbire ilişkin usul ve esaslar, Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber'in "10. Diğer Esaslar" başlıklı bölümüne eklendi.

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

2019 yılı Haziran ayı 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

BES'te toplam portföy büyüklüğü 2019 Haziran ayı sonu itibariyle 106 milyar TL'ye ulaşmıştır. Bu büyüklüğün 100,3 milyar TL'lik kısmı gönüllü BES ve 6,3 milyar TL'lik kısmı OKS'ye aittir. Gönüllü BES portföy büyüklüğü 2018 yılı sonuna göre yaklaşık yüzde 13 büyüme kaydetmiştir. OKS portföy büyüklüğü 2018 yılı sonundaki 4,6 milyar TL'lik değerinden 2019 Haziran sonunda 6,3 milyar TL'ye ulaşmıştır.

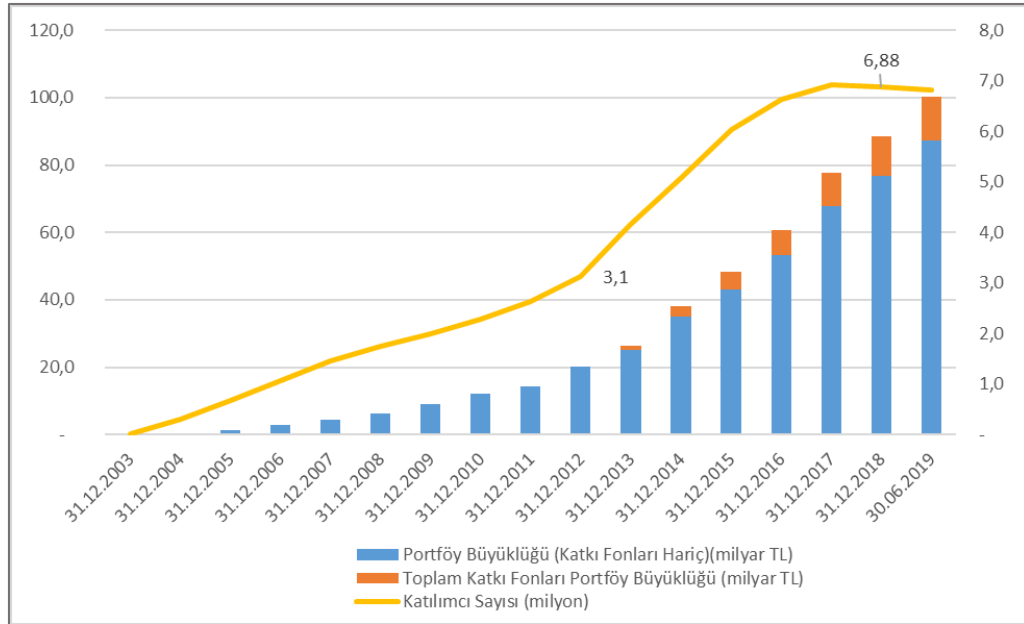
Bireysel emeklilik sisteminde (BES) 2019 yılı Haziran sonu itibariyle yaklaşık 11,9 milyon katılımcı yer almaktadır. Bu katılımcıların 6,8 milyon kişisi gönüllü BES ve 5,1 milyon kişisi Otomatik Katılım Sistemi'ndedir. Gönüllü BES tarafında 2018 yılında başlayan katılımcı sayısındaki azalış, 2019 yılında da sürmüştür. Gönüllü BES katılımcı sayısı 2018 sonuna göre 65.737 kişi azalarak 6.810.149 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle 2018 yılından bu yana gönüllü BES'ten çıkanların sayısı 112.466 kişi olmuştur. Otomatik Katılım Sistemi'nin devreye girmesiyle BES'in gönüllü katılıma dayalı olan uygulamasına ilgi azalmıştır. Otomatik Katılım Sistemi (OKS) katılımcı sayısı ise 2018 yılı sonunda 4,99 milyon kişi iken, 2019 yılı Haziran sonu itibariyle 5,1 milyon kişiye yükselmiştir

BES'e devlet katkısının getirildiği 2013 senesinden bu yana rakamları incelediğimizde, gönüllü BES tarafında portföy büyüklüğünün yaklaşık 5 katına, katılımcı sayısının da 2 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
31.12.2018	88.529.206.058	13,7	6.875.886	-0,6
30.06.2019	100.292.366.972	13,3	6.810.149	-0,9

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 (2003-2019/06)

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
31.12.2018	4.618.419.680	4.990.786
30.06.2019	6.278.914.985	5.079.077

2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Analizi

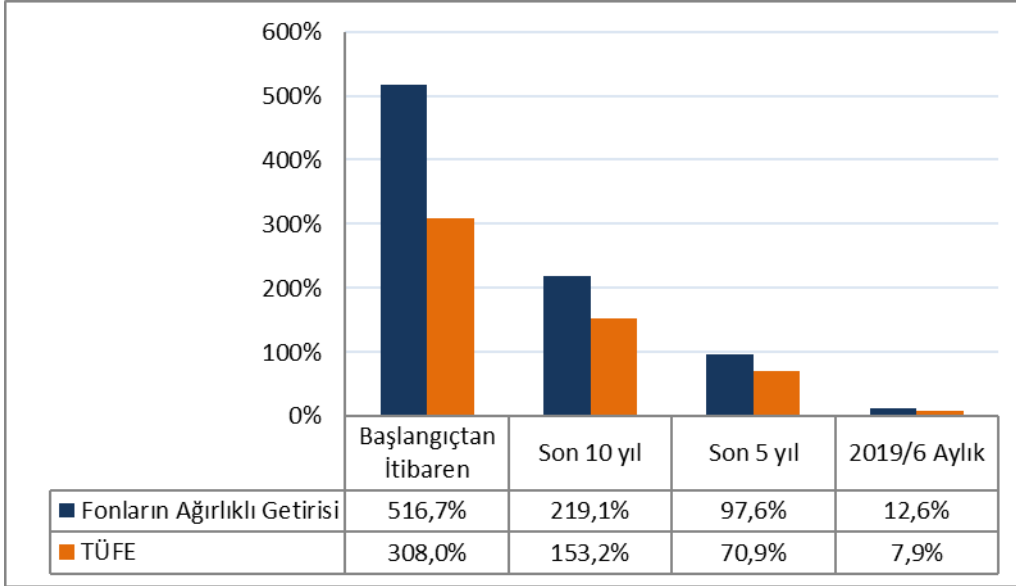
Emeklilik yatırım fonlarının performans analizi bölümünde öncelikle Gönüllü BES fonları incelenmiştir. Burada fonların kategori ayırımına göre getirilerinin karşılaştırılmasının yanı sıra, kategori ayırımına gitmeden tüm fonların ağırlıklı ortalama getirileri de farklı yatırım araçlarıyla kıyaslanmıştır. 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 2019 yılı Haziran ayı sonuna kadar olan dönemi, son 10 yılı, 5 yılı ve 2019 yılının ilk altı 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 2019 yılı Haziran ayı sonuna kadar olan dönemi ve son 6 ayı içermektedir. Raporda 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 2):

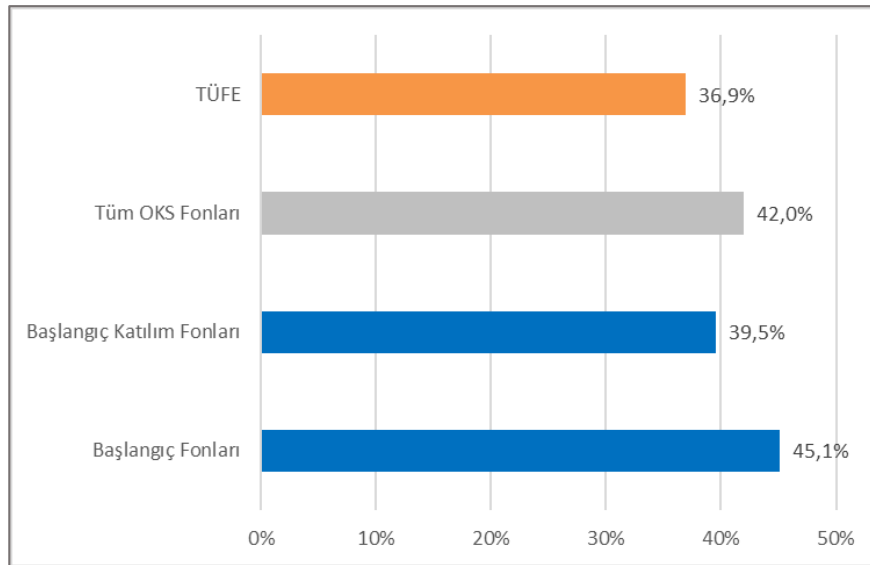
- **Tüm inceleme dönemlerinde Gönüllü BES emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama net getirilerinin TÜFE'nin üzerinde olduğu görülmektedir.**
- Gönüllü BES'in başladığı tarihten bu yana (Ocak 2004 – Haziran 2019) emeklilik fonlarının getirilerine bakıldığında, ortalama olarak TÜFE'nin oldukça üzerinde getiri elde edildiği tespit edilmiştir (yaklaşık 208 puan).
- Son 10 yıllık dönemde Gönüllü BES emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama net getirisi TÜFE'nin yaklaşık 66 puan üzerindedir.
- Son 5 yıllık dönemde Gönüllü BES emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama net getirisi TÜFE'nin yaklaşık 27 puan üzerindedir.
- 2019 yılı ilk altı ayında ise Gönüllü BES emeklilik fonlarında ortalama getiriler TÜFE'nin 4,7 puan üzerindedir.



Grafik 2. Gönüllü BES Fonlarının Birikimli Ağırlıklı Ortalama Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

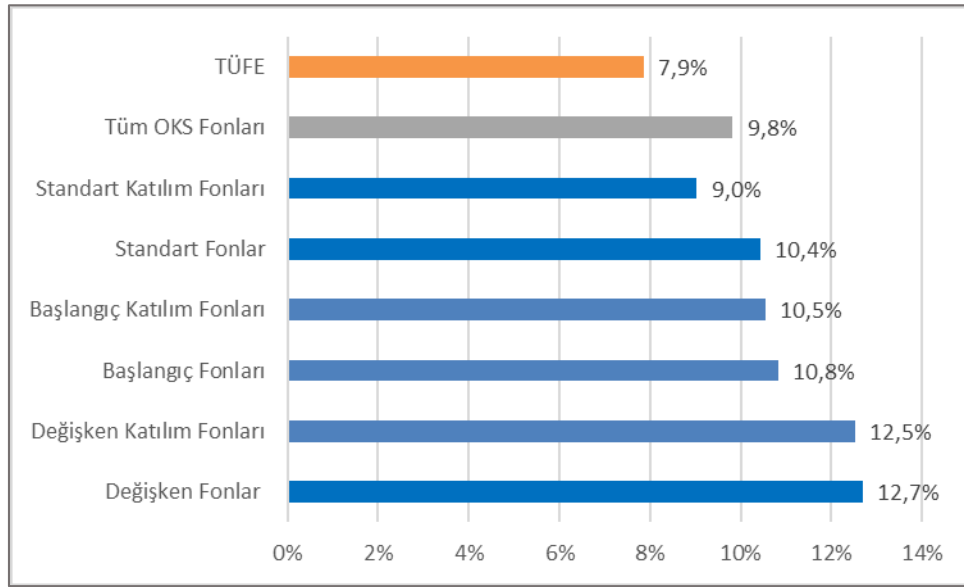
OKS emeklilik fonları TÜFE ile kıyaslamalı olarak incelendiğinde ise ulaşılan bulgular aşağıdaki gibidir (Grafik 3 ve 4):

- **Tüm inceleme dönemlerinde OKS emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama net getirilerinin TÜFE'nin üstünde olduğu görülmektedir. Başlangıçtan itibaren bakıldığında bu fark 5 puan iken, 2019 yılı ilk altı aylık dönemi için yaklaşık 2 puandır.**
- Kategorik bazda inceleme yapıldığında, OKS'nin başladığı tarihten itibaren başlangıç fonları TÜFE'nin 8 puan üzerinde getiri sağlamıştır. Başlangıç katılım fonları ise TÜFE'nin 2,6 puan üzerinde getiri elde etmiştir.



Grafik 3. OKS Fonlarının Kategori Bazında Başlangıçtan İtibaren Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Ortalama Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

- 2019 yılının ilk 6 aylık döneminde kategori bazında yapılan incelemelere göre OKS fonlarının tüm alt kategorilerde TÜFE'nin üzerinde getiri sağladığı görülmektedir. En yüksek ağırlıklı ortalama net getiri değişken fonlar kategorisinden (12,8%) elde edilmiştir. Bu kategorinin getirisi, aynı dönemdeki enflasyona göre yaklaşık 5 puan yüksektir. En düşük ağırlıklı ortalama net getiri ise standart katılım fonlarının getirisi (%9) olup enflasyonun yaklaşık 1 puan üstündedir.

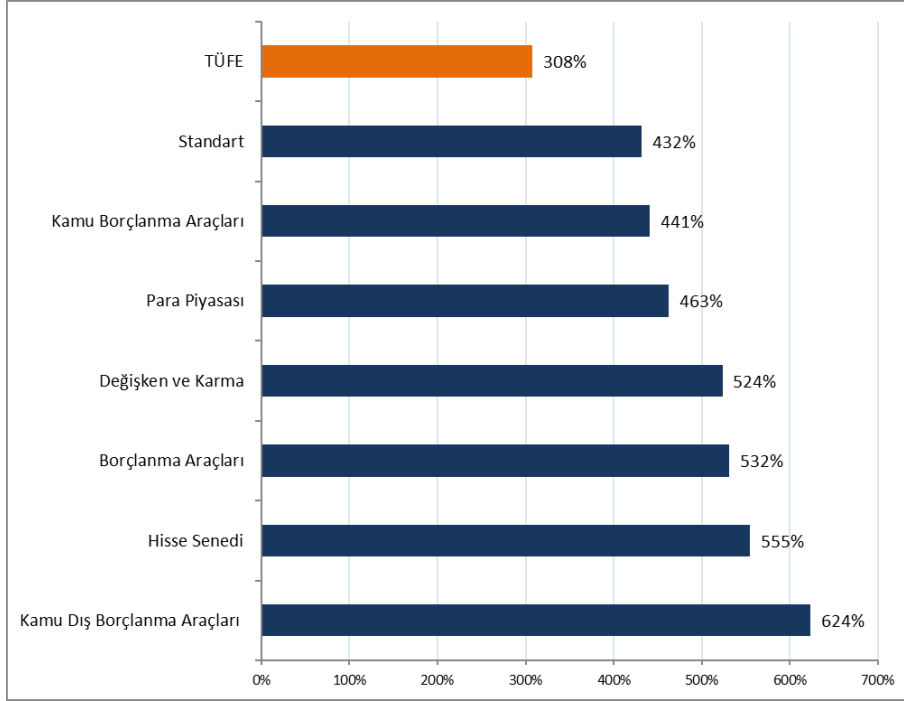


Grafik 4. OKS Fonlarının Kategori Bazında 2019 İlk Altı Aylık Birikimli Ağırlıklandırılmış Net Ortalama Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

2.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getirilerinin Kategori Bazında İncelenmesi

2.2.1. Başlangıçtan İtibaren:

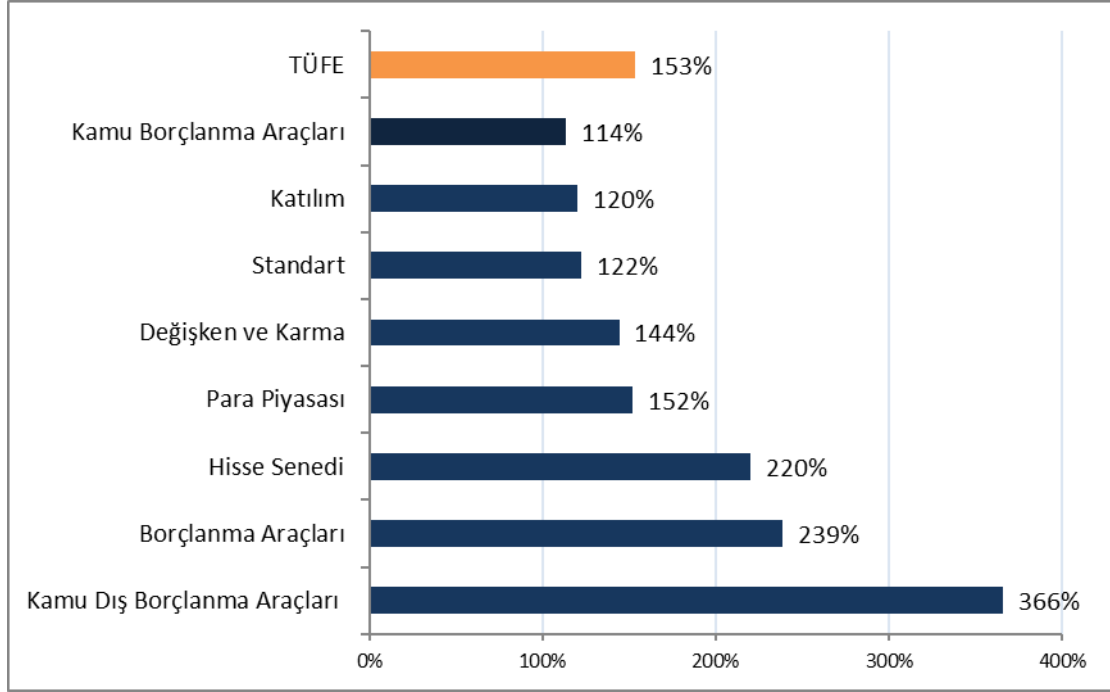
- Tüm kategoriler TÜFE'nin üzerinde getiri sağlamıştır.
- **En yüksek getiri kamu dış borçlanma fon kategorisinde sağlanmıştır. Onu, hisse senedi fon kategorisi izlemektedir.**
- En düşük getiri ise standart ve kamu borçlanma araçlarına yatırım yapan fonlardadır.



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

2.2.2. Son 10 Yıllık İnceleme Döneminde:

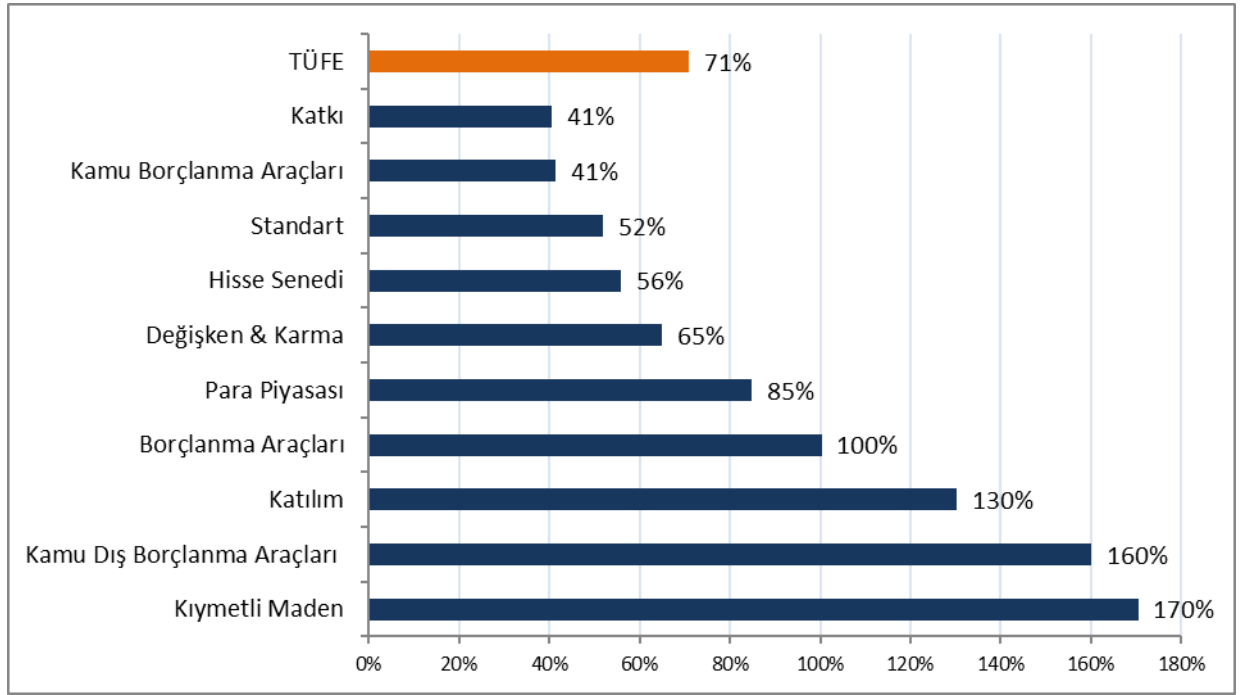
- Hisse senedi, borçlanma araçları ve kamu dış borçlanma kategorilerinin ağırlıklandırılmış ortalama net getirileri TÜFE'nin üzerindedir.
- Kamu borçlanma araçları, değişken ve karma, standart, para piyasası ve katılım fonlarının ortalama getirisi TÜFE'nin altındadır.
- **En yüksek getiri kamu dış borçlanma 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 Ağırlıklandırılmış Ortalama Net Getirilerinin TÜFE ile Karşılaştırılması

2.2.3. Son 5 Yıllık İnceleme Döneminde:

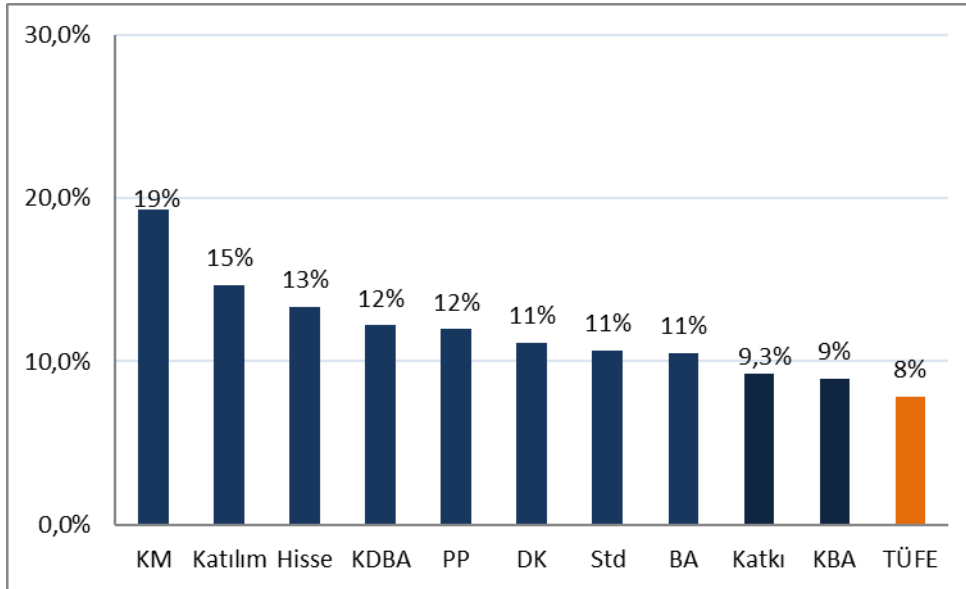
- Para piyasası, borçlanma araçları, katılım, kamu dış borçlanma araçları ve kıymetli maden fon kategorilerinin ağırlıklandırılmış ortalama net getirileri TÜFE'nin üzerindedir.
- **En yüksek getiri kıymetli maden kategorisinde sağlanmıştır. Bunu, kamu dış borçlanma araçları fon kategorisi takip etmektedir.**
- 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. 2019 Yılı'nın İlk Altı Ayının İncelenmesi:

- Tüm kategorilerin ağırlıklandırılmış ortalama net getirileri TÜFE'nin üzerindedir.
- **En yüksek getiri kıymetli maden fon kategorisinde sağlanmıştır.**
- En düşük getiri ise katkı ve kamu borçlanma 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 2019 Yılı İlk Altı Ayı 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.

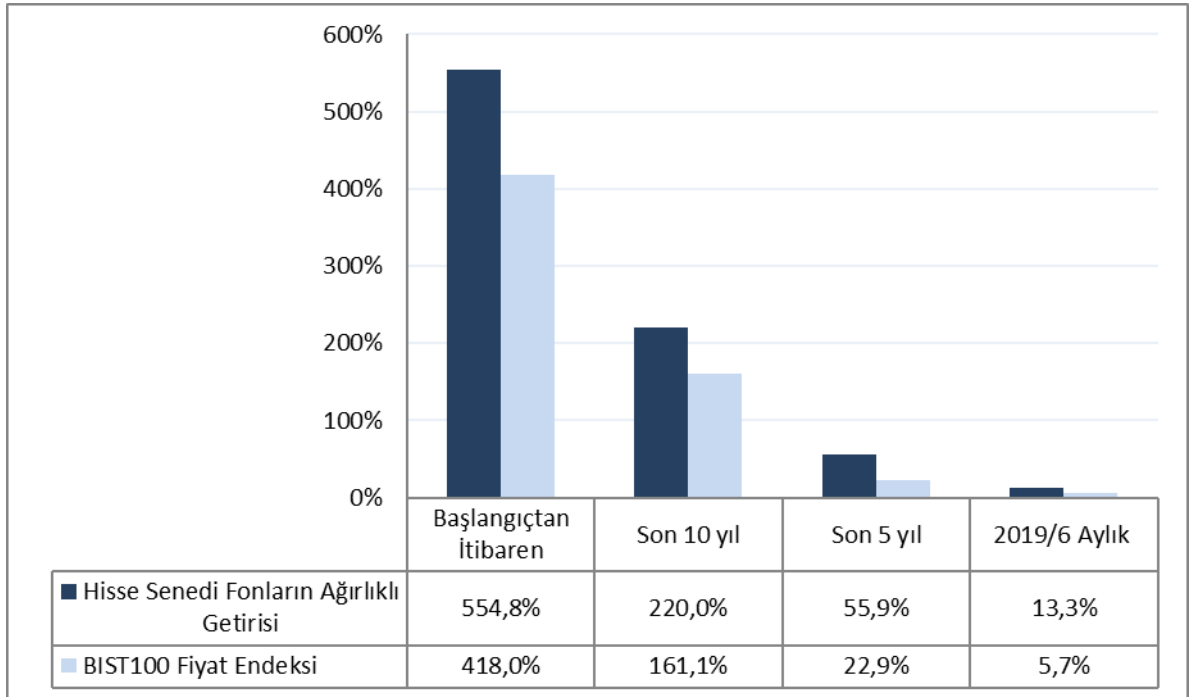
- **Fonların vergi sonrası getirisi mevduat faiz oranı ile karşılaştırıldığında, son 10 yıllık ve son 5 yıllık dönemde ağırlıklı ortalama fon getirisinin mevduat faizlerinin üzerinde olduğu görülmektedir.**
- **2019 yılının ilk altı ayında ağırlıklı ortalama fon getirisinin mevduatın 2,7 puan altında kaldığı görülmektedir.**

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

	Fonların Ağır.Ortalama Getirisi (yüzde)	Mevduat, Net (yüzde)
Başlangıçtan İtibaren	497	500
Son 10 yıl	211	118
Son 5 yıl	94	57
2019 Yılı İlk Altı Ayı	12,1	14,8

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, son 5 yıllık dönemlerde ve 2019 yılının ilk altı ayında 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 2019 yılı ilk altı ayı için karşılaştırma ölçütü getirisi hesaplanabilen fonlar üzerinden inceleme yapılmıştır.

Karşılaştırma ölçütünün getirisinin üzerinde getiri sağlayan fonların toplam fonlar içerisindeki payına (başarı oranı) baktığımızda, 2019 yılı ilk altı ayında yüzde 72'lik bir başarı oranı mevcuttur.

Tablo 4. BES Fonlarının Kategori Bazında 2019 Yılı İlk Altı Ayı Ağırlıklandırılmış Brüt Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

Fon Kategorisi	Fonların 2019 Yılı İlk Altı Ayı Brüt Getirisi (yüzde)	Karşılaştırma Ölçütlerinin 2019 Yılı İlk Altı Ayı Brüt Getirisi (yüzde)	Fark (yüzde)	Başarı Oranı (yüzde)
Toplam	13,4	12,4	1,0	72
Borçlanma Araçları Fonları	11,4	18,2	-6,8	52
Kamu Borçlanma Araçları Fonları	9,9	9,7	0,1	59
Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları	13,1	13,3	-0,2	41
Hisse Senedi Fonları	14,1	9,2	4,9	100
Değişken & Karma Fonlar	12,2	11,3	0,8	72
Kıymetli Maden Fonları	19,9	19,9	-0,1	57
Katılım Fonları	16,1	14,8	1,3	85
Para Piyasası Fonları	12,5	11,9	0,6	67
Standart Fonlar	11,6	9,7	2,0	83

- Karşılaştırma ölçütüne göre en farklı getiriye elde eden kategoriler hisse senedi (yüzde 4,9'luk fark) ve standart (yüzde 2'lik fark) fonlarıdır.
- **Başarı oranı en yüksek kategoriler sırasıyla hisse, katılım ve standart fonlardır.**
- **Tüm kategoriler içinde karşılaştırma ölçütünün getirisinden daha düşük getirisi olan fon kategorileri borçlanma araçları ve kıymetli maden fonlarıdır.**

3. BES Fonlarının Performansı Artık Mevzuatta Yer Almakta

Gönüllü BES tarafında 2018 yılında başlayan katılımcı sayısındaki azalış, 2019 yılında da sürmüştür. Gönüllü BES katılımcı sayısı 2018 sonuna göre 65.737 kişi azalarak 6.810.149 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle 2018 yılından bu yana BES'ten çıkanların sayısı 112.466 kişi olmuştur. Katılımcıların sistemden ayrılış nedenleri incelendiğinde yetersiz gelir, düşük tasarruf düzeyi, emeklilik süresinin uzunluğu, güven eksikliği ve düşük fon performansı öne çıkmaktadır. Sistemin sürekliliğinin sağlanabilmesi bu temel sorunlara çözüm sunabilmekle mümkündür. Raporun analiz bölümünde sistemdeki bu sorunlardan fon performansı üzerine odaklanarak, özellikle son günlerde konuya ilişkin yapılan düzenlemeler incelenmiştir.

Mayıs ayının son gününde SPK Emeklilik Fonları Rehberi'nde "10.4. Emeklilik Yatırım Fonlarının Getiri Performansının Ölçülmesi, Değerlendirilmesi ve Portföy Yöneticilerine Uygulanacak Teşvik ve Tedbire İlişkin Usul ve Esaslar" maddesine bir ekleme yapmıştır. Bu madde esasta, performansı düşük olan portföy yönetim şirketlerine bir yaptırım uygulayarak fon getirilerini arttırmayı hedeflemektedir. Düzenleme, konuya ilişkin bir önceki düzenlemeden farklı olarak çok daha net uygulamaları hayata geçirecektir. Düzenlemenin, sistemdeki performans problemi için atılmış önemli bir adım olduğunu düşünüyoruz.

Performans yıllık brüt getiriden ölçülecek

Yeni düzenlemeye göre, fonların performansının ölçülmesinde "yıllık brüt getiri oranı" kullanılmasına karar verilmiştir. Dünyadaki uygulamalara baktığımızda Arjantin, Uruguay, Polonya, Macaristan vb. ülkelerde benzer şekilde getiriye dayalı performans ölçümü yapılmaktadır. Bizdeki uygulamada, fonların dahil olduğu grubun basit ortalama getirisi bulunacak ve bu ortalamanın bir standart sapma altında kalanların performansı yetersiz kabul edilecektir. Üç yıllık dönemler itibariyle herhangi iki dönemde yetersiz bulunan fonların portföy yönetim şirketleri değiştirilecektir. Literatürde, getiri performansına dair düzenlemelerin sürü psikolojisini (herding) desteklediğine dair çalışmalar bulunmaktadır (Vittas, 1998 ve Queisser, 1998). Sektör ortalamasında ağırlığı daha yüksek olan büyük fon yöneticilerinin yatırım stratejileri, genellikle daha küçük portföy büyüklüğüne sahip fonların yöneticileri tarafından, sektör ortalamasından uzaklaşmamak için, takip edilir. Bulgulara göre, büyük fonları yönetenler, daha çok tahvil ve bono gibi düşük getiri-risk içeren menkul kıymetleri satın alırlar ve bu da sektörün tümünün getirisini düşürür. Bu nedenle sadece getiri üzerinden oluşturulmuş bir kriter yerine getiri ve riski birlikte dikkate alan bir kriterin daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir. Yeni düzenlemede de "... gruplarda yer alan fonların niteliğine göre "sharpe rasyosu veya sortino rasyosu" gibi oranların daha sağlıklı sonuçlar verebileceğinin değerlendirilmesi halinde belirlenen fon grupları için Komite kararı ile bu rasyolar da kullanılabilir" ifadesinin yer aldığını görmek sevindiricidir.

Yıllık dönem yerine daha uzun bir vade kullanılmalıdır

Bireysel emeklilik sistemi yapısı gereği uzun vadeli bir yatırım ufkunu içermektedir. Kısa vadeli performansı dikkate almak, portföy yöneticisinin uzun vadeli stratejisinin gözden kaçırılmasına neden olur. Bu durum gerek portföye dahil edilen varlıkların vade yapısı ve çeşitlendirilmesinde, gerekse de portföyün uzun vadede getirisi üzerinde olumsuz etkiler yaratabilir. Katılımcı açısından da ilk bakışta kısa vadeli getirilere odaklanmış fonlardan elde edilen yüksek kazançlar cazip gibi görünse de, uzun vadede birikimlerinin daha etkin biçimde değerlenememiş olmasının yıkıcı etkileri söz konusudur. Bu değerlendirmeler ışığında performansın ölçülmesinde kullanılacak getiri döneminin bir yıldan uzun olması daha faydalı olurdu.

Başarılı fonlara ilave ödeme yapılacaktır

Düzenlemede performansı yetersiz olanlara yaptırım uygulanmasının yanı sıra, başarılı fonlara da bir teşvik sistemi kurulduğu görülmektedir. Buna göre performansı başarılı olduğu tespit edilen fonlar için, fonların başarılı olarak kabul edildiği yıl fondan tahsil edilen toplam fon işletim gideri kesintisi içerisinde portföy yöneticisine ödenen sabit yönetim ücretinin %50'si oranında, kurucu tarafından karşılanmak üzere portföy yöneticisine ilave ödeme yapılacaktır. Basit ortalama getiri oranının 1 standart sapma değeri üzerinde performans gösteren fonlar başarılı kabul edilmektedir.

Yukarıdaki satırlarda getiri performansına dair düzenlemelerin sürü psikolojisini (herding) destekleyebileceğinden bahsedilmiştir. SPK'nın yüksek performans gösterenleri ödüllendirme mekanizması işte bu sürü psikolojisinin etkisini azaltıcı bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Uygulamadaki olası zorluklar

Düzenlemenin uygulamaya geçmesi ile birlikte portföy yönetim şirketlerinin özellikle başarı primi elde edebilmek noktasında gayret gösterirken önlerine çıkması en muhtemel olumsuz etkilerden birinin varlık dağılımlarına ilişkin kısıtlar olacağı söylenebilir. Varlık sınıflarına ilişkin sınırların fon portföylerinin çeşitlendirmesi ve getirisi üzerinde olumsuz etkileri olduğu bilinmektedir. Özellikle yapılacak düzenlemelerle, fon yöneticilerinin getiri performanslarının öneminin artırılması hedeflendiği düşünüldüğünde, bu kısıtlamaların performansı düşürücü potansiyeline dikkat etmek gerekmektedir. Bu nedenle, fon türüne bağlı olarak yatırım yapılabilecek varlık türlerinin portföydeki ağırlığını kısıtlayan mevcut düzenlemelerin yeniden ele alınması düşünülebilir.

Mevcut düzenlemede sadece değişken fonlar sahip oldukları risk değerleri esas alınarak (muhafazakar/temkinli, dengeli, atak/dinamik/büyüme ve agresif değişken fonlar) gruplara ayrılabilir. Bu yaklaşımın tüm fonların sınıflandırılmasında kullanıldığı bir uygulama yukarıda bahsedilen potansiyel soruna bir çözüm olarak düşünülebilir.

Kaynaklar

Boon, L. N., Brière, M., Gresse, C., & Werker, B. J. (2013, June). Regulatory Environment and Pension Investment Performance. In 11th Workshop on Pension, Insurance and Savings.

Musalem, A. R., & Pasquini, R. (2012). Private pension systems: cross-country investment performance. World Bank.

Queisser, M. (1998). Regulation and supervision of pension funds: principles and practices. International Social Security Review, vol. 51, no. 2.

Vittas, D. (1998). Regulatory controversies of private pension funds. Policy Research Working Paper no. 1893, World Bank.

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 (2019 yılı ilk altı ayı) analiz dönemleri olarak başlangıçtan itibaren, 10 yıl ve 5 yıl alınmıştır.

Gönüllü BES fonlarında genel olarak bakıldığında, başlangıçtan itibaren ortalama yüzde 517 oranında birikimli ağırlıklı net getiri söz konusudur. 10 yıllık dönem için ortalama yüzde 219, son 5 yılda yüzde 98’lik bir getiri yaratılmışken, 2019 yılının ilk 6 ayında bu getiri yüzde 13 seviyesindedir.

Fon kategorileri bazında bakıldığında, gönüllü BES’te başlangıçtan itibaren en yüksek getiri kamu dış borçlanma araçları emeklilik fonlarına (yüzde 624) aittir. Son 10 yılda en yüksek getiri yine kamu dış borçlanma araçları fonları kategorisinde (yüzde 366) sağlanmış iken, son 5 yılda en yüksek getiri kıymetli maden fonları kategorisinde (yüzde 170) gerçekleşmiştir. 2019 yılının ilk 6 aylık inceleme döneminde de en yüksek getiri kıymetli maden fonları kategorisinde (yüzde 19) oluşmuştur.

Ortalama fon getirilerinin enflasyon karşısındaki durumunun incelendiği bölümde, tüm analiz dönemleri için getirilerin enflasyonun üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Başlangıçtan itibaren bakıldığında emeklilik fonlarının ortalama getirisinin enflasyonun yaklaşık 209 puan üzerinde olduğu görülmektedir. Son 10 yıllık dönemde emeklilik fonlarının ortalama getirisi enflasyonun yaklaşık 66 puan üzerindedir. Son 5 yıllık dönem için bu fark 26 puandır. 2019 yılının ilk 6 ayı için ise emeklilik fonlarının ağırlıklı ortalama getirisi enflasyonun 4,7 puan üstündedir.

OKS emeklilik fonlarının başlangıçtan itibaren ağırlıklı ortalama getirisi yüzde 42 olup bu oran TÜFE’nin yaklaşık 5 puan üstündedir. Benzer biçimde son 6 aylık inceleme döneminde de OKS fonlarının ağırlıklı ortalama getirisi TÜFE’den daha yüksek olup, fark 2 puan civarındadır.

Mevduat faiz oranları ve Gönüllü BES emeklilik fonları için stopajdan arındırılmış getiriler ile yapılan incelemede 10 ve 5 yıllık dönemlerde ağırlıklı ortalama fon getirisinin mevduat faiz oranlarının üzerinde olduğu görülmektedir. 2019 yılının ilk 6 aylık döneminde ise fonların ağırlıklı ortalama getirisi mevduattan yaklaşık yüzde 2,7 daha düşüktür.

Hisse senedi ortalama ağırlıklandırılmış fon getirilerinin, BIST 100 Fiyat Endeksi ile karşılaştırıldığında, tüm dönemlerde endeksten yüksek olduğu görülmektedir. Başlangıçtan itibaren bakıldığında bu fark 137 puan iken son 10 yılda 59 puandır. 2019 yılının ilk 6 ayı incelendiğinde ise fark yaklaşık 8 puandır.

2019 yılı ilk 6 aylık dönemi 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.

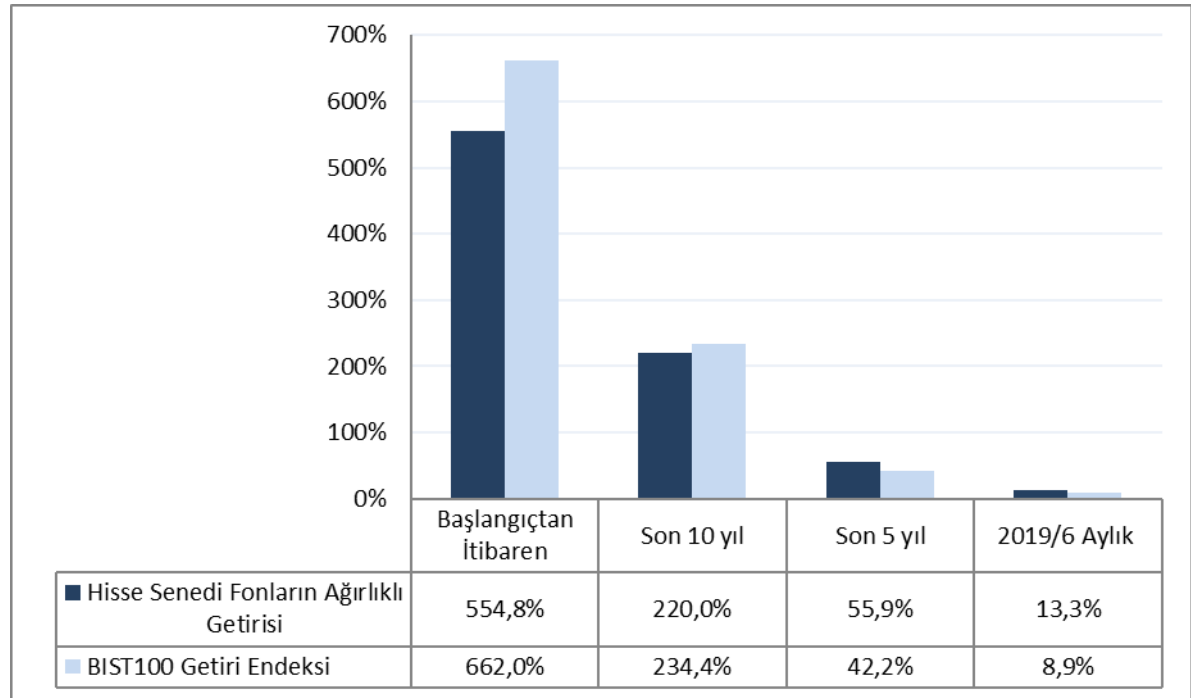
2019 yılı ilk 6 aylık dönemi için kategori bazında karşılaştırma ölçütleriyle yapılan kıyaslamada, kamu borçlanma, hisse, katılım, para piyasası, standart ve değişken ve karma kategorilerinin karşılaştırma ölçütünün üstünde getiri sağladığı görülmektedir. Karşılaştırma ölçütüne göre en yüksek getiri hisse senedi fonlarında (yüzde 4,9'luk fark) elde edilmiştir. İkinci sırada standart emeklilik fonları (yüzde 2'lik fark) yer almaktadır. Başarı oranı en yüksek kategoriler sırasıyla hisse senedi, standart ve katılım 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	517	588
Son 10 yıl	219	139
Son 5 yıl	98	67
2019 Yılı İlk Altı Ayı	13	17

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 Yılı Ağırlıklandırılmış Net Getirilerinin Karşılaştırma Ölçütleriyle Kıyaslanması

Fon Kategorisi	Fonların 2019 Yılı İlk Altı Ayı Net Getirisi (Yüzde)	Karşılaştırma Ölçütlerinin 2019 Yılı İlk Altı Ayı Net Getirisi (Yüzde)	Fark (Yüzde)	Başarı Oranı (Yüzde)
Toplam	12,5	10,5	2,0	93
Borçlanma Araçları Fonları	10,5	9,6	0,9	93
Kamu Borçlanma Araçları Fonları	9,0	7,8	1,1	91
Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları	12,2	11,4	0,8	95
Hisse Senedi Fonları	13,0	7,3	5,7	100
Değişken & Karma Fonlar	11,1	9,4	1,7	83
Kıymetli Maden Fonları	19,3	18,1	1,2	100
Katılım Fonları	15,4	12,9	2,4	97
Para Piyasası Fonları	12,0	10,0	1,9	100
Standart Fonlar	10,7	7,8	2,9	97

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.¹ 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.

¹ 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 2, 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. 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 Haziran 2019 tarihi itibarıyla, değişken katılım alt kategorisinde toplam 14 fon, hisse senedi katılım kategorisinde 4 fon, kıymetli maden katılım kategorisinde 7 fon, standart katılım kategorisinde 9 fon, katılım katkıda 14 fon ve kira sertifikası kategorisinde 1 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.