

**T.C.
MALTEPE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

İKTİSAT ANABİLİM DALI

**BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ
ve
YATIRIM FONLARINA ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS (MASTER) TEZİ

**Hazırlayan
Can ÜLGEN**

**Tez Danışmanı
Dr.Güler Şebnem URALCAN**

İstanbul-2007

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖZET	V
ABSTRACT	VI
GRAFİKLER LİSTESİ	VII
TABLolar LİSTESİ	VIII
KISALTMALAR	IX
GİRİŞ	1

I.BÖLÜM

EMEKLİLİK SİSTEMLERİ

1. Çok Basamaklı Emeklilik Sistemleri	3
1.1. Birinci Basamak	5
1.2. İkinci Basamak	6
1.3. Üçüncü Basamak	7
1.4. Reformlara Genel Bakış	8
2. Emeklilik Fonları	10
3. Emeklilik Fonlarının Varlık Dağılımı	14
3.1. Risk –Kazanç Yaklaşımı	15
3.2. Varlık-Borç Modeli	16
3.3. Belirli Katkı Planlarında Varlık Dağılımı	17

4. Emeklilik Fonlarının Performans Ölçüleri	20
5. Emeklilik Fonlarında Risk	24
5.1. Emeklilik Fonlarındaki Başlıca Riskler	24
5.1.1. Sistemik Olmayan Piyasa Riski	24
5.1.2. Sistemik Piyasa Riski	25
5.1.3. Sistemik Risk	25
5.1.4. Acenta Riskleri	25
5.2. Risklerin Ölçümü	27
6. Emeklilik Fonlarında Yatırım Teknikleri	29
6.1. Pasif Fon Yönetimi	30
6.1.1. Pasif Fon Yönetimi Metodolojileri	30
6.1.1.1. Kopyalama	30
6.1.1.2. Tabakalı Örnekleme	30
6.1.1.3. Optimizasyon	30
6.2. Geliştirilmiş Fon Yönetimi	32
6.2.1. Geliştirilmiş Fon Yönetimi Metodolojileri	32
6.2.1.1. Nakit ve Vadeli İşlemler	32
6.2.1.2. Temel Alfa Oluşumu	32
6.2.1.3. Sayısal Alfa Oluşumu	33
6.2.1.4. Olaya Dayalı Hisse Senedi Dağılımı	33
6.3. Aktif Sayısal Fon Yönetimi	33

II.BÖLÜM

OECD ÜLKELERİ ARASINDA KARŞILAŞTIRILMALI ANALİZ

1. Emeklilik Sistemi	35
----------------------	----

2. Vergilendirilme	35
3. Varlık Limitleri	36
4. Emeklilik Fon Varlıkları Mevzuatı	37

III.BÖLÜM

TÜRKİYE' DE BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ ve YATIRIM

FONLARINA ETKİSİ

1. Genel Anlamda Bireysel Emeklilik Sistemi	40
1.1. Sorumluluklar	41
1.1.1. Emeklilik Şirketi	41
1.1.2. Portföy Yönetim Şirketi	42
1.1.3. Saklayıcı	44
1.1.4. Emeklilik Gözetim Merkezi	44
1.2. Özel Emeklilik Hesabı	48
1.3. Özel Emeklilik Planı	49
1.4. Emeklilik Sözleşmesi	49
1.5. Katılımcının Hakları	49
1.5.1. Emeklilik Şirketleri Arasında Transfer	49
1.5.2. Fon Düzeninin Değişimi	50
1.5.3. Plan Değişikliği	50
1.5.4. Katkı Payı Ödemelerinin Durması	50
1.5.5. Sistemden Çıkış	50
1.5.6. Mecburi Sebeplerden Dolayı Sistemden Çıkış	51
1.5.7. Emeklilik Opsiyonları	51
1.6. Vergi Teşvikleri	52

1.6.1. Katkı Payı Ödemeleri	52
1.6.2. Yatırım Safhası	52
1.6.3. Emeklilik	52
1.7. Masraflar ve Ücretler	53
1.8. Mevzuat	54
2. Emeklilik Fonları	55
3. Varlık Dağılımı	57
4. Bugünkü Emeklilik Piyasası ve Emeklilik Yatırım Fonları	58
4.1. Genel Bakış	58
4.2. Emeklilik Fonu Grupları	61
5. 2005 Yılı için Sektörel Beklentiler ve 02 Ocak 2006 İtibari İle Sonuçları	62
6. 02 Ocak 2006 İtibari ile Emeklilik Fonlarının Toplam Yatırım Fonları	64
İçerisindeki Durumu	
SONUÇ	66
KAYNAKÇA	69

ÖZET

Ülkemizde 27 Ekim 2003 tarihinde yürürlüğe giren Bireysel Emeklilik Sistemi, sosyal güvenlik sistemini desteklemek ve geliştirmek amacıyla fiiliyata geçirilmiştir. Diğer OECD ülkelerindeki emeklilik sistemleri ile ülkemizdeki Bireysel Emeklilik Sistemi mukayese edildiğinde, ülkemizde öncelikle sisteme girişin teşvik edildiğini ve bu teşvik sonucunda fon miktarını hızla arttırmanın amaçlandığını görmemiz mümkün olabilmektedir. Sistemde on yılın sonunda gayri safi milli hasılanın %5' i ile %10' u arasında fon birikeceği tahmin edilmektedir. Bu çalışmanın amacı ise; ülkemizdeki Bireysel Emeklilik Sisteminin yapısını ve temel organlarını tanımlarken, istatistiki veriler ile sistemin gelişimini ortaya koymak ve sistemin yatırım fonları üzerindeki olumlu etkilerine değinmektir. Bu noktaya gelebilmek için ise; dünya üzerindeki emeklilik sistemlerinin gelişimi ve yapısı incelenmiş olup, bazı OECD ülkelerinde uygulanmakta olan emeklilik sistemleri ile ülkemizdeki Bireysel Emeklilik Sistemi arasındaki benzerlikler ve farklılıklar üzerinde durulmuştur.

ABSTRACT

In 27 October 2003, the concept of ‘‘Private Pension System’’ has emerged as a part of structural reform in order to support and improve the social security system in our country. When the Private Pension System in our country compared to the other OECD countries, it can be seen that in our country encourage entering the system comes first and regarding this, aiming high increases in funds. The System is believed to accumulate funds equivalent to 5% to 10% of GDP by the end of 10th year. The purpose of this paper is to describe the structure and main parts of the Private Pension System, whilst emphasizing the statistics of the values, the development of the system and also the good effects of the system on "asset funds". To come to this stage, the new Private Pension System in Turkey is analyzed through global and local overviews and this analyze continued by taking into consideration of the Private Pension Systems in some other OECD countries regarding the differences and the same key points.

GRAFİKLER LİSTESİ

	Sayfa No
Grafik 1 : Çok-basamaklı Emeklilik Sistemine Geçiş Dönemi	4
Grafik 2 : Dünyada Emeklilik Planları	5
Grafik 3 : Katılımın Mecburi Olduğu Sistemlerde Fon Yönetimi	10
Grafik 4 : Katılım Zorunlu Olduğu ve İsteğe Bağlı Sistemlerde Fon Yönetimi	11
Grafik 5 : OECD Ülkelerindeki Özel Emeklilik Fon Miktarı Büyüklükleri	12
Grafik 6 : OECD Ülkelerindeki Özel Emeklilik Fonlarının Toplam Varlıkları	13
Grafik 7 : Bireysel Yatırımcının Zaman Ufku	18
Grafik 8 : Hedefe Dayalı Emeklilik Fonlarının Yüzdesi	21

TABLolar LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1 : Bireysel Emeklilik Reformları	9
Tablo 2 : Emeklilik Fonlarında Yatırım Risklerinin Sınıflandırılması	26
Tablo 3 : Fon Yönetimi Stratejileri – Takip Hatası ve Amaçlar	29
Tablo 4 : OECD Ülkeleri Arasında Karşılaştırmalı Analiz	39
Tablo 5 : Emeklilik Şirketinin Denetimi	42
Tablo 6 : Sistemdeki Masraf ve Ücretler	53
Tablo 7 : Fon Tipleri	56
Tablo 8 : Emeklilik Sözleşmelerinin Bugünkü Durumu	59
Tablo 9 : Şirket Sıralamaları	60
Tablo 10 : 93 Türk Emeklilik Fonunun Fon Tipleri	61
Tablo 11 : 11 Emeklilik Şirketi Konsolide Beklentileri	62
Tablo 12 : Emeklilik Fonlarının Toplam Yatırım Fonları İçerisindeki Durumu	64

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AHE	Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş.
AK	Ak Emeklilik A.Ş.
ANKARA	Ankara Emeklilik A.Ş.
AVIVA	AVIVA Hayat ve Emeklilik A.Ş.
BAŞAK	Başak Emeklilik A.Ş.
BKP	Belirli Katkı Payı
BÖ	Belirli Ödeme
EGM	Emeklilik Gözetim Merkezi
EYF	Emeklilik Yatırım Fonu
FORTIS	Fortis Emeklilik ve Hayat A.Ş.
GE	Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş.
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GYPS	Global Yatırım Performans Standartları
KOÇ	Koç Allianz Hayat ve Emeklilik A.Ş.
MPT	Modern Portföy Teorisi

NVD	Net Varlık Değeri
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
OYAK	Oyak Emeklilik A.Ş.
PFY	Pasif Fon Yönetimi
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SVD	Stratejik Varlık Dağılımı
SYS	Sesli Yanıt Sistemi
TVD	Taktiksel Varlık Dağılımı
VAKIF	Vakıf Emeklilik A.Ş.
VBM	Varlık-Borç Modeli
YKE	Yapı Kredi Emeklilik A.Ş.

GİRİŞ

84 yıllık geçmişiyle, dünya standartlarına ulaşma hedefini benimseyerek gelişmekte olan Türkiye, bu uğurda diğer devletlerin karşılaştığı pek çok sosyo-ekonomik ve politik sorunların kaçınılmaz sonuçlarını yaşamıştır. Son yıllarda yazılı basında yer alan haberlerde gördüğümüz üzere, kamu maliyesi ve finans sektöründeki sorunlara bağlı olarak yaşanan pek çok ekonomik krizden sonra kamuoyu, ekonomi ve finansı birer pozitif bilim dalı olarak kabul eder duruma gelmiştir. Bu krizlerin neticesinde ülkemiz, çok ağır borçların altına girmek zorunda kalmıştır ve bu durum finans sektöründe yapısal reformların yapılmasına zemin hazırlamıştır. Bu reformlardan biri olan Bireysel Emeklilik Sistemi, sosyal güvenlik sistemini desteklemek ve geliştirmek amacıyla fiiliyata geçirilmiştir. Bu çalışmanın amacı, Türkiye’de yeni gelişen bireysel emeklilik sisteminin iki önemli kavramı olan "bireysel emeklilik fonlarının yatırım teknikleri" ve "varlık tahsisi" konularını global ve yerel incelemelerle irdelemektir. Her ne kadar bireysel emeklilik sistem mevcut durumda isteğe bağlı olsa da, özel emeklilik alanındaki (yani üçüncü basamaktaki) boşluğu dolduracağına yaygın olarak inanılmaktadır. Sistemde 10 yılın sonunda gayri safi milli hasılanın %5’ i ila % 10’ u arasında fon birikeceği tahmin edilmektedir.

Bireysel Emeklilik Sisteminin; ülkemizde katılımcılara ulaşmak için, sigorta şirketlerine bağlı emeklilik şirketlerini seçmiş olmasına rağmen, Bireysel Emeklilik Sistemini bir tür sigorta çeşidi olarak nitelemek mümkün değildir. Çünkü sigortacılıkta, yapılan poliçe karşılığında, sigortalıya ait tesadüfi bir risk teminat altına alınırken, Bireysel Emeklilik

Sisteminde katılımcıların sisteme dahil olmalarına neden olan; emeklilikte toplu ödeme ya da maaş almak, tesadüfi bir olay değildir.

Bu çalışmada, birinci bölümde emeklilik fonlarının niteliğinin uygun olarak analizinin yapılabilmesi için çok basamaklı emeklilik sisteminin temel kavramları ve özellikleri global bir perspektif içinde açıklanmıştır. Daha sonra, emeklilik fonlarına genel bakış; fonların özellikleri, varlık tahsisi yöntemleri, yatırım yönetim teknikleri ve verim ölçümleri konuları detaylı olarak incelenmiştir.

Bölüm 2' de 7 OECD ülkesindeki emeklilik sistemleri, varlık limitleri ve ve yönetmeliklerin karşılaştırmalı analizleri yapılmıştır. Bu analiz, ülkeler arasında karşılaştırma yapmak ve Türkiye'deki emeklilik fonlarının bugünkü durumu konusunda bir sonuca varmak için yapılmıştır.

Son olarak da Türkiye'deki şu anda uygulanan emeklilik sistemi durumu ve yapısı incelenmiş, bu incelemede emeklilik fonlarının mevcut durumu vurgulanmıştır.

I. BÖLÜM

EMEKLİLİK SİSTEMLERİ

1. ÇOK BASAMAKLI EMEKLİLİK SİSTEMLERİ

Emeklilik sistemleri zaman içinde gelişim gösteren üç farklı basamaktan oluşmaktadır. Birinci basamak, kamusal sistem içerisinde yer alan, dağıtım esasına dayanan (pay-as-you-go), genelde kazanç ve geri dağıtım olarak da tanımlanan basamaktır. Tek basamaklı, dağıtım esasına dayanan kamusal emeklilik sistemi tekeline karşı özel, fonlu katılım olarak tanımlanan ikinci basamak ve yine özel, fonlu, ancak isteğe bağlı katılımlı olarak tanımlanan üçüncü basamak ek emeklilik sistemi ortaya çıkmıştır.

Farklı basamakların farklı işlevleri olduğu düşünüldüğünde tek basamaklı emeklilik sistemi, uygun bir emeklilik sisteminin amaçlarını karşılamak için yeterli bir yol olmayabilir. Günümüzde, yapılan reformlarla en ileri seviyeye getirilen emeklilik sistemleri, bu basamaklarının ihtiyaca göre farklı olarak kombine edilmesinden oluşmaktadır.

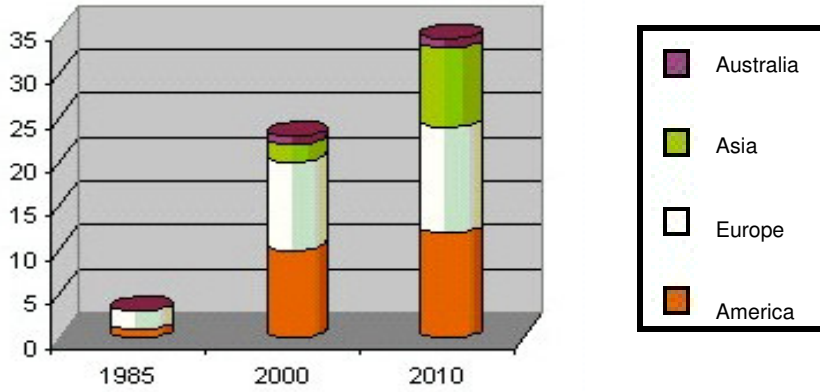
Üç-basamaklı model, sosyal güvenlik sisteminin ana amaçlarını üçe ayırmaktadır. Birinci basamak herkese sosyal güvenlik desteği sağlarken, ikinci basamak tasarruf ve büyümenin desteklenmesi üzerine kuruludur. Üçüncü basamak ise ihtiyari tasarruflar ile sermaye gelişimini desteklemektedir.

Sosyal sigorta veya emeklilik sistemi adı altında bir sosyal güvenlik sistemi kurulurken, devlet, geri dağıtım, tasarruf veya sigorta fonksiyonlarını dengelemelidir. Ülkeler

arasındaki sosyal, yasal ve ekonomik farklılıklar göz önüne alındığında, bir ülkenin emeklilik sistemi uygulaması için tek bir doğru yol bulmak oldukça zordur. Ancak, üç basamaklı emeklilik modeli, farklı yaklaşımların bir arada kullanılarak farklı amaçlara hizmet ettiklerinin en güzel örneğidir.¹(Seres, J. (1997) *Pensions: a Practical Guide Chapter 8, 4 th Edition*, London)

Grafik-1

Çok-basamaklı Emeklilik Sistemine Geçiş Dönemi



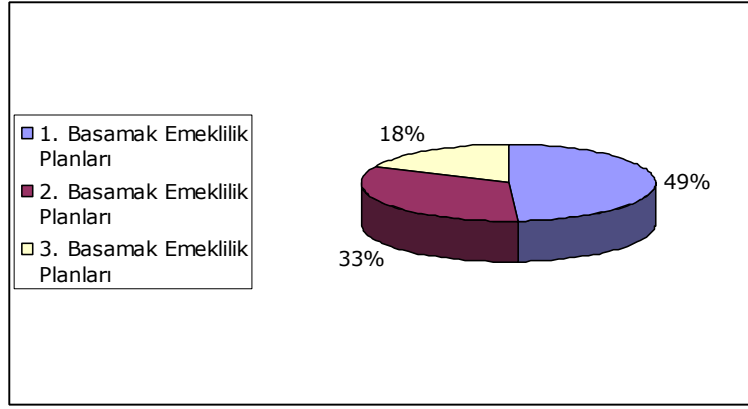
Kaynak: http://www.garantiemeklilik.com.tr/individual_retirement_sys.asp (28.01.2006)

Grafik-1'de görüldüğü üzere 1985 yılında 4 kıtada çok basamaklı emeklilik sistemini tercih eden ülkelerin sayısı 5'in altındayken, bu sayı 2000 yılına gelindiğinde yirmili rakamlarla ifade edilmekte, 2010 yılı için yapılan projeksiyonlarda ise otuzlu rakamlara ulaşacağı öngörülmektedir.

Grafik-2’de görüldüğü üzere, tüm dünyada 1.basamak emeklilik sistemleri %49’luk bir oranla daha çok tercih edilmektedir. Bunu %33’lük bir oranla 2.basamak emeklilik sistemleri izlemektedir.

Grafik-2

Dünyada Emeklilik Planları



Kaynak: Worldbank (2000) *International Patterns Of Pension Provision*

Grafik-2’de görüldüğü üzere, tüm dünyada 1.basamak emeklilik sistemleri %49’luk bir oranla daha çok tercih edilmektedir. Bunu %33’lük bir oranla 2.basamak emeklilik sistemleri izlemektedir.

1.1. Birinci Basamak

Birinci basamak sosyal güvenlik sistemi toplumun her kesimine temel destek sağlamayı amaçlar. Temel destek tanımı, o ülkenin gelişmişlik düzeyine göre farklılık göstermektedir. Örneğin, İngiltere için bu destek, bütün işçilerin ortalama ulusal kazançlarının %14’ü olan eşit oran yüzdesidir. Şili’de ise, bütün işçiler için minimum

emeklilik garantisi olarak tanımlanır. Ancak gerek dünya nüfusunun giderek yaşlanması, gerekse toplanan katkı payı veya primlerinin etkin olarak değerlendirilmemesi ve gelecekte emekli olacakların sayısının artması, bu kişilere ödeme yapacak kaynakların bulunmasını zorlaştırmaktadır.²(Rutkowski, M. (2003), “Key issues in debates on modern pension systems”, *World Bank*)

1.2. İkinci Basamak

İkinci basamak, işveren tarafından sağlanan “emeklilik tasarruf planı” adı altındaki emeklilik haklarıdır. Bu planlar genelde sermaye bazlı olup, primlerin gelecekteki emeklilik ödemelerini karşılaması için yapılan yatırım anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, çalışanlar kendi emeklilikleri için tasarruf yaparlar.

Bu basamak, yoksulluk sınırı üzerinde bir emeklilik sağladığından; çalışanlar, yaşlandıklarında yeterli birikimleri olacağı inancındadır. Kamu tarafından finanse edilen birinci basamağın aksine, işveren tarafından sağlanan emeklilik planları, kişisel hesaplar aracılığıyla tasarruf yapılması üzerine kuruludur. Böylece biriken emeklilik ve tasarruflar üzerindeki kişisel kontrol eksikliği önlenmiş olmaktadır.

İkinci basamak zorunlu olmalıdır çünkü düşük risk taşıyan insanların yüksek risk taşıyan insanları finanse etmesi, insanların emekliliklerini planlamadaki yetersizlikleri ve insanların sosyal programların yaşlandıklarında kendilerine bakacağını düşündükleri için çalışırken tasarruf yapmamaları gibi problemler ortaya çıkacaktır.

İkinci Basamağın avantajları ise;

i. Kamu yönetimindeki fonlar, özel yönetimdeki fonlara kıyasla, verim gösteremeyen devlet kurumlarına yatırım yapmaya veya devlet projelerine kolay sermaye sağlamaya yönelik politik baskılara dirençsiz olduğundan-ki bunun örneğini Türkiye’de sıklıkla görmekteyiz- iyi yönetilen emeklilik fonları çoğunlukla yatırım gelirlerini arttırmayı ve emeklilik planı sahiplerinin risklerini azaltmayı sağlar.

ii. Emeklilik fonlarının özel yönetimi, finansal ürünlere ve kuruluşlara talep sağlayarak ülkedeki finansal pazarın gelişimine yardımcı olur.

İkinci basamak bugün Şili, Arjantin gibi Latin Amerika ülkelerinden Macaristan ve Polonya gibi Orta ve Doğu Avrupa ülkelerine kadar her kıtada yer almaktadır.³ (Rutkowski, M. (2003), “Key issues in debates on modern pension systems”, *World Bank*)

1.3. Üçüncü Basamak

Üçüncü basamak, birinci ve ikinci basamağın kombinasyonu gibidir. Tamamen gönüllü katılım esasına dayalı, fonlu ve özel yönetilen emeklilik sistemleridir. Bazı durumlarda, Şili ve İngiltere’de olduğu gibi, bu basamak, kamu sisteminin bir parçasıdır. Bazı durumlarda ise, Amerika Birleşik Devletlerinde olduğu gibi, ayrıdır.

Çoğu ülkede işveren tarafından sağlanan emeklilik planlarında vergiler ertelenmekte veya katkı paylarına uygun vergi uygulamaları yapılmaktadır. Örneğin, katkı payı vergileri ve birikmiş kazançları emeklilik sırasında kullanılana kadar vergiden muafır.⁴ (Rutkowski, M. (2003), “Key issues in debates on modern pension systems”, *World Bank*)

1.4. Reformlara Genel Bakış

Birçok ülke yaşlanan toplum problemi ve düşük yatırım gelirleri sebepleri ile temel sosyal güvenlik reformlarına gitmektedir.

Yeni tam fonlu emeklilik planları -bireysel, özel yönetimli, belirlenmiş katkı payı hesapları- emekliliğin belli bir kazanç ölçüsüne ve kapsam yılına bağlı olduğu eski, kamusal, belirlenmiş maaş esaslı planların yerine geçmiştir. Çünkü belirlenmiş katkı payı sistemlerinde emeklilik birçok riske maruz kalmakta ve devletleri emeklilik fonu endüstri yapısına, performansına ve yatırımlara sıkı bir düzen getirmeye zorlamaktadır.⁵(Srinivas P.S, Whitehouse E and Yermo J. (2000), "Regulating Private Pension Fund's Structure, Performance and Investments: Cross-country Evidence", *World Bank Social Protection Discussion Paper Series no.0113*, p. 2,9)

Emeklilik sistemindeki temel reformların amaçları ise;

- i. Yatırımcıya fon yöneticisini seçme özgürlüğü tanımak ve fon yöneticisi ile yatırım riskini paylaşmasını sağlamak,
- ii. Fon yöneticileri arasında rekabet ortamı kurarak iyi kalite ve hizmet sunup uygun emeklilik getirileri sağlamak,
- iii. Rekabet ve yatırım kısıtlamaları ile riski sınırlamaktır.

Tablo-1

Bireysel Emeklilik Reformları

	Ülke	Reform Tarihi	Yeni Başlayanlar İçin	Halen Çalışanlar İçin
Latin Amerika	Arjantin	1994	İsteğe Bağlı	İsteğe Bağlı
	Bolivya	1997	Zorunlu	Zorunlu
	El Salvador	1998	Zorunlu	35 yaşından küçükler için zorunlu 33-55 yaş arası için isteğe bağlı
	Kolombiy a	1994	İsteğe Bağlı	İsteğe Bağlı
	Meksika	1997	Zorunlu	Zorunlu
	Peru	1993	İsteğe Bağlı	İsteğe Bağlı
	Şili	1981	Zorunlu	İsteğe Bağlı
	Uruguay	1996	Zorunlu	40 yaşından küçükler için zorunlu
Avrupa	Hırvatistan	2000	Zorunlu	40 yaşından küçükler için zorunlu 40-50 yaş arası için isteğe bağlı
	İngiltere	1998	İsteğe Bağlı	İsteğe Bağlı
	Kazakistan	1997	Zorunlu	Zorunlu
	Macaristan	1997	Zorunlu	İsteğe Bağlı
	Polonya	1999	Zorunlu	40 yaşından küçükler için zorunlu 40-50 yaş arası için isteğe bağlı

Kaynak: *European Pension Fund Managers Guide* (2001)

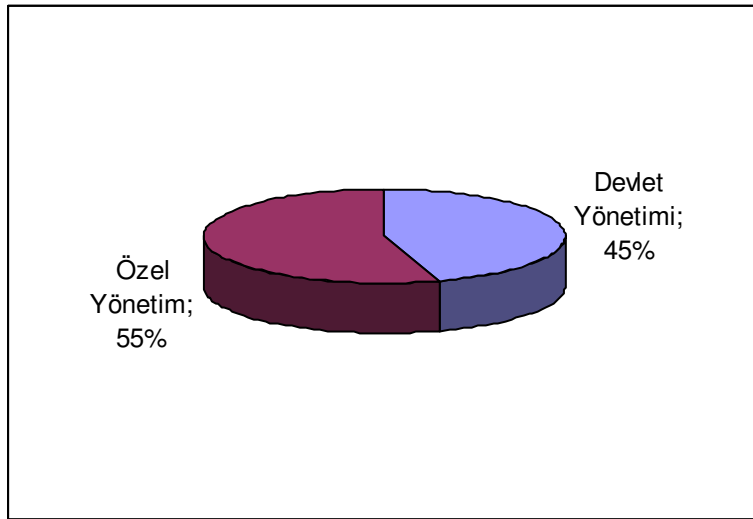
2. EMEKLİLİK FONLARI

Emeklilik fonu, devlet veya diğerkurum ve kuruluşlar tarafından çalışanlarının veya üyelerinin emeklilik maaşlarını ödemek için kaliteli bir emeklilik planı amacı ile oluşturulan fondur.

Emeklilik fonları, finansal menkul kıymetler olarak yatırım yapabilir veya doğrudan varlık edinebilir. Emeklilik fonu tarafından yapılan yatırımlar kendi “kişisel yatırım bilançosu”na bağlıdır. Bilançoda izin verilen yatırımların niteliği büyük ölçüde planın finansal durumuna bağlıdır. Genellikle, mali durum ne kadar iyi olursa ve katılımcılar ne kadar genç olursa planın kaldırabileceği riskli yatırım da o kadar fazla olur.

Grafik-3

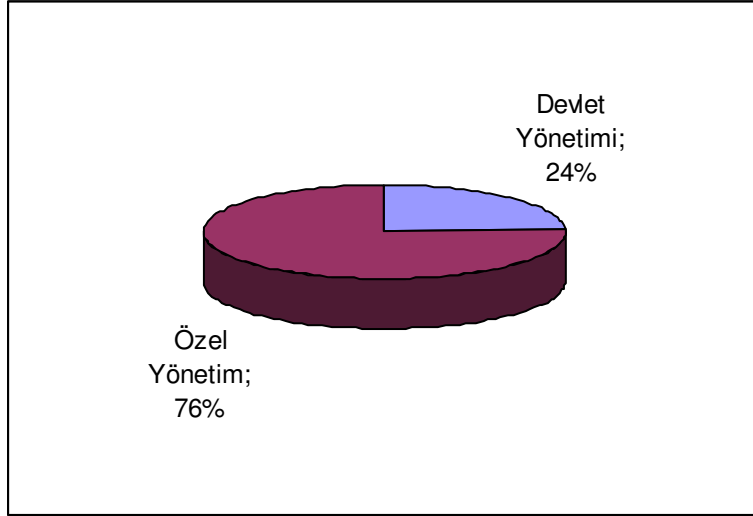
Katılımlın Mecburi Olduğu Sistemlerde Fon Yönetimi



Kaynak: World Bank (2000) *International Patterns Of Pension Provision*

Grafik-4

Katılımın Zorunlu Olduğu ve İsteğe Bağlı Sistemlerde Fon Yönetimi



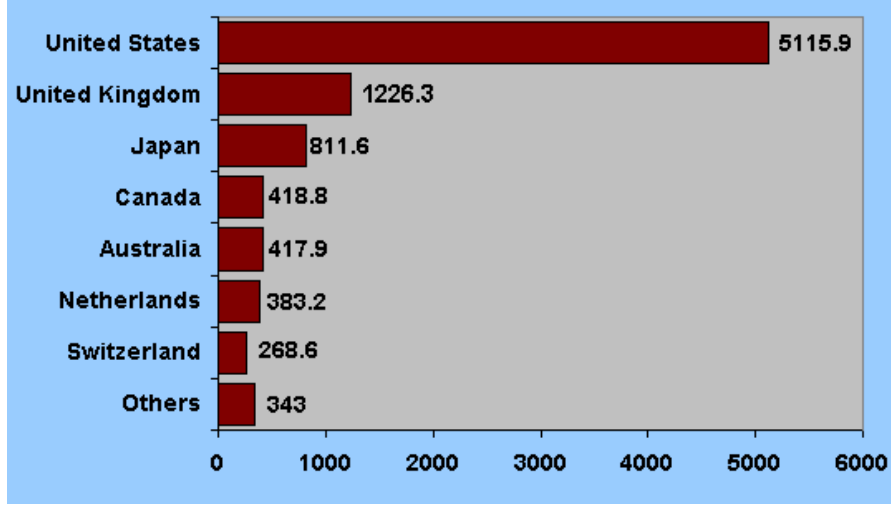
Kaynak: World Bank (2000) *International Patterns Of Pension Provision*

Grafik 3 ve 4'te görüldüğü üzere, katılımın mecburi olduğu emeklilik sistemlerinde devlet yönetimi %45 iken, bu oran katılımın isteğe bağlı olduğu sistemler de dahil edildiğinde %24'e düşmektedir.

Özel emeklilik sistemleri; dünya çapında ciddi miktarda fonları yönetmektedir. Grafik 5'te görüldüğü üzere, OECD 2001 verilerine göre; Amerika Birleşik Devletleri 5.1 trilyon dolar ile en büyük özel emeklilik portföyüne sahiptir. İngiltere 1.2 trilyon, Japonya da 812 milyar dolarla onu takip etmektedir. Doğal olarak, ülkenin ekonomik düzeyi ile özel emeklilik fon miktarları arasında doğru orantı kurulabilir. Dolayısıyla, bir ülkenin özel emeklilik fon miktarı büyüklüğünü o ülkenin GSMH' sine göre incelemek daha mantıklı olacaktır.

Grafik-5

OECD Ülkelerindeki Özel Emeklilik Fon Miktarı Büyüklükleri 2001

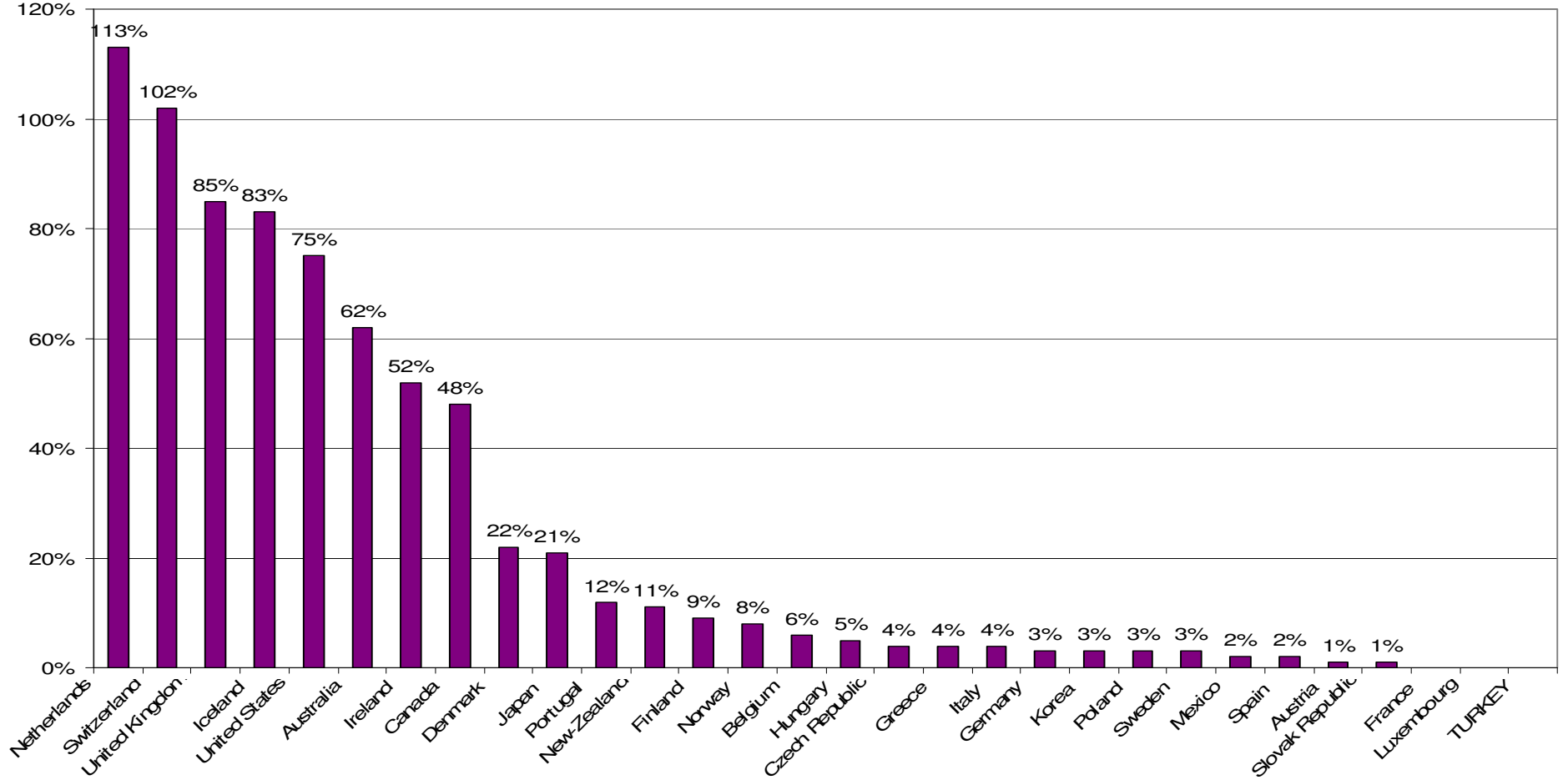


Kaynak: OECD (2001) *Institutional Investors Year Book*

Emeklilik varlık büyüklüğü oranının gösterildiği Grafik-6' da görüldüğü üzere, Hollanda %113 ile birinci sıradadır. Hemen arkasından İsviçre, İngiltere, İzlanda ve ABD gelmektedir.

Grafik-6

OECD Ülkelerindeki Özel Emeklilik Fonlarının Toplam Varlıkları



Kaynak: OECD (2001) *Institutional Investors Year Book*

3. EMEKLİLİK FONLARININ VARLIK DAĞILIMI

Varlık dağılımı emeklilik planlarındaki en önemli yatırım kararıdır ve yatırım sonuçlarının %80' inden fazlasını belirler.

Varlık dağılımı; emeklilik fonu varlıklarının hisse senedi, tahvil, nakit, gayri menkul gibi yatırım araçlarına bölünmesidir. Bu tek bir hisse senedine yatırımdan farklıdır. Ana varlık sınıfları küçük sermaye hisseleri ve şirket tahvilleri gibi alt sınıflara ayrılabilir. Yatırım amacı ve tarzına bağlı olarak, ticari mal veya riske karşı korumalı fon gibi alternatif varlık sınıfları da buraya dahil edilebilir.⁶(Gordon, C. (2004) "Role of asset allocation", *Vanguard Investment Counseling and Research*)

Zamanla çoğu emeklilik fon portföyleri uluslararası yatırımlar yapmaya başladılar. Buna bağlı olarak ancak çoğunlukla ayrı bir yatırım kararı şeklinde tanımlanan kur riski meydana çıkmaktadır.

Emeklilik mükellefiyeti uzun vadeli olup, emeklilik varlıkları için uygun yatırım ufku gerektirir. Stratejik varlık dağılımı (SVO) uzun vadeli yatırım amaçlarına ulaşmak için yapılan en normal ve nötr varlık karışımıdır. Bu, varlık karışımını geçici olarak normal stratejik pozisyonundan çıkararak sermaye piyasasındaki fırsatlardan yararlanan taktik varlık dağılımına (TVD) tamamen ters düşmektedir.⁷(Donaldson, S. (2004) "Implementing strategic asset allocation", *Vanguard Investment Counseling and Research*)

Ancak, pratikte stratejik ve taktik varlık dağılımı kararı her zaman bu kadar açık değildir. Her zaman gri bir bölge vardır. Örneğin, nakitten gayri menkule yapılan "stratejik" değişim kolayca "taktik"e dönüşebilir veya tam tersi de olabilir.

Varlık dağılımı zamana ve ülkeden ülkeye farklılık gösteren birçok faktöre bağlıdır. Bu faktörler; yasal kısıtlamalar, emeklilik karşılığı tipi (BÖ veya BKP), yönetim rejimi, vergilendirme (Genelde farklı varlık sınıfları için farklılık göstermektedir), planın yapısı ve finansör düzenlemeleri (Kamu veya özel finansör, sanayicilerin tümüne ait planlar), emeklilik fonunun büyüklüğü ve finansörün mali gücü (küçük bir şirketin büyük planı veya tam tersi), muhasebe standartları, üye profile (genç veya olgun fon), aktüer tavsiyeleri, yatırım danışmanları, fon yöneticileri, emeklilik fonu daireleri risk payları ve finansör ve emeklilik yatırımlarının kültür ve tarihi olarak sayılabilir.

Emeklilik varlıklarının nasıl yatırım yapacağı konusunda iki ana düşünce vardır. Birincisi finanstaki klasik risk-kazanç yaklaşımına bağlıdır, ikincisi de sigorta dünyasında bilindiği üzere sorumluluk eşleştirmesidir.

3.1. Risk-Kazanç Yaklaşımı

Çeşitlendirmenin, bütün yumurtaları tek bir sepete koymamanın avantajları uzun süredir bilinmektedir. Yarım yüzyıldan uzun bir süre önce akademisyenler istatistiki risk-kazanç çerçevesi içinde en uygun varlık karışımını daha sistematik olarak araştırmaya başlamışlardır. Sonuç olarak, modern portföy teorisi (MPT) teorik bir çözüme ulaşmıştır, ortalama yatırımcının risk tercihine bağlı olarak en iyi kazancı sağlayan varlık karışımı.⁸ (Mariathan, J. (2004) "Catalyst for Investment and Risk Management", a *freelance investment writer*)

Prensip, risk-kazanç yaklaşımı emeklilik fonları için de en uygun varlık dağılımının göstergesi olabilir. Eğer plan yöneticilerinin yüksek risk toleransları varsa sonuçlar hisse senetleri gibi yüksek risk taşıyan varlıklara daha çok ağırlık verildiğini göstermektedir.

Eğer riskten kaçınıyorlarsa nakit ve tahvil gibi daha konservatif varlık sınıfları öne çıkmaktadır.

3.2. Varlık-Borç Modeli

Varlık-borç modeli (VBM) risk-kazanç yaklaşımı üzerine kuruludur ancak denkleme açıkça emeklilik borçlarını da eklemektedir. Bunun arkasındaki fikir, ileri kantitatif teknikler kullanarak kombinasyondaki varlık ve borç tarafını da değerlendirmektir.

VBM'nin, özellikle ölüm oranı, enflasyon, faiz oranları ve tahvil risk primleri gibi pek çok önemli aktüer ve finansal girdilere ihtiyacı vardır. Modelin en tipik çıktısı da fon pozisyonu ve katılımları ile varlıkların ve borçların geliştirilmesi üzerine kurulu senaryolardır.

Bu gibi senaryolar değişik dağılımlar ve zaman tercihleri için verilir. Emeklilik planı sahipleri ve finansörleri bir bakıma risk toleranslarını yansıtan bir karar vermek zorundadırlar. VBM sonucu; nötr varlık ağırlıklarını belirleyen stratejik bir göstergedir. Örneğin, varsayılan tahvil risk primi yüksek olduğu veya fondaki büyük artıksal/eksik sallantılarının kabul edilebilir olduğu durumlarda tahvillerde ağırlık görülecektir.

VBM'nin avantajı insanların kilit varsayımlara ve sayısal sonuçlarına odaklanmasını sağlamasıdır.

Varlık-Borç Modelinin uygulanabilirliğine ilişkin bazı sorunlar bulunmaktadır;

i. Değişim

Konsept olarak, VBM sadece, pratikte çok nadir rastlanan, kısıtlayıcı koşullar altında geçerlidir. Örneğin, risk faktörleri ve varlık sınıfları arasındaki ilişki zamanla sabit değildir.

ii. Hassaslık

Varsayımlardaki en ufak değişiklik sonuçta çok farklı varlık dağılımına sebep olabilir.

iii. Davranış

Yöneticilerin ve finansörlerin risk tercihleri fon pozisyonuna göre dönem içinde önemli ölçüde değişebilir.

iv. Borçlar

Piyasa dalgalandıkça, fon oranı kararsızlaşır ve fon ve likidite problemleri çok ciddi olabilir.

3.3. Belirli Katkı Planlarında Varlık Dağılımı

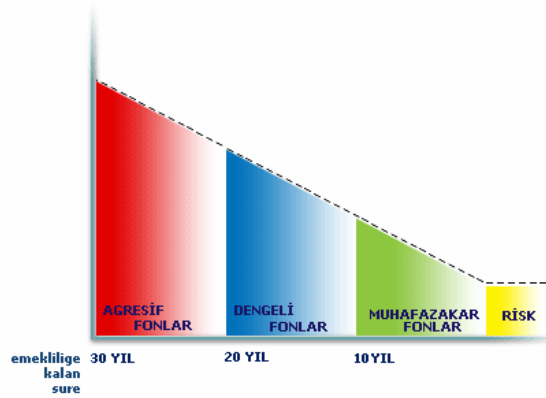
Varlık dağılımı belirlenmiş katkı planında (BKP) farklıdır. Üyelerin bireysel hesapları vardır ve yatırım kararları kendi ellerindedir. Dolayısıyla, varlık dağılımı kararları, üyelerin yaş, gelir, varlık durumu ve kişisel risk tercihlerine göre şekillenmektedir. Örneğin, iş veya gayri menkulden sabit geliri olan bir kişi gelecekte geliri belli olmayan

birine göre daha sert yatırım stratejisi izleyebilir.⁹(Inderst, G. (2004) “Constructing Your Allocation”, *IPE Insight Module 1*)

Yatırım kararları üyelere bırakılmış dahi olsa, BKP planı yöneticileri üyelerin seçimlerini etkileyecek kararlar verirler. Örneğin, üyelere sunulan yatırım seçeneklerinin sayısı ve tipi sınırlama getirdiği için üyelerin kararlarını etkileyecektir. Finansörler ve/veya plan yöneticileri üyelerin yatırımları ile ilgili bilgilendirme ve iletişimleriyle ilgili belli sorumluluklar taşırlar. Üyeler BKP varlık dağılımında zaman ufğunun farkında olmalıdırlar.

Grafik-7

Bireysel Yatırımcının Zaman Ufku



Kaynak: http://emeklilik.anadoluhayat.com.tr/emeklilige_yolculuk/tur2.asp (10.12.2006)

Grafik-7’de görüldüğü üzere, emekliliğe kalan süresi uzun olan genç kişilere yüksek risk kategorisine giren hisse senedi ağırlıklı yatırım araçları tavsiye edilirken, emeklilik yaşına yaklaşan katılımcılara riskin azaltılması tavsiye edilir. Ancak, bu konudaki finansal teori

kesin değildir. Son olarak, işyerinde düşük riskli seçeneğe eğilim ile yüksek riskli fonlar arasında yüksek frekanslı geçişler yapmak gibi iki uç noktada davranış görmek mümkündür.

Değişen ekonomiler, piyasalar, borçlar, yönetmelikler ve diğer koşullar sebebiyle; zaman, varlık dağılımında önemli bir boyuttur. Piyasadaki hareket; varlık dağılımı ağırlığının normal hedeflerinden saptığının göstergesidir. Emeklilik planlarının, aktif veya değişikliklere uyum sağlama yetisi olan dengeleme stratejisi olmalıdır. Buna ek olarak, daha sofistike dinamik varlık dağılım stratejileri vardır, bazıları “portföy sigortası” adı ile bilinirler.

İkinci önemli bir nokta da stratejik varlık dağılımının zamanla ayarlanması gerekmektedir. Teori bu ayarlanmanın nasıl ve ne zaman yapılması konusunda çok az bilgi vermektedir. Yeni trendlere ve anlayışlara daha kolay basamak uydurabilmek için çok sık değiştirilmesi konusunda sağlam argümanlar olmasına rağmen bazı tartışmalar kısa vadeli piyasa modalarına kapılmak gibi risklere karşı daha az değiştirmeyi savunmaktadır.

Pratikte, çoğu emeklilik planları varlık dağılımı gözden geçirilmektedir. İç uzmanlar veya dış danışmanlar tarafından yapılan VBM pratikleri, son zamanlarda birçok emeklilik planı esnek VBM güncellemesi sunmasına rağmen, genelde üç yılda bir tekrar edilir. Borç eşleştirme stratejileri de düzenli olarak gözden geçirilip yenilenmelidir.

4. EMEKLİLİK FONLARININ PERFORMANS ÖLÇÜLERİ

Portföy analizi ve performans ölçümünde amaç; karışık dataları anlamlı bilgiler haline getirmektir. Yatırımcılar birçok kaynakta pek çok bilgi ile karşılaşmakta ve bu durum çoğunlukla önemli bir noktanın atlanmasına sebep olmaktadır. Basitlik, açıklık, doğruluk ve hızın; açık ve kesin analiz ve anlamlı grafiklerle birleşimi performans ölçümünde kritik noktaların anlaşılmasında çok önemli yer teşkil etmektedir.¹⁰ (Berrie, F. (2004) “Helping clients understand their funds better”, *Russel/Mellon Performance Measurement and Attribution Papers*)

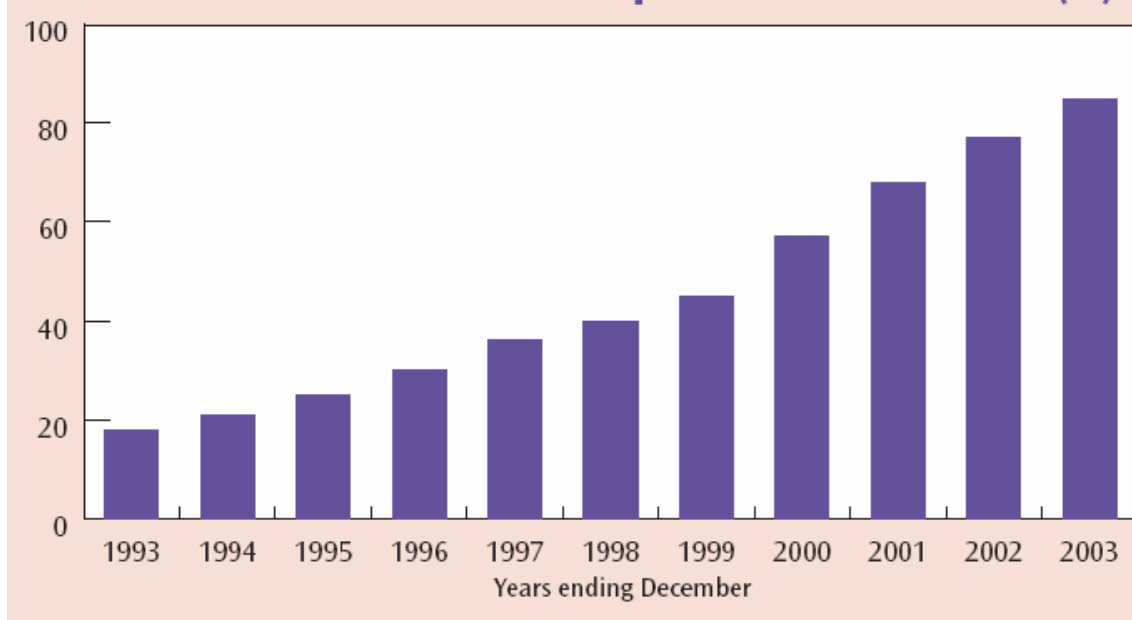
Yatırım analizinde amaç; performansa katkı sağlayabilecek etkenlerden hangilerinin yapıp, yapılmadığının anlaşılmasıdır. Yatırımcıların bu konsepti anlayabilmeleri ve gelecekteki yatırım kararlarını daha güvenle verebilmeleri için performans ölçüleri vardır.

Son zamanlarda emeklilik fonları, varlıkları ve borçları diğer fonlara benzemediğinden, grup karşılaştırmalarından uzaklaşmıştır. Yeni norm, danışmanlar ve müşterilerin fonun özel durumuna göre tasarladıkları göstergelerin olduğu, özelleştirilmiş karşılaştırmalı değerlendirme (Benchmark) dizinidir.

Grafik-8’de görüldüğü üzere, son zamanlarda karşılaştırmalı değerlendirmeye doğru bir trend görülmektedir. Fonların %85’i dizin bazlı karşılaştırmalı değerlendirme ile ölçülmektedir.

Grafik-8

Hedefe Dayalı Emeklilik Fonlarının Yüzdesi



Kaynak: Berrie, F. (2004) "Helping clients understand their funds better", *Russel/Mellon Performance Measurement and Attribution Papers*

Para birimi örtüşme stratejilerinin, türevlerinin, riskli yatırım fonlarının, risk sermayesi ve özel fonun belirmesi ile fonun bütün performansını tek bir rapor altında toplayarak bağımsız performans ölçümlerinin gereksinimi ve emeklilik fonları karmaşası biraz daha artmıştır. Bağımsız performans ölçümleri, Global Yatırım Performans Standartları (GYPS) uyumluluğu ile karıştırılmamalıdır. GYPS, yatırım performansının eşit oyun alanı olarak gösterilmesini sağlamak için ortaya çıkarılmıştır. Diğer yandan, bağımsız performans ölçümü emeklilik fonu varlıklarının harici kontrolünü sağlamaktadır.

Performans ölçümünün faydalı ve etkin olabilmesi için fonun amaçlarının sağlanıp sağlanmadığının ölçülebilir olması çok önemlidir. Genellikle, “düşük riskle maksimum getiri” veya “ilk dörtte birlik dilime girmek” gibi terimlerle ifade edilir. Bu, fon yöneticilerinin karar veren merciler olarak ne kadar etkili oldukları ve yatırım yöneticileri seçimi ile ne kadar değer kazanıldığı hakkında fikir vermektedir.

Olaya daha ayrıntılı bakacak olursak, nitelik analizi performans düşüklüğü ve performans fazlalığı kaynaklarını vurgular. Bu durum da performansın para birimi yönetimi, hisse senedi seçimi veya varlık dağılımı faktörlerinden kaynaklanıp kaynaklanmadığının belirlenmesini sağlar ve performansı etkileyen bireysel kararları gözler önüne serer. Bu bilgiler yöneticilerin başarı veya başarısızlıklarını anlamalarına ve yöneticilerin de yöneticilerinin değer katıp katmadıklarını görmelerine yardımcı olmaktadır. Çok önemli varlık dağılımı kararları yanlış yönetici veya yatırım tarzı seçimi ile gölgelenebilir. Bununla beraber yöneticilerin başarılı performanslarına karşılık karşılaştırmalı değerlendirme dağılımları üst düzey varlık dağılımında ciddi problemler çıkarabilir.

Emeklilik fonlarının karar verme süreçlerini anlamak için sorulması gereken önemli sorular vardır. Bunlar, en önemli amaçların ve bu amaçlara ulaşmak için verilmesi gereken belli başlı kararların neler olduğu, yöneticiler, danışmanlar ve yatırım yöneticileri arasında bu karar verme sorumluluklarının nasıl dağıtıldığı ve verilen kararların başarılarının nasıl ölçüldüğü gibi sorulardır.

Bütün emeklilik fonlarının karar verme süreçleri aynı değildir. Ancak, çoğu genel anlamda aynı kararlara varacaklardır. Özellikle fonun yapısının nasıl kurulacağı, dengeli, uzman veya endeks yöneticileri kullanılarak, hangi yöneticilerin seçileceği ve yöneticilere

hangi vekaletlerin verileceği gibi. Komplike karar verme tekniklerini uygulamak mümkündür, ancak, yatırım amaçlarını netleştirmek, karar verme prosesinin dökümünü yapmak ve bu kararların sorumluluklarını belirlemek çok daha verimli olacaktır.

Portföyün öncelikle yöneticiler tarafından verilen üst düzey varlık dağılımı kararlarını yansıtması için ana varlık sınıflarına ayrılması gerekmektedir. Varlık sınıfı içinde seçilen yöneticilere daha sonra karar verme süreci için başlangıç noktası ve başarı ölçümleri olarak bir hedef verilir. Bu yaklaşım yetkilerin varlık dağılımı kararlarını (özellikle yönetici sorumlulukları) ve hisse senedi seçimi kararlarını (özelikle yönetici sorumlulukları) açıkça yansıtmasını sağlayacaktır.

Bir üst adımdaki analiz, yöneticinin verilen hedefe göre performansını karşılaştıracaktır. Bu durum, dağılım kararları ve sadece seçim ile ortaya çıkacaktır. Bu yöntem bir kuruluş içindeki problemleri veya gelecek potansiyeli belirlemeye yardımcı olacaktır.

5. EMEKLİLİK FONLARINDA RİSK

Gelecekteki emeklilik fonları için bugünden varlık yatırımı yapmak finansal risk taşır.

Yatırımların riskli olmasına sebep birçok faktör vardır. Bu faktörler arasında enflasyondaki, faiz oranlarındaki ve ekonomik büyümedeki beklenmedik hareketler, ekonomiye olan güven, global politik yapının sağlamlığı bulunmaktadır.¹¹(Clunie, J. (2004)

“Risks in portfolios”, *University of Edinburg Finance Papers*)

Finansal sistemlerde; dışsallıklar, asimetrik bilgi ve monopollü piyasadaki bozukluklar risklerin üç ana çeşididir. Emeklilik fonları diğer finansal kurumlara göre daha farklı riskler taşır.

Emeklilik sözleşmeleri uzun vadeli ve bireyin varlığının büyük bir kısmını içerir. Ancak, emeklilik fonlarındaki varlıklar banka krizlerinde oluşan tipte bozukluk tehlikesini ortadan kaldırır. Asimetrik bilgi, emeklilik fonlarındaki hemen hemen en ciddi problemdir. Alıcı, bilgi yetersizliği dolayısıyla sahtekarlığa, dikkatsizliğe, yetersizliğe ve sağlayıcının adil olmayan davranışına karşı korunmasızdır.

5.1. Emeklilik Fonlarındaki Başlıca Riskler

Emeklilik fonlarındaki riskler 4 ana başlıkta toplanabilir. Bunlar;

5.1.1. Sistemik Olmayan Piyasa Riski

Her yatırımın özel bir riski vardır. Bu risk hisse senetleri için kalite yönetimi iken tahviller için tahvili verenin ödeme yapmama riskidir.

Portföy çeşitliliği yatırımların birbiri ile bağlantısı olmaması kaydıyla riski azaltacaktır. Çeşitlilik spesifik riski azaltacaktır ve böylece yatırımcının sadece sistematik veya çeşitlendirememesi riski olacaktır.

5.1.2. Sistemik (Çeşitlendirememesi) Piyasa Riski

Sistemik piyasa riski sadece kuşaklararası risk paylaşımı, zaman içinde yatırımcı getirilerinin birleştirilmesi ile azaltılabilir. Örnek olarak endeks tahviller veya devlet garantileri verilebilir. Yeni emeklilik sistemlerinin zorunlu yapısı devletin, yönetmelik esaslarına göre “şartlı” veya “tahmini” kamu sektörü borçları gibi teminatların ötesinde yeterli emeklilik sağlama sorumluluğunu taşıması anlamına gelmektedir.

5.1.3. Sistemik Risk

Bankalar çok fazla risk alıp likiditesini zayıflatırsa tüm finansal sistemin sağlamlığı riske atılmış olur. Bu sebeple, sağlam banka sistemi ve güvenli emeklilik sistemi birlikte çalışmalıdır.

5.1.4. Acenta Riskleri

Acenta riskleri yatırımları yöneten firmaların, yatırımcılara ücret karşılığı hizmet sunmaları halinde ortaya çıkmaktadır. Yatırımları yöneten firmalar, müşterinin adına ve müşterinin menfaatine çalışmakla yükümlüdür. Ancak, yönetici firmaların gelirini veya karlılığını yükseltme isteği bu vazife ile çelişmektedir.

Bu riskten kaçınmak için, fon yöneticisinin performansına bağlı olarak daha az veya daha fazla para kazanabileceği performans bazlı ödeme sistemi kullanılmaktadır.

Tablo-2

Emeklilik Fonlarında Yatırım Risklerinin Sınıflandırılması

Risk Çeşitleri	Örnek	Risk Azaltılması	Örnek	Yeni Risk Oluşumu
<i>Sistemik</i>				
<i>Olmayan Piyasa Riski</i>	Verimsiz	Portföy	Ülkelerarası	
	İşletme	Çeşitlendirmesi	Çeşitlendirme	
	Evrensel	Hükümet Riski	Enflasyon-Hisse	
<i>Sistemik</i>	Varlık Birim	Azaltıcı Politika	Senedine	
<i>Piyasa Riski</i>	Fiyatı	İzler	Endeksli	Police Riski
		Hükümet	Minimum	
		Garantisi	Emeklilik Maaşı	Acenta Riski
	Banka	Güvenli Mülkiyet	Sermaye	
<i>Sistemik Risk</i>	Krizleri	Esası	Yeterliliği	Police Riski
		Hükümet	Depozit	
		Garantisi	Sigortası	Acenta Riski
	Yanlış			
	Emeklilik			
	Sigortası	Güvenli Mülkiyet	Şahsi Yatırım	
<i>Acenta Riski</i>	Satışı	Esası	Limiti	Police Riski
		Hükümet		
	Ters Seçim	Garantisi	Telafi	Acenta Riski

Kaynak: Srinivas P.S, Whitehouse E and Yermo J. (2000), “Regulating Private Pension Fund’s Structure, Performance and Investments: Cross-country Evidence”, *World Bank Social Protection Discussion Paper Series no.0113*, p. 2,9

Tablo 2’de yatırım risklerinin fonlu, belirlenmiş katkı paylı emeklilik planlarını etkilemelerine göre sınıflandırılmaları verilmiştir. Ayrıca riskleri azaltmanın yöntemleri ve yaratılabilecek yeni riskler de gösterilmiştir.

5.2. Risklerin Ölçümü

- i. Risk ölçmenin çok kullanılan bir yolu belli bir zaman içindeki tarihsel getirilerin **standart sapmasını** hesaplamaktır. Örneğin, geçmiş 5 yıl içindeki bütün aylık getiri portföyü toplanır ve ortalaması ve yıllık standart sapması hesaplanır. Bu teknik geçmiş getirilerin kararsızlığını hesaplamada çok etkili bir yöntemdir.
- ii. Başka bir risk ölçüsü **beta**’dır. Portföye uygulanırsa sistematik riski yani portföydeki getirilerin piyasa getirilerine olan hassasiyetini ölçer. Bu da genelde geçmiş getiriler incelenerek gerçekleştirilir. Başka bir deyişle, uygun ilişkiyi tahmin edebilmek için belli bir süre zarfında portföydeki getiriler piyasa getirileri ile karşılaştırılır.
- iii. Bazı yatırımcılar kayıp riskine odaklanmayı tercih eder. **Kayıp yakalama oranı** gibi risk ölçüleri portföyün piyasa seviyesi düşümlerine olan hassasiyetini göstermektedir. Portföy getirileri hedef veya endeks getirilerinden farklı ise bu durumda hedef riski var demektir. Aktif olarak yönetilen fonların hedef riskleri vardır. Bu da takip hatası, yani portföy getirileri ve hedef getirileri arasındaki farkın standart sapması, olarak ölçülür.
- iv. **Riske maruz değer** başka bir risk değerlendirme tekniğidir. Ters hareketlerin boyutu ve olasılığının müşteri tarafından öğrenilme isteğini belirtir. Riske maruz değer olası portföy zararlarının tek, özet istatistikî ölçüsüdür. Riske maruz değer spesifik olarak normal piyasa hareketleri sonucu oluşan zararı ölçer. Riske maruz değer büyük zararlar

sadece küçük bir olasılıktan meydana gelir. Riske maruz değer, olası, uç noktadaki ters hareket incelemesi ile birlikte uygulandığında kayıp riski konusunu anlamak daha da kolaylaşır.¹²(Wilcock, A. (2004), "Risk measurement and control", *Russel/Mellon Research Papers*)

6. EMEKLİLİK FONLARINDA YATIRIM TEKNİKLERİ

Fon yönetimi insan gücü yerine bilgisayar teknolojisi kullanarak ölçülebilen bilgi üzerine yapılan sistemli ve disiplinli yatırım demektir. Son zamanlarda bilgisayarlar varlık değerleri ve temel muhasebe bilgileri, ekonomik trendler ve diğer faktörleri arasındaki ilişkiyi anlayabilmek için bilgi analizi yapmak için kullanılmaktadırlar.

Pasif, geliştirilmiş ve *aktif yönetimi* fon yönetiminin farklı çeşitleri olup risk ve beklenen getiri arasındaki istenilen ödünleşme cinsinden karakterize edilebilir. Bunun anlamı, kişinin alacağı risk ne kadar fazla olursa (veya verilen hedefle ilgili takip hatası) performansın potansiyelininde o kadar yüksek olmasıdır.¹³(Fernandes, R. (2004) “What is quantitative fund management?”, *Northern Trust Global Investment Discussion Papers*)

Tablo-3

Fon Yönetimi Stratejileri – Takip Hatası ve Amaçlar

Fon Yönetimi Çeşidi	Tipik takip hatası (%)	Amaç
Pasif	0-0.25	Hedef ile ilgili çok az veya sıfır risk ile hedef ile birlikte çalışmak
Geliştirilmiş	0.50-1.50	Hedefe göre daha az riskle hedeften biraz daha iyi çalışmak
Aktif	2.00 ve üzeri	Müşterinin getiri amacı ve risk toleransına bağlı olarak benchmark’ tan önemli ölçüde fazla çalışmak

Kaynak: Fernandes, R. (2004) “What is quantitative fund management?”, *Northern Trust Global Investment Discussion Papers*

6.1. Pasif Fon Yönetimi

Pasif fon yönetiminin amacı seçilen hedef ile uyumlu bir getiri sağlamak olmasına rağmen bunu başarmak için farklı yaklaşımlar vardır; kopyalama, tabakalı örnekleme ve optimizasyon.

6.1.1. Pasif Fon Yönetimi Metodolojileri

6.1.1.1. Kopyalama

Bu metodolojide, fon yöneticisi hedefteki bütün senetleri hedef ile aynı düzeyde tutar. Seçilen hedefe ve yetki boyutuna bağlıdır. Bu yöntem ticarete çok masraflı olan likit olmayan hisse senetlerini bile tuttuğu için son derece pahalı bir yöntemdir.

6.1.1.2. Tabakalı Örnekleme

Bu metodoloji bütün hisse senetlerini tutmadan hedef risk ve getiri özelliklerini eşleştirmeyi amaçlar. Hisse senetleri bazı özelliklere göre gruplandırılır ve portföydeki grup özellikleri hedeftekiler ile eşleştirilir.

Bu yöntem daha fazla likit portföy oluşturmasına ve işlem masraflarını azaltmasına rağmen boyut, sektör ve likiditeye göre bu kategorilerde hisse senedi seçmek gibi riskleri vardır. Diğer riskler ve belirli hisse senetlerini tutma sebepleri göz ardı edilir.

6.1.1.3. Optimizasyon

Optimizasyon da bütün hisse senetlerini tutmadan hedef risk ve getiri özelliklerini eşleştirmeyi amaçlar ve riskin çok boyutlu olduğunu varsayar ve portföy riskini hedef

riskine bütün boyutlarda mümkün olan en yakın şekilde eşleştirir. Bu metodoloji tabakalı örnekleme metodunun bir safha ilerisidir. Sayısal risk modeli hisse senetleri, endüstrileri, sektörler, hedef vs arasındaki ilişkiyi incelemek için hisse senedi seviyesine kadar iner. Bu da, hala daha likit bir portföy üretirken hedef riski ve getiri özelliklerini tabakalı örnekleme yönteminden daha yakından gösteren bir portföy oluşturacaktır.

PFY birçok sebepten dolayı seçilebilir. Örneğin;

i. Seçilen hedefe göre daha az risk almak isteyen risk karşıtı yatırımcılar. Fakat yine de varlık sınıfı olarak hisse senetlerinde belli bir risk mevcuttur.

ii. Aktif bir yönetici tayin ederek düşük performans riskini göze almak istemeyen yöneticiler. Örneğin, İngiltere’de Myners raporunun yayınlanmasından sonra bu konudaki sorumlulukları oldukça arttı.

iii. Risk eğrisinde ilerleyen (tahvilden çıkan) veya gerileyen (aktif hisse senedinden) yatırımcılar,

iv. Core/satellite yaklaşımının bir parçası olarak yatırımcı pasif ve aktif yetkileri birleştirir; pasif ‘core’ varlık yığımından oluşurken, daha yüksek alfa ‘satellite’ yetkileri uzman yöneticilere ya direk (örnek, eğer yatırımcının gerekli yönetici araştırması için danışmanı varsa veya plan bunu mevcut çalışanlarla yapacak kadar büyükse) ya da ‘yöneticinin yöneticisi’ yaklaşımı vasıtasıyla verilir.

v. Daha ucuz ücretler.¹⁴(http://www.hmtreasury.gov.uk/documents/financial_services, 21.02.2006)

6.2. Geliştirilmiş Fon Yönetimi

Geliştirilmiş fon yönetimi, amacı kesin aktif hisse senedi yönetiminden daha mütevazı bir marjla endeks aşmak olduğu için “endeks artı (index plus)” olarak adlandırılır. Tipik hedef aşma aralığı %0.5 ile %1.5 arasındadır. Ancak, aktif riskin benzer seviyeleri için hedeflenen yüksek performansı ışığında bilgi oranlarına fazla dikkat verilmektedir. Yani, belli bir yatırım stratejisinin verimini ölçen, alınan her bir risk için ortaya çıkan fazla getiri. Tipik hedef bilgi aralığı 0.5-1’dir.

6.2.1. Gelişmiş Fon Yönetimi Metodolojileri

Pasif yönetimde olduğu gibi istenilen gelişimi elde etmek için farklı metodolojiler uygulanabilir.

6.2.1.1. Nakit ve Vadeli İşlemler

Vadeli işlemler, nakit portföyünü aktif olarak yönetirken türetilen gelişim ile hisse senedi kazanmak için tutulur. Gelişim genellikle nakit portföyündeki süre ve kredi riskinden türetilir ancak hisse senedi yetkisinde çok uygun bulunmaz.

6.2.1.2. Temel Alfa Oluşumu

Geleneksel aktif hisse senedi yöneticilerinin görüşleri alınarak ve riski mümkün olduğunca azaltarak portföy oluşturulmasıdır. Geleneksel aktif hisse senedi araştırması bireysel firma analizine dayandığı için, hisse senedi sayısı limitlidir.

6.2.1.3. Sayısal Alfa Oluşumu

Sayısal model, risk kontrollü portföyü kurulurken belli risk sınırlamaları içerisinde hangi hisse senetlerinin ağırlıklı hangilerinin daha az kullanılmasına karar verilirken kullanılan bir yöntemdir. Risk sınırlı pozitif alfa hisse senetleri ağırlıkta, negatif alfa hisse senetleri az olduğu için, artan getiri fırsatlarını artıran daha fazla sayıda hisse senedini kapsar.

6.2.1.4. Olaya Dayalı/Hisse Senedi Dağılımı

Fon yöneticisi portföyü kurumsal devralma veya takas, vadeli işlem gibi hisse senedi değişim stratejileri gibi olaya dayalı stratejilerle örter. Bu gibi fırsatların çok fazla olması gerekir. Ancak, bu fırsatlar devresel olabilir veya tamamen ortadan kalkabilir buda potansiyel fazla getiriler üzerinde etki bırakır.

Yukarıda açıklanan sebepler gelişmiş endeksleme yetkileri için de kullanılabilir. Bu durumda yatırımcı daha fazla getiri için biraz daha fazla risk almaya hazırdır.

6.3. Aktif Sayısal Fon Yönetimi

Yatırımcılarla risk ve getiri amaçları ile ilgili etkin sınırdaki nerede olmak istedikleri hakkında yapılan tartışmaları içerir. Daha fazla getiri için daha fazla risk almak ve tam tersi gereklidir. İstenilen portföyü yaratmak için yapılması gerekenler gelişmiş sayısal yöntemle aynıdır ancak amaç daha fazla getiri olduğu için portföyde takip hatası daha yüksek olacaktır. (%2 ve yukarısı)

Bu gibi bir yetki için 3 potansiyel güç vardır:

i. Geleneksel aktif hisse senetlerine ek olmak,

ii. Farklı fon yönetimi stilleri kullanılarak çeşitlilik stratejisinin bir parçası olmak,

iii. Kantitatif çerçeveye dahil edilmiş ve sert ve disiplinli portföy oluşumuna ve risk kontrolüne maruz bırakılmış kamuya açık bilgilerin alındığına dair düşünce olmak.

İkinci bölümde 7 OECD ülkesindeki Bireysel Emeklilik Sistemi uygulamaları ile ülkemiz uygulamaları karşılaştırılacaktır.

II. BÖLÜM

OECD ÜLKELERİ ARASINDA KARŞILAŞTIRMALI ANALİZ

Tablo 4, içlerinde Türkiye'nin de olduğu 7 OECD ülkesi emeklilik sistemine genel bir bakış sağlamaktadır. Tabloda 4 ana bölüm vardır.

1. EMEKLİLİK SİSTEMİ

Bu bölüm bize plan tipleri ile ilgili bilgi vermektedir. BKP mi yoksa BÖ plan mı olduğu, plan özellikleri, gönüllü mü, zorunlu mu veya çalışan ve işveren katkılı karışımı olup olmadığı konularını gösterir.

İlk kolonda da göreceğiniz üzere, Fransa, Almanya ve Hollanda'da sadece BÖ plan varken diğer ülkelerde ya BKP ya da ikisinin karışımı vardır. Aslında BKP plana doğru bir trend vardır ve bunun sebebi de yaşlanan toplum problemi ve BÖ planını etkileyen düşük yatırım getirileridir. 5 ülkenin özel emeklilik sistemi gönüllüdür.

Ülkemizde BKP plan mevcuttur, bunda, ülkemizde daha önceki Birikimli Sigortaların düşük yatırım gelirlerinin toplum üzerinde yarattığı “düşük yatırım geliri” inancının kırılmasının amaçlanmasının etkisinin olduğunu düşünmek mümkündür.

2. VERGİLENDİRME

Bu bölüm katkı payı ödeme, yatırım ve emeklilik safhalarındaki vergi prensipleri ile ilgili bilgi vermektedir.

Sadece Almanya’da katkı payları vergilendirilir, diğer ülkelerde vergiler tamamen veya belli bir miktara kadar vergiden düşülür. Fon kazancı kolonuna baktığımızda 6 ülkenin bu kazançlara vergi uygulamadığını görürüz.

Ülkemizde ise diğer 6 ülke ile karşılaştırıldığında; katılımcılar açısından daha cazip vergi uygulamalarını görüyoruz. Bu kararın alınmasında, Bireysel Emeklilik Sistemine katılımı arttırmanın, böylelikle Bireysel Emeklilik Sisteminin ekonomiye yapacağı katkılardan en üst düzeyde faydalanılmasının amaçlandığı açıktır.

3. VARLIK LİMİTLERİ

Bu bölüm; hisse senedi, gayrimenkul, kurumsal tahvil, yatırım fonu, kredi ve banka mevduatı gibi önemli varlık tipleri hakkında bilgi verir. Türkiye’nin de içinde olduğu 4 ülkede kayıtlı hisse senedi için limit yokken, diğer 3 ülkede %30 ila %65 arasında değişen limitler vardır. Kayıtsız hisse senetleri için ise Türkiye, Fransa ve Almanya’da limit vardır.

Fransa ve Türkiye’de gayri menkule yatırıma izin verilmezken bu yatırım 3 ülkede limitsiz, diğer 2 ülkede de %25 ve %40 limiti vardır.

Kurumsal tahvillerde Almanya hariç limit yoktur. Almanya’daki limit de %50’dir.

Yatırım fonu limitleri minimum Türkiye’deki %10 ile maksimum Danimarka’daki %40 limit arasında değişmektedir.

Türkiye de dahil 3 ülkede kredilerde limit olup, diğer 4 ülkede limit yoktur. İngiltere’ de ise işveren kredilerine izin verilmemektedir.

Almanya ve Türkiye’de banka mevduatlarında sırasıyla %50 ve %10 limit vardır.

Ülkemizde varlık limitleri oluşturulurken, katılımcılara en üst düzeyde faydanın sağlanabilmesi, dolayısıyla, sisteme talebin daha fazla olması amacı güdülmüştür.

4. EMEKLİLİK FON VARLIKLARI MEVZUATI

Bu bölümde, emeklilik fonunun yatırım stratejisini kısıtlayan yönetmeliklerle ilgili bilgi verilmektedir. Çeşitlendirme, kendi kendine yatırım, mülkiyet sınırları, yabancı yatırım kısıtlamaları önemli başlıklardır.

Kendi kendine yatırım sadece Danimarka yasaklanmış olup, diğer 6 ülkede %2 ile %33 arasında limit getirilmiştir.

Diğer kantitatif kurallar başlığı varlık limitlerinin özetidir.

Sadece Danimarka ve Almanya’ da para birimi eşleştirmesi bazı limitler dahilinde mecburidir.

Türkiye, Danimarka, Almanya ve Fransa’da yabancı yatırımlara çeşitli oranlarda limit getirilmiştir. İngiltere, ABD ve Hollanda’da yabancı yatırımlara kısıtlama getirilmemiştir.

Ülkemizde fon varlıkları mevzuatı şekillendirilirken, diğer OECD ülkelerine kıyasla yabancı yatırımlarda daha muhafazakar bir tutum sergilenmiştir.

Diğer OECD ülkelerinde uygulanan Bireysel Emeklilik Sistemi ile ülkemizdeki uygulamaları karşılaştırdığımızda, ülkemizdeki amacın, öncelikle sisteme dahil olmayı özendirme olduğunu görüyoruz. Bu amacın altında yatan sebeplerden en etkili olanının

ise; sistemin ÷lkemizde henüz yeni uygulanmaya başlaması nedeniyle gerek katılımcı adedinin gerekse ve özellikle fon büyüklüğünün istenilen düzeye en kısa zamanda gelmesinin olduğunu görüyoruz.

Bir sonraki bölümümüzde ÷lkemizde uygulanan Bireysel Emeklilik Sistemine, sisteme ait sayısal verilere ve bu veriler ışığında sistemin gelişimine, yatırım fonlarına olan etkilerine değinilecektir.

Tablo – 4

OECD Ülkeleri Arasında Karşılaştırmalı Analiz

Ülkeler	Emeklilik Sistemi		Vergilendirme			Varlık Limitleri					Emeklilik Fon Varlıkları Mevzuatı						
	Tipi	Özellikleri	Katki Payları	Fon Kazançları	Ödemeler	Hisse Senedi	Çayrimenkul	Kurumsal Tahvil	Yatırım Fonları	Krediler	Banka Mevduatları	Minimum çeşitlendirme gerekliliği	Kendi kendine yatırım/	Diğer kantitatif kurallar	Mülkiyet limitleri	Para birimi eşleştirme	Yabancı yatırımlar a direct limitler
Danimarka	BKP	Gönüllü	Katki payları %8 oranında vergilendirilir, ancak limitli kesinti mevcuttur.	Enflasyonun üzerindeki kazançlar %3.5 oranında vergilendirilir	Vergiyeye tabi	40 %	40 %		40 %			İzin verilmez	- yüksek riskli varlıklarda, yerli/yabancı hisselerde ve listelenmeyen hisse senetlerinde 40% limit - gayrimenkul ve yatırım fonlarında 40% limit - iş borçlanmada minimum 60%		Minimum 80% AB para birimleri için borçların en fazla %50'si	20% limit	
Fransa	BÖ	Zorunlu	Vergi düşülebilir	Vergisiz	Vergiyeye tabi	Kavulu 65 % Kavutuz 0,5 %	0 %	Limitsiz		10 %		33% limit	AB devlet tahvilleri cinsinden Minimum 30%				
Almanya	BÖ	Gönüllü	Vergiyeye tabi	Vergisiz	Tahviller kısmen vergiyeye tabidir, götürü ödemeler vergiden muafır	Kavulu 30 % Kavutuz 10 %	25 %	50 %	30 %	- Mortgage 50 % - Diğer 50 %	Aynı kuruluş tarafından ise maksimum 5% devlet kredilerinin, banka mevduatlarının ve mortgage tahvillerinin %30'u hariç	İzin veriliyor ancak %2 ile kısıtlı	Ana limitler: - 25% gayri menkulde - 30% kayıtlı hisse senedinde (10% kayıtsızda). - 50% tahvilde - 30% yatırım fonunda - 50% mortgage ve diğer kredilerde - 50% banka mevduatlarında	Limitsiz	Evet, %80	- 30% AB hisse senedi - 25% AB gayrimenkul - 6% AB dışı hisse senedi - 5% AB dışı tahvil	
Hollanda	BÖ	- çalışanlar için zorunlu - işverenler için zorunlu (toplam pazarlık anlaşması altında)	Vergi düşülebilir	Vergisiz	Vergiyeye tabi	Limitsiz	Limitsiz	Limitsiz	Limitsiz	Limitsiz	Limitsiz	Çeşitlilik gereklidir ancak sayısal kurallar yoktur.	%5'e sınırlı	Kısıtlama yok	Yok	Yok	Yok
İngiltere	BÖ,BKP	Gönüllü	Bazı kısıtlamalar dahilinde vergilendirilir	Vergisiz	Vergiyeye tabi	Limitsiz	Limitsiz	Limitsiz	Limitsiz	İşveren kredileri hariç	Limitsiz	Çeşitlilik ve uygunluk için genel gereklilikler	İşveren bazında yatırımlar %5 ile kısıtlıdır	Sayısal portföy kısıtlaması yoktur	Yok	Yok	
ABD	Fonlu BÖ,BKP	Gönüllü	Bazı kısıtlamalar dahilinde vergilendirilir	Vergisiz	Vergiyeye tabi	Limitsiz	Limitsiz	Limitsiz	Limitsiz	Limitsiz	Limitsiz	Çeşitlilik için genel gereklilikler	DB planın %10'una kısıtlı	Yok	Belli bir kural yok	Yok	
Türkiye	BKP	Gönüllü	Bazı kısıtlamalar dahilinde vergilendirilir	Vergisiz	Bazı maaş/yatırımlar hariç vergiyeye tabi	Kavulu limitiz Kavutuz 0 %	0 %	Limitsiz	10 %	10 %	10 %	Kamu borçlanma araçları hariç aynı kuruluştan maksimum %10	İzin veriliyor ancak %20'ye kısıtlı	- katkı paylarının minimum %30'u minimum %80'ini devlet tahvillerine yatırım yapan emeklilik fonlarına yatırım yapılmalı - Maksimum %5 risk sermayesi yatırım fonları tarafından verilen hisse senetlerine yatırım yapılabilir	sermaye grubu tarafından verilen para veya sermaye piyasası araçları	Yok	%15'e kısıtlı

Kaynak: OECD (2003) *Insurance and Private Pensions Compendium For Emerging Economies, Book 2*

OECD (2003) *Survey of Investments Regulation of Pension Funds*

III. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ ve YATIRIM FONLARINA

ETKİSİ

1. GENEL ANLAMDA BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ

Türkiye' deki özel emeklilik sistemi gönüllü bireysel tasarrufların ve işverenin emeklilik sebebiyle bireysel emeklilik hesabına yaptığı katkı paylarının ek emeklilik veya emeklilikte toptan ödeme almak için biriktirilmesidir. Sistemin amacı emeklilik risklerini çeşitlendirmek ve bireysel emeklilik tasarruflarını emeklilik kazancının artması için sisteme yönlendirmektir. Tamamen gönüllü (hem bireyler hem de işverenler için), emeklilik yaşının 56 olduğu fonlu belirli katkı sistemidir.

Ayrıca para politikasının gelişimi için Türk ekonomisinin önemli noktalarından biri olan kamu finansındaki boşluğu doldurmak için uzun vadeli kaynak oluşturarak sermaye piyasası gelişiminde önemli rol oynar. Uzun vadede, sistem özel sektörün kredi kapasitesinin genişlemesine ve yatırımları destekleyerek istihdam yaratılmasına yardımcı olacaktır.

Katkı payları biriktirilecek, bireysel emeklilik hesaplarına yatırılacak, emeklilik kazançları katkı payı seviyesine ve yatırım getirilerine bağlı olacaktır. Emeklilik firmaları, pazar hareketlerinden ve katkı payı toplanmasından sorumlu iken portföy yönetimi firmaları, katılımcı tarafından her gün emeklilik firması internet sitesi veya SYS veya Takasbank üzerinden takip edebileceği tasarruf hesaplarını yönetir.

1.1. Sorumluluklar

1.1.1. Emeklilik Şirketi

Emeklilik şirketi¹⁵(<http://www.egm.org.tr>, 21.02.2006) temel olarak emeklilik ürünlerini satar, katkı payları toplar ve bu katkı paylarını fona yatırır. Şirket varlık yönetim şirketinin, portföyü, şirketin genel fon yönetimi stratejisi ile aynı çizgide yönetmesini sağlar.

Diğer ana sorumlulukları;

- i.** Bireysel emeklilik hesaplarına ait günlük bilgilere ulaşılmasını sağlamak,
- ii.** Fon veya fonların performansı ve mali tabloları gibi konularda katılımcıları bilgilendirmek,
- iii.** Şirketin ve fonların iç denetimini sağlamak,
- iv.** Emeklilik faaliyetlerinin sürekliliği ve fon varlıklarının korunmasını sağlayacak tedbirleri almak,
- v.** Gerek fonlar gerekse şirketle ilgili bilgilerin gerekli kişi ve kuruluşlara zamanında ulaştırılmasını sağlamak da şirketin sorumluluğundadır.

Tablo-5

Emeklilik Şirketinin Denetimi

DENETİM YAPAN	HANGİ SIKLIKTA
HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI	YILDA BİR KEZ
AKTÜER DENETİM	YILDA BİR KEZ
EMEKLİLİK GÖZETİM MERKEZİ	GÜNLÜK
BAĞIMSIZ DENETİM	EN AZ YILDA BİR KEZ
İÇ KONTROL	SÜREKLİ

1.1.2. Portföy Yönetim Şirketi

Portföy yönetim şirketi¹⁶(Price Water House Coopers, (2003) “*Turkey, Private Pension System Guide*”) emeklilik fonları portföyünü sermaye piyasaları ve portföy yönetim anlaşmasına göre yönetmekle sorumludur.

Emeklilik şirketi tarafından alınacak portföy yönetim hizmeti ile ilgili koşullar, anlaşmada belirtilmiştir. Portföy yönetim anlaşmasının SPK tarafından onaylanması zorunludur.

Emeklilik şirketi, fon portföyünün yönetimi için birden fazla portföy yönetim anlaşması yapabilir. Dahası, portföy yöneticisi emeklilik şirketinin izni ile başka bir portföy yöneticisi ile de anlaşma yapabilir.

Portföy yöneticileri portföyü Bireysel Emeklilik Kanunu, Sermaye Piyasaları Kanunu, emeklilik anlaşması, iç tüzük ve diğer yönetmelik hükümleri çerçevesinde yönetmekle sorumludur.

Aşağıda sermaye piyasaları yönetmeliğine göre portföy yönetimi ile ilgili kısıtlamalar verilmiştir:

i. Yönetici sorumluluğundaki her bir fonun menfaatini korumak zorundadır. Yönetici yönetimindeki fonda karışıklık fon veya müşteriye zarar verebilecek işlemlerden kaçınmalıdır.

ii. Yönetici fon portföyü için piyasa değerinin üzerinde varlık alamaz ve fon portföyünden piyasa değerinin altında varlık satamaz.

iii. Borsada yapılacak varlık alım ve satımlarının, borsada yapılması zorunludur.

iv. Yönetici kendi veya üçüncü bir kişinin çıkarı için fon portföyünden varlık alım ve satımı yapamaz. Yönetici, fon adına sipariş verirken dikkatli ve tedbirli olmak zorundadır. Fon adına yapılan alım ve satımlarda portföy yönetimi anlaşması ve kurucu tarafından alınan kararlar tarafından belirlenen genel fon stratejileri uygulanır.

v. Fon portföyünden yapılacak önceden belirlenmiş getiri miktarı ile ilgili yazılı veya sözlü garanti verilemez.

vi. Fon yönetiminde portföy yöneticilerinin yeterli gayret ve tedbiri göstermemeleri veya portföy yönetimi ile ilgili SPK prensiplerini ihlal etmeleri halinde veya finansal yapının çöktüğü belirlenirse şirket portföy yönetimi anlaşmasını feshetmeye ve başka bir portföy

yöneticisi ile SPK tarafından onaylanmış portföy yönetimi anlaşması yapmaya yetkilidir. Bahsedilen durumlarda SPK da portföy yöneticisinin değiştirilmesini talep edebilir.

1.1.3. Saklayıcı

Türkiye’de saklayıcı Takasbank olup fon varlıklarının muhafaza edilmesi ve fon nominal değerinin bireysel hesaplarda tutulmasından sorumludur.

Diğer belli başlı sorumlulukları ise¹⁷(<http://www.egm.org.tr>, 21.02.2006);

- i.** Fon portföyünün değeri ve birim değeri hesaplamalarının kontrol edilmesi,
- ii.** Emeklilik şirketi tarafından beyan edilen birim miktarlarının hesaplamalarının kontrol edilmesi,
- iii.** Fon hesaplarından gerçekleşen ödeme ve transfer işlemlerinin kontrol edilmesi,
- iv.** Emeklilik fonu hakkında portföy yöneticisi ve emeklilik şirketine elektronik ortamda sürekli bilgi akışının sağlanmasıdır.

1.1.4. Emeklilik Gözetim Merkezi

4632. kanun gereği Hazine Müsteşarlığı bireysel emeklilik sisteminin güvenli ve verimli bir şekilde işlemesi ve katılımcıların menfaatlerini koruması için “Emeklilik Gözetim Merkezi”ne (EGM) yetki verdi. Kendi kendini düzenleyen e-idareli uygulama olarak EGM Türk Hazinesi adına sistem içindeki şirketlerin günlük elektronik gözetimi için doğru bilgi üretmek amacı ile kurulmuştur.

Kuruluş 10 Temmuz 2003 tarihinde 1.7 milyon dolar sermaye ile hissedarlar tarafından tamamlanmıştır. Merkez hissedarlarından biri sermayedeki küçük hissesi ile Başbakanlık Hazine Müsteşarlığıdır, diğer hissedarlar ise 11 tane sermayedeki eşit hisseleri ile emeklilik şubesi olarak çalışma lisansları olan emeklilik şirkettir, bu şirketler ise; Ak Emeklilik, Anadolu Hayat Emeklilik, Ankara Emeklilik, Aviva Hayat & Emeklilik, Başak Emeklilik, Fortis Emeklilik & Hayat, Garanti Emeklilik & Hayat, Koç Allianz Hayat & Emeklilik, Oyak Emeklilik, Vakıf Emeklilik, Yapı Kredi Emeklilik' tir.

EGM, ana kontrol mekanizması olarak aşağıdaki görevleri yerine getirmekle yükümlüdür;¹⁸(<http://www.egm.org.tr/faaliyet.asp>, 21.02.2006)

i. Gözetim ve Denetim Alt Yapısını Oluşturmak ve İşletmek

i.a. Belirlenmiş katkı esasına dayanan portföy yönetimi sürecinde katılımcıların hak ve menfaatlerinin azami düzeyde korunması ve bireysel emeklilik hesaplarındaki birikimlerine, hatalı bilgilendirme, kötü yönetim veya suistimal sonucu zarar verilmesini önlemek amacıyla yetkili kamu otoritelerine ve yargı mercilerine bilgi ve belge temini,

i.b. Özellik gösteren risklerin gerçekleşmesi halinde emekliliği derhal veya erken başlatmak üzere tasarlanmış bireysel emeklilik ürünlerinin, kamu otoritesince tasdik edilmiş biçime uygunluğunu gözetme ve aykırılıkları yetkili kamu otoritelerine bildirilme,

i.c. İş akışlarının mevzuatta tanımlanmış süreler içinde ve emeklilik sözleşmelerinde belirlenen koşullara uygun gerçekleşmesini gözlemleme, ve sonuçlarını Müsteşarlığa bildirim,

i.d. Müsteşarlık ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, hazırlanma esas ve usulleri belirlenen bilgi, belge ve tabloların oluşturulmasını sağlamak üzere ve söz konusu bilgilerle sınırlı olmak kaydıyla gerektiğinde, emeklilik şirketlerinin veri tabanlarına erişip kaynakta doğrulama çalışması işlemlerini de yapacak günlük gözetim ve denetim alt yapısı oluşturmak ve işletmektir.

ii. İletişim Alt Yapısı Oluşturmak ve İşletmek

ii.a. Bireysel emeklilik sisteminde oluşacak verilere yönelik standartlaştırılmış veri tabanı kayıtlarını saklamak,

ii.b. Emeklilik şirketleri arasında bireysel ve gönüllü olarak veya kamu otoritelerince zorunlu görülmesi halinde portföylerinde bulunan emeklilik hesaplarının tamamını veya belirli kriterlere uyan bir kısmını devretmeye yönelik bilgilerin güncel olarak ilgili kamu kurumlarına verilmesini temin edecek teknolojik altyapıyı oluşturmak ve işletmek, kamu otoritesince verilen karar üzerine yetki verilmesi halinde bunların başka emeklilik şirket/şirketlerine devri işlemlerini sağlamak,

ii.c. Sistemin şeffaflığının sağlanmasına yönelik Müsteşarlığa ve/veya şirketlere önerilerde bulunmak, bu konudaki görüşleri gerektiğinde ayrıca Müsteşarlığa bildirmek ve katılımcıların, katkılarının ve yatırım talimatlarının takibini muhtelif şirket ve fonlarda da olsa konsolide olarak yapabilmelerini sağlamaktır.

iii. Tarafsız Bilgilendirme Yapmak ve Katılımcı Şikayetlerini Yönlendirmek

iii.a. Tarafsızlık ilkesi çerçevesinde, bireysel emeklilik sisteminin işleyişi; yatırım alternatifleri; emeklilik şirketlerinin ve portföy yönetim şirketlerinin standart kriterlere göre belirlenen performansları hakkında, katılımcıların ve katılımcı adaylarının bilgilendirilmesini sağlamak,

iii.b. Emeklilik sözleşmesinin uygulanmasında ilgili kişilerin emeklilik şirketlerince tatmin edici biçimde sonuçlandırılmamış şikayetlerini yazılı veya kayda alınmış şifahi başvuruları üzerine tarafsız ve objektif şekilde incelemek, taraflar için zorlayıcı nitelik taşımayan tavsiyelerde bulunmak; uzlaşamama halinde şikayet doğrultusunda ilgili kamu birimlerini bilgilendirmek, şikayetlere ilişkin istatistik oluşturmaktır.

iv. Özel Nüfus Katmanı İstatistikleri Üretmek ve Sistem İşleyiş Analizleri Yapmak

iv.a. Genel nüfustan farklı mortalite ve morbidite değerlerine sahip bireysel emeklilik sisteminde yer alan katılımcılar kümesine ait demografik parametreleri, sürekli ölçüm prensibi ile izleyerek, katılımcıların, fon biriktirme döneminde ve yaşadıkça düzenli emeklilik geliri alma döneminde kullanılacak güncel ve projektif istatistiksel tablolar üretmek,

iv.b. Emeklilik şirketlerinin talebi halinde, güncel ve/veya geleceğe dönük standart ürün karlılık testleri hazırlamak; ürün bazlı yükümlülük karşılama projektif yeterliliklerini, pazarlama performanslarına bağlı ek gereklilikleri ve diğer aktüaryal rasyoları takip etmek,

iv.c. Katılımcıların tercihlerinin analizinden yola çıkarak kamu kesimi tarafından ihraç edilecek uzun vadeli yatırım enstrümanlarının tespitine yardımcı olacak analizler yapmak,

iv.d. Bireysel emeklilik sistemine ilişkin ileriye yönelik modelleme ve analizler yapmaktır.

v. Ortak Hizmetler Arz Etmek

Sistem maliyetlerini asgariye indirmek amacıyla emeklilik şirketlerinin ortak tanıtımını ve benzeri ortak hizmetlerin organizasyonunu gerçekleştirmek, bireysel emeklilik aracılara ve emeklilik şirketleri personeline yönelik bilgisayar destekli yerinde ve uzaktan elektronik eğitimler sunmaktır.

vi. Bireysel Emeklilik Aracıları Sınavını Gerçekleştirmek ve Sicil Kaydını Tutmak

Müşterilik tarafından yetkilendirildiği takdirde bireysel emeklilik aracuları sınavlarının elektronik ortamda yapılmasına, aracılar sicilinin tutulmasına, güncelleştirilmesine ve bireysel emeklilik aracılığı faaliyetlerinin elektronik ortamda kontrolüne ilişkin alt yapıyı oluşturmak ve işletmektir.

1.2. Özel Emeklilik Hesabı

Her katılımcı için emeklilik şirketi adı altında bireysel bir hesap açılır. Katılımcılar farklı emeklilik şirketlerinde iki veya daha fazla emeklilik hesabı açabilirler. Emeklilik için katkı payı süresi hesabında katılımcının her bir emeklilik hesabı göz önüne alınır. İşverenin katkı payıları da alt hesaplardan takip edilir.

1.3. Özel Emeklilik Planı

Emeklilik şirketleri tarafından hazırlanan planlar Hazine Müsteşarlığı onayına tabidir. Plan, sözleşme uygulama prosedürlerinin belirlenmesinde kullanılan teknik noktaları içerir.

1.4. Emeklilik Sözleşmesi

Özel emeklilik sözleşmesi bireyler ve sisteme girecek emeklilik şirketi arasında imzalanır. Özel Emeklilik Sistemi ile ilgili yönetmelik altında ana katılımcı ile birlikte emeklilik katkı paylarına kısmen veya tamamen katkıda bulunanlar da ana katılımcıya bağlı olarak emeklilik sözleşmesi taraflarından sayılır.

Emeklilik sözleşmesi, emeklilik planı ile ilgisi olanlar, katılımcının hak ve yükümlülükleri, katkı payı ve emeklilik koşulları, masraflar ve ilgili hesaplamalar arasındaki konuları kapsayan kılavuz görevi görmektedir.

1.5. Katılımcının Hakları

Ülkemizde katılımcı haklarını 7 ana başlık altında toplayabiliriz. Bunlar;

1.5.1. Emeklilik Şirketleri Arasında Transfer

Özel emeklilik hesabı ve ilgili belgelerin bir emeklilik şirketinden diğerine transferi sadece yılda bir kere yapılabilir.

1.5.2. Fon Düzeninin Değişimi

Özel emeklilik hesabındaki katkı payları ve fonların düzeni yılda dört kez değiştirilebilir.

1.5.3. Plan Değişikliği

Emeklilik sözleşmesinde belirtilmişse aynı şirketin farklı emeklilik ürünleri arasında değişim mümkündür. Eğer bir şirketin birden fazla emeklilik planı varsa bu ürünler arasında değişim yapılabilir.

1.5.4. Katkı Payı Ödemelerinin Durması

Katılımcı emeklilikten önce herhangi bir zamanda katkı payı ödemeyi bırakabilir. Kesintinin emeklilik sözleşmesi koşullarına uyması halinde katılımcı sisteme ilk katılımından dolayı oluşan emeklilik haklarını kaybetmez. Kesinti süresine bağlı olarak katılımcının minimum katkı payı ödemelerinin yapılması durumunda emeklilik için gereken sürenin hesaplanmasında katılımcının sisteme ilk giriş tarihi göz önüne alınır. Ancak, emekliliğe uygunluğun değerlendirilmesinde kesinti süresinin hesaba katılması için bu süre zarfında yönetim masrafları ve fon yönetimi ücretleri kesilmeye devam edecektir.

1.5.5. Sistemden Çıkış

Vergi prosedüründe belirtilen kısıtlamalar ile sistemden çıkmak mümkündür.

1.5.6. Mecburi Sebeplerden Dolayı Sistemden Çıkış

Katılımcının sözleşme süresi içinde vefat etmesi halinde varisleri bireysel emeklilik hesabındaki birikimlerin ödenmesini talep edebilir. Ayrıca, sözleşme süresi içinde daimi sakatlık durumunda katılımcı kendi bireysel emeklilik hesabındaki birikimlerini çekme talebinde bulunabilir.

1.5.7. Emeklilik Opsiyonları

Emekliliğe hak kazanan katılımcılar birikimlerini tek bir ödeme olarak veya belli bir kısmını veya ömür boyu ödeme sözleşmesi şartları altında maaş olarak talep edebilir. Dolayısıyla, emeklilikte katılımcı birikimlerin bir kısmını tek bir ödeme olarak veya ömür boyu ödeme sözleşmesi (bu sözleşme hayat sigortası lisansı olan bir şirket veya hayat sigortası şirketi ile yapılabilir) ile maaş olarak tercih edebilir.

Katılımcı tercihini emeklilik şirketine yazılı olarak bildirir. Katılımcının tercihi ne olursa olsun emeklilik şirketi birikmiş fonları ilgili şirkete transfer eder veya yazılı bildirimini takiben yedi iş günü içinde hiçbir kesinti yapmadan katılımcıya öder. Şirket transfer veya ödeme ile ilgili görevlerini zamanında yerine getirmezse hesap yedinci günün sonunda otomatik olarak borcu ödemedi konumuna girer. Böyle bir durumda fonun son ayındaki getirinin iki katından fazla olmayacak şekilde aylık faiz uygulanır.¹⁹ Price Water House Coopers, (2003) *“Turkey, Private Pension System Guide”*)

1.6. Vergi Teşvikleri

Vergi teşviklerini 3 ana başlık altında toplayabiliriz. Bunlar;

1.6.1. Katkı Payı Ödemeleri

- i.** Yıllık asgari maaş üzerinden brüt maaşın %10'una kadar olan katkı payları gelir vergisinden düşülebilir.
- ii.** Çalışan adına iş veren tarafından ödenen katkı payları brüt maaşın %10'una kadar işverenin kurumsal vergisinden düşülebilir.
- iii.** Toplam katkı payı (çalışan ve işverenin) brüt maaş veya yıllık asgari ücretin %10'unu geçemez.

1.6.2. Yatırım Safhası

- i.** Emeklilik fonlarının yatırım geliri vergiden muaftır.
- ii.** Karşılıklı emeklilik fonu kurulmasında damga vergisi yoktur.
- iii.** Emeklilik sistemindeki işlemlerde vergi yoktur.

1.6.3. Emeklilik

- i.** Emeklilik sermayesinin %25'i vergiden muaftır. Geri kalanı %5 vergiye tabidir.
- ii.** 10 sene boyunca katkı payı ödeyen ancak emekliliğe hak kazanmadan sistemden çıkan kişi (56 yaşından önce) toplam sermayenin %10'una denk gelen stopaj vergisine tabidir.

iii. Emekliliğe hak kazanmadan (10 yıldan veya 56 yaşından önce) sistemden çıkan katılımcıların toplam sermayesi %15 stopaj vergisine tabidir.

1.7. Masraflar ve Ücretler

Özel Emeklilik Sistemi Mevzuatına göre katılımcının katkı paylarına aşağıdaki masraf ve ücretler uygulanır veya emeklilik sözleşmesinde masraf ve ücretlerin açıkça belirtilmesi üzerine emeklilik fon varlıklarından kesinti yapılır.

Tablo-6

Sistemdeki Masraf ve Ücretler

Ücret	Tanım	Masraf Metodu	Limit
GİRİŞ ÜCRETİ	Her bir emeklilik hesabı için sisteme girişte	Çıkış tarihine ertelenebilir veya taksitle alınabilir	Aylık Asgari Ücret
YÖNETİM ÜCRETİ	İdari Masrafları karşılamak için	Katkı paylarından alınır	8%
FON YÖNETİMİ ÜCRETİ	Fon yönetimi masrafını karşılamak için	Her fonun net varlık değeri üzerinden	1/10,000 (günlük) 3,72% (yıllık)

Belirtilen masraflar dışında emeklilik şirketi katkı paylarının kesintisi durumunda veya emeklilik sözleşmesinde tanımlanmayan özel hizmetler karşılığında katılımcının fon hesabından gerekli miktarda fon kesintisi ile aylık asgari ücretin %25'ini geçmeyecek şekilde yönetim masrafı alabilir. Ayrıca, kredi kartı kullanımı veya diğer ödeme şekillerinden kaynaklanan masrafların karşılanması için piyasa fiyatını aşmayacak şekilde yönetim masrafı alınabilir.

1.8. Mevzuat

1999 yılında Türk özel emeklilik kanun taslağı hazırlanmış ve Ekim 2001 yılında hükümet tarafından onaylanmıştır. Ancak, Türk Özel Emeklilik sisteminin yasal ve kuruluş çerçevesi 2002 yılında tamamlanmıştır.

Özel Emeklilik Kanunu (4632 numaralı kanun) 4 Nisan 2001 tarihli Resmi Gazetede yayınlandı ve 7 Ekim 2001 tarihinden beri yürürlükte. Özel emeklilik sistemi bahsi geçen kanun ve Hazine Müsteşarlığı ve Sermaye Piyasaları Kurulu tarafından 2002 yılında yayınlanan ilgili yönetmelikleri ile düzenlenir.

Yukarıdakilere ek olarak, vergi kanunları da emeklilik sistemi ile uyumlu hale getirilmek üzere 4697 numaralı kanun altında değiştirilip 28.06.2001 tarihinde resmen ilan edilmiştir.

2. EMEKLİLİK FONLARI

Emeklilik fonları Bireysel Emeklilik Yasası tarafından, katılımcılar adına emeklilik fon sözleşmesi çerçevesinde toplanan ve bireysel emeklilik hesaplarında gözetilen katkı paylarının risk ve inanlı mülkiyet çeşitliliği ile fon yönetimi amacı ile oluşturulmuş varlıklar olarak tanımlanır.

Bireysel Emeklilik Sistemi katılımcıları için tasarlanmış emeklilik fonları açık uçludur. Bunun anlamı fon miktarının bireysel katkı paylarına paralel olarak artacağıdır.

Yatırım fonlarının yasal bir kişiliği yoktur ve varlıkları kurucudan ayrıdır. Emeklilik yatırım fonlarının varlıkları bireysel emeklilik işlemleri, Bireysel Emeklilik Kanunu ve Sermaye Piyasaları mevzuatından çıkan kurucunun görev ve taahhüt sorumlulukları hariç başka bir amaç için kullanılamaz. Sermaye Piyasaları mevzuatına göre yatırım fonlarının varlıkları rehin tutulamaz veya teminat gösterilemez ve üçüncü şahıslar tarafından el konulamaz.

Mevzuatta belirlenenler dışında fon varlıklarından masraf yapılamaz. Buna yasal ücretler ve masraflar, saklayıcı ücretleri, kredi faizleri, portföy yöneticisine ödenecek portföy yönetim ücretleri, ticaret komisyonları, bağımsız denetim ücretleri, fona ilgili vergiler ve SPK tarafından onaylanan diğer masraflar dahildir.

10.05.2002 tarihinde SPK fon tiplerini ve özel emeklilik hesaplarının katkı payları için oluşturulacak yatırım limitlerini açıklamıştır. (Fon Tipleri ile ilgili 2002/646 sayılı ve 10.05.2002 tarihli Sermaye Piyasaları Kurulu Kararnamesi)

Tablo - 7

Fon Tipleri

GELİR AMAÇLI	BÜYÜME AMAÇLI	PARA PİYASASI	KIYMETLİ MADENLER FONLARI	İHTİSASLAŞMIŞ FONLAR	DİĞER
HİSSE SENEDİ FONU	HİSSE SENEDİ FONU	LİKİT FON - KAMU SEKTÖRÜ	KIYMETLİ MADENLER FONLARI	YABANCI ÜLKE FONU	DENGELİ FON
KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	DÜŞÜK SERMAYELİ ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ FONLARI	LİKİT FON - ÖZEL SEKTÖR	ALTIN FONU	SEKTÖREL FON	ESNEK FON
ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA FONU	KARMA FON	LİKİT FON- KARMA		ENDEKS FON	
KARMA BORÇLANMA ARAÇLARI FONU	ULUSLARARASI HİSSE SENEDİ FONU				
KARMA FON	ULUSLARARASI KARMA FON				
ULUSLARARASI HİSSE SENEDİ FONU	ESNEK FON				
ULUSLARARASI BORÇLANMA ARAÇLARI FONU					
ULUSLARARASI KARMA FON					
ESNEK FON					

Kaynak: <http://www.besonline.net> (23.02.2006)

3. VARLIK DAĞILIMI

Emeklilik şirketinin, para ve tipi SPK tarafından belirlenmiş sermaye piyasası araçlarından oluşan farklı portföy bileşimleri olan emeklilik sözleşmesinde bahsedilen en az üç emeklilik yatırım fonu kurması gerekir.

SPK tarafından onaylanan nakit, tasarruf mevduatı, hisseler, senet ve tahviller, repo ve ters repo, vadeli işlemler ve opsiyonlar, yatırım fonu, katılım fonu, para piyasası işlemleri ve diğer araçlar emeklilik Fonlarının Kuruluşu ve İşletilmesi yönetmeliğince uygundur.

Fon portföyündeki kısıtlamalar SPK tarafından yayınlanan yönetmelikle belirlenir. SPK fona dahil edilecek belli varlıklar için bazı kısıtlamalar getirmiştir.

Para ve piyasada takas edilebilir sermaye piyasası araçlarının fona dahil edilmesi gerekmektedir. Ancak, yabancı para ve yabancı sermaye piyasası araçları da fon portföyüne eklenebilir.

Katılımcılar %80 ve üstünde yabancı finansal araçlardan oluşan tasarruflarının en fazla %15'ini, %80 ve üstünde devlet iç borçlanma araçlarından oluşan tasarruflarının da en az %30'unu fona ayırabilirler. Yatırım riski tamamen katılımcıya ait olup yatırımlar için garanti edilen miktar bulunmamaktadır.

4. BUGÜNKÜ EMEKLİLİK PİYASASI ve EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI

4.1. GENEL BAKIŞ

Türkiye’deki özel emeklilik sistemi 27 Ekim 2003 tarihinde yürürlüğe girdi. O günden bu yana piyasadaki emeklilik şirketi sayısı 11’i buldu. Emeklilik Gözetim Merkezi’nin açıkladığı raporlara göre Türkiye’deki özel emeklilik sistemi özel emeklilik sözleşmeleri, katılımcı ve fon büyüklüğü açısından beklentilerin çok üzerinde bir boyuta ulaştı. Özel emeklilik sisteminin kısa bir süredeki bu hızlı gelişimi fon büyüklüğünün 10 yıl içinde GSMH’nin %5 ile %10 arasında olması hedefine daha kısa zamanda ulaşılabilceğini göstermektedir.

İşveren katkı payları ile oluşturulan ve emeklilik endüstrisinin en baskın gelişim unsuru olması beklenen grup emeklilik sözleşmeleri ise 2006 yılı itibariyle % 24.9 olmuştur. Katılımcıların %74,2’si 25 ila 44 yaş grubundadır ki bu da sözleşmelerin süresi açısından pozitif bir gösterge olup fon birikimi açısından uzun dönem düzenli ödemelerde çarpan etkisinin de bir göstergesidir. Katılımcıların katkı payı ödemelerinin %81.8’ini Türk Lirası oluştururken, bu ödemelerin %73.9’ünün da periyodları aylık olarak gerçekleşmektedir.

13 Şubat 2006 tarihinde Emeklilik Gözetim Merkezi tarafında yayınlanan bilgilere göre toplam 712.104 katılımcı, 753.253 sözleşme ve 1.214,3 Milyon YTL yatırıma yönlendirilmiş fon miktarı vardır. Öte yandan, 2006 yılındaki gelişim, özellikle grup katılımındaki artan trend uzun vadede sistemin kartopu gibi büyüyeceğinin bir göstergesidir.

Tablo – 8

13.02.2006 Tarihi İtibari İle Fona Yönelmiş Sözleşmeler İçin Şirket Bazında

Dağılımlar

Emeklilik Şirketi	Bireysel Emeklilik Sözleşmeleri Sayısı	Grup Emeklilik Sözleşmeleri Sayısı	Toplam Emeklilik Sözleşmeleri	Yatırıma Yönlendirilen Toplam Tutar (YTL)
AK	73.214	26.121	99.335	204.526.204
AHE	77.056	32.746	109.802	171.624.918
ANKARA	21.214	17.657	38.871	20.781.326
AVIVA	39.579	1.179	40.758	157.302.864
BAŞAK	19.164	5.803	24.967	79.087.982
FORTIS	30.254	2.381	32.635	42.954.407
GE	74.362	28.952	103.314	114.765.637
KOÇ	28.851	10.623	39.474	75.127.261
OYAK	69.940	14.946	84.886	78.784.224
VAKIF	18.390	37.753	56.143	78.721.842
YKE	113.918	9.150	123.068	190.625.275
Toplam	565.942	187.311	753.253	1.214.301.940

Kaynak: <http://www.egm.org.tr>

Tablo - 9

13.02.2006 İtibari İle Şirket Sıralamaları

Sıra	Emeklilik Şirketi	Katılımcı Adedine Göre	Yatırıma Yönlendirilen Toplam Tutara Göre
1	AK	4	1
2	AHE	2	3
3	ANKARA	9	11
4	AVIVA	7	4
5	BAŞAK	11	6
6	FORTIS	10	10
7	GE	3	5
8	KOÇ	8	9
9	OYAK	5	7
10	VAKIF	6	8
11	YKE	1	2

Kaynak: <http://www.egm.org.tr>

4.2. Emeklilik Fonu Grupları

Özel Emeklilik Sistemi 27.10.2004 tarihinde 11 emeklilik şirketi ile başladı. İlk emeklilik fonu da aynı zamanda kurulmuş oldu.

01 Şubat 2006 itibariyle SPK yönetmeliğine göre 93 emeklilik fonunun fon tiplerine göre ayrılımları aşağıda gösterilmektedir.

Tablo - 10

93 Türk Emeklilik Fonunun Fon Tipleri

Fon Türleri	Fon Adedi	Fon Grupları				
		Esnek-Dengeli	Hisse Senedi	Kamu borçlanma araçları	U.Arası	Likit
GelirAmaçlı Fonlar	47	4	1	34	8	
Büyüme Amaçlı Fonlar	13	4	8		1	
Para Piyasası Fonları	10					10
İhtisaslaşmış Fonlar	3		3			
Diğer	20	14		2		4
TOPLAM	93	22	12	36	9	14

Kaynak: <http://www.egm.org.tr>

**5. 2005 YILI İÇİN SEKTÖREL BEKLENTİLER VE 02.01.2006 TARİHİ
İTİBARI İLE SONUÇLARI**

Emeklilik Gözetim Merkezi yıllık raporuna göre 11 emeklilik şirketinin 2005 yılı konsolide sektörel beklentileri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo – 11

11 Emeklilik Şirketi Konsolide Beklentileri

11 emeklilik şirketi konsolide beklentileri	Birim	Minimum	Ortalama	Maksimum
Katılımcı/Sözleşme sayısı				
Emeklilik Sözleşmesi sayısı	Adet	616.065	689.630	793.912
Katılımcı Sayısı	Adet	608.715	682.595	784.529
Grup Emeklilik Sözleşmesi Sayısı	Adet	1.447	1.734	2.042
Grup Emeklilik Katılımcı Sayısı	Adet	114.716	138.329	163.879
Katkı Payı				
Toplam Katkı Payı	YTL	603.259.611	663.625.122	741.347.227
Yatırıma Yönelik Toplam Katkı Payı	YTL	573.721.462	630.971.279	703.886.832
Hayat Sigortasından Transfer				
Transfer Sayısı	Adet	32.426	39.891	49.676
Fon Büyüklüğü	YTL	90.185.000	110.105.111	135.203.444
Şirket İçi Transferler				
Fonlar	YTL	1.924.278	3.970.389	7.037.556
Katılımcı Sayısı	Adet	1.344	2.508	3.994
Emeklilik Sözleşme Sayısı	Adet	1.388	2.595	4.135
Sisemden Çıkan Sayısı				
Katılımcı Sayısı	Adet	30.086	38.946	53.137
Fon Büyüklüğü	YTL	33.140.776	44.983.800	64.779.700
Araç Kurum				
Araç Kurum Sayısı (Toplam)	Adet	12.169	13.414	14.666
Sistemden Çıkan Sayısı	Adet	1.116	1.270	1.520

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi 2005 Yıllık Raporu

02 Ocak 2006 tarihli sonuçlar ile karşılaştırıldığında 2005 yıl sonu konsolide beklentilerinin son derece isabetli olduğu görünmektedir. Örneğin toplam sözleşme sayısı 715.766 adet, toplam katılımcı sayısı 675.864 adet ve hayat sigortasından transfer yapan katılımcı sayısı 42.079 adet olarak gerçekleşmiştir. İşveren katkıları ile grup emeklilik planlarındaki artış bu başarıda önemli bir faktördür. Bunun yanı sıra dağılım ağıının artışı, sisteme aracı kurum olarak giren özel bankaların sayısındaki artış ve sürekli reklamlarla sistemin giderek yaygınlaşması bireysel katkıları da artırmaktadır.

Piyasa oyuncularının uzun vadeli tahminlerine göre 5. ve 10. yıl sonunda 1.5 milyon ve 3 milyon katılımcı ile 3 milyar ve 15 milyar USD fon büyüklüğü elde edilecektir. 10 yılın sonunda bu rakamın GSMH' nin %5 ila %10'u arasında olması beklenmektedir.

Bir başka önemli beklenti de şu andaki ve ilerideki katılımcıların ve grup emeklilik planı sponsorlarının artan bilinçleri ile şu anda fiyatlandırmaya dayalı olan 11 şirket arasındaki rekabetin yatırım performansı ve hizmet kalitesine bağlı olacaktır.

6. 02.01.2006 TARİHİ İTİBARI İLE EMEKLİLİK FONLARININ TOPLAM YATIRIM FONLARI İÇERİSİNDEKİ DURUMU

Toplam net varlık değeri ve portföy dağılımı 31 Aralık 2005 birim pay değerlerini gösteren 02 Ocak 2006 verileri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo – 12

02.01.2006 Tarihi İtibari ile Yatırım Fonları Toplam Bilgileri

Fon Tipi	Ortalama Vade (Gün)	Toplam Net Varlık Değeri (YTL)	Hisse Senedi (%)	Kamu Borçlanma Senedi (%)	Ters Repo (%)	Borsa Para Piyasası (%)	Yabancı Menkul Kıymet (%)
Yatırım Fonları							
A Tipi	149	1.033.635.209	70,17	16,08	12,34	0,88	0,53
B Tipi	186	28.340.719.280	0,05	72,31	26,48	1,15	0,01
Toplam	185	29.374.354.489	2,54	70,31	25,98	1,14	0,03
Emeklilik Yatırım Fonları							
Toplam	549	1.227.661.174	11,08	79,59	7,34	0,87	1,11

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi 2005 Yıllık Raporu

Bireysel Emeklilik Sistemi, emekliliğe yönelik bir sistem olup, kısa vadeli ve spekülasyon bir tasarruf sistemi değildir. Bireysel emeklilik sisteminde katılımcıların en az on yıl katkı payı ödeyerek ve 56 yaşlarını doldurarak sistemden emeklilik hakkını kazanmak suretiyle sistemden ayrılmaları, vergi mekanizması ve diğer bazı mekanizmalar aracılığıyla teşvik edilmektedir. Katkılar, emeklilik yatırım fonlarının iç tüzüklerinde belirtilen esaslar dahilinde para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaktadır. Böylelikle, emeklilik sektöründeki şirketler, emeklilik fonlarının uzun vadeli yapısı ve fonların büyüklüğü ile piyasalara uzun vadeli bir fon akışı sağlayacaktır. Bu durumda, piyasalardaki kısa vadeli spekülasyon baskıları azalacak, ulusal tasarruf eğilimi artacak, emekliliğe yönelik tasarrufların mali sisteme akması ile

kayıtlılık teşvik edilmiş olacak, sermaye piyasaları derinleşecek ve vade yapıları uzayacaktır. Bu gelişmeler çerçevesinde, kamu uzun vadeli borçlanma olanağına kavuşacak ve özel kesimin borçlanabilme olanağı genişleyecektir. Buna paralel olarak, istihdam artırıcı yatırımlara kaynak bulmak kolaylaşacak olup istihdam artacak ve sürdürülebilir ekonomik büyüme olanağına kavuşulacaktır. Ayrıca, bireysel emeklilik sistemimizin oluşturulacak fon büyüklüğüne paralel olarak bireysel emeklilik sektörünün büyümesi neticesinde bu alanda faaliyet gösterecek personele olan ihtiyaç da sürekli artacak ve yeni istihdam alanları oluşmuş olacaktır.²⁰(Çanakçı, İ.H. (2003) “Emeklilik Fonları Piyasalara Uzun Vadeli Fon Akışı Sağlayacaktır ”, *TISK İşveren Dergisi*)

Bireysel Emeklilik Sisteminin, sermaye piyasalarına yapacağı uzun vadeli fon akışı Tablo-11’ den de görülebilmektedir. Ülkemizdeki A ve B tipi yatırım fonlarının ortalama vadeleri 185 gün iken, emeklilik fonlarında bu süre 549 gün olarak gerçekleşmiştir.

Bireysel Emeklilik Sistemine katılımın desteklenmesi ve sistemin gelişime devam etmesi sonucunda, toplam fonlar içinde toplam net varlık değeri üzerindeki %4’ lük payını arttırmak mümkün olabilecektir. Bununla birlikte sistem, sermaye piyasaları üzerinde kendisinden beklenen etkiyi sağlamak için en güçlü adımını atmış olacaktır.

SONUÇ

Türkiye'deki kamu yönetimli dağıtım emeklilik sisteminin ödemelerinin cömertliği dolayısıyla ciddi finansal zorluklar ortaya çıkmıştır. Bu zorluklar, sosyal bilgisizlik ve ileri görüşsüzlük ile hareket eden politik popülistlik sonucu ortaya çıkan çok düşük yasal emeklilik yaşı ve katkı paylarına mal edilebilir. Limitleri aşmak sonucu ortaya çıkan açıkları karşılamak ve anahtar parametreleri gerçek seviyelerine getirmek için büyük bir emeklilik reform planı oluşturuldu. 1999 yılının sonbahar aylarında ortaya çıkan bu plan yasal emeklilik yaşındaki ciddi artış dahil birçok değişikliğe sebep oldu. Parametrik emeklilik reform yasasının sonucu olarak devlet tarafından sağlanan emeklilik planlarına ek olarak bireylerin özel şirketlerden belirli katkı paylı emeklilik planları almasını sağlayan yasal ortamı oluşturan başka bir plan ortaya çıktı.

Tamamlayıcı bu yasanın tamamlanmasının ardından 27 Ekim 2003 yılında özel emeklilik sistemi başladı. Süre gelen reformun ve kamu yönetimli birinci basamak emeklilik sisteminin yeniden yapılandırılma sürecinde ikinci basamak için kurumsal yönetim ve yatırım yönetimi konularını düzenleyen beklenen rehabilitasyon prosesi ancak uzun vadede görülebilecektir.

Dünyada en son yapılandırılan üçüncü basamak emeklilik sistemi olan Türkiye'deki Bireysel Emeklilik Sistemi diğer ülkelerin deneyimlerinden faydalanmış ve çağdaş bir yapıya kavuşmuştur. Global BKP planları eğilimlerine paralel olarak yapılandırılmış, basit, şeffaf ve güçlerin dağılımı ilkesi ile işleyen bir yapı halini almıştır. Kurulan yapı; emeklilik şirketi, yönetici ve saklayıcı banka' dan oluşmaktadır.

Çok kısa bir geçmişi ve gönüllü katılıma dayanmasına rağmen, sonuçları (katılımcı sayısı, biriken fon büyüklüğü) yüksek beklentilerin başarılabılır olduğunu göstermiştir. Emeklilik fonlarının performans sonuçları da son derece tatmin edicidir.

Bu çalışmanın bir başka sonucu da iki alternatif yaklaşımın, portföy çeşitliliği ve geniş varlık-borç eşleşmesi gerektiren “ihtiyatlı kişi kuralları”, ve portföy içindeki belli tip varlıkların tutulmasını kısıtlayan “sayısal portföy yönetmeliği”, yeterli portföy çeşitliliği ve varlık portföyünün likiditesini çok farklı yöntemlerle sağlamaya çalışmasıdır. Bu iki yaklaşım iki zıt yaklaşım değildir ve ikisi arasında belli bir ilişki mevcuttur. Bu ilişki analiz için ham bilgi kullanan bazı OECD ülkelerinin deneyimlerinden anlaşılabilir.

Bu anlamda, Türk Özel Emeklilik Sistemi dağılık varlık limitleri ve portföy mevzuatı dolayısıyla şanslı sayılabilir. Ancak, yabancı hisse senetlerin %15'e sınırlanması uluslararası çeşitliliği kısıtlasa da benim fikrime göre piyasaları bu kadar değişken olan bir ülke için son derece gereklidir.

Politika amaçlarındaki anahtar noktalar, ihtiyatlı kişi kurallarının genellikle emeklilik fonlarındaki sayısal kısıtlamalara tercih edilmesidir. Benim görüşüm, sayısal kısıtlamaların uzun vadede istenen bir şey olduğunun düşünülmemesidir. Aksine, ihtiyatlı kişi kurallarının uygulamasının mümkün kılınabileceği bu çerçevelerin modernize edilmesidir.

Emeklilik fonları varlık dağılımı ile ilgili olarak, hisse senedi piyasalarındaki en son krizin sonucu olarak Türkiye'deki hisse senetleri kullanımı çok düşüktür. Buna ek olarak, yerli kurumsal tahvil piyasası olmamasından dolayı emeklilik fonları hala para piyasası ve kamu borçlanma araçlarına konsantre olmaktadır. Bu durumun hisse

senedi piyasasındaki azalan değişkenlik ve kurumsal tahvil piyasasının kurulumu ile orta vadede deęiőeceęini ümit ediyorum. Daha sonra varlık yönetimindeki katma değer, yatırım dünyasının genişlemesi ile daha da önem kazanacaktır.

Ülkemizde içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkeler için, ülke içindeki fon büyüklüğünün ne kadar önemli olduğunu yaşadığımız ekonomik krizler sonunda yaşadığımız acı tecrübeler bizlere gösterdi. Finansal göstergelerin sıcak para giriői ile iyileőtięini ardından da kötüleőtięini hep birlikte gördük.

Bu tecrübeler ışığında; Bireysel Emeklilik Sistemi vasıtası ile 10 yıl içinde beklenen fon büyüklüğünün ülkemiz için ifade ettiği önem daha iyi anlaşılmaktadır. Piyasalardaki kısa vadeli spekülâtif baskılar azalacak, ulusal tasarruf eğilimi artacak, emekliliğe yönelik tasarrufların mali sisteme akması ile kayıtlılık teşvik edilmiş olacak, sermaye piyasaları derinleşecek ve vade yapıları uzayacaktır. Emeklilik fonlarının, şimdiden A ve B tipi yatırım fon ortalama vadelerinin 3 katı daha uzun vade yapısına sahip olması bunu kanıtlamaktadır. Süre içerisinde emeklilik fonlarının, toplam yatırım fonları içerisindeki payını arttırması ile birlikte, kamu uzun vadeli borçlanma olanağına kavuşacak ve özel kesimin borçlanabilme olanağı genişleyecektir. Buna paralel olarak, istihdam artırıcı yatırımlara kaynak bulmak kolaylaşacak olup istihdam artacak ve sürdürülebilir ekonomik büyüme olanağına kavuşulacaktır. Bu nedenle katılımın özendirilmesi, katılımcılara iyi hizmet verilmesi, yatırım kararlarının doğru alınması gibi konularda, hem sistem içindeki tarafların hem de toplumun kararlarını etkileyen organların önemli yükümlülükleri bulunmaktadır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Chen Z and Knez P.J. (1995) *Portfolio performance measurement: theory and applications*, Review of Financial Studies

OECD (2001) *Institutional Investors Year Book*

OECD (2003) *Insurance and Private Pensions Compendium For Emerging Economies Book 2*

Seres, J. (1997) *Pensions: a Practical Guide Chapter 8, 4 th Edition*, London

Uralcan, G.Ş. (2005) *Bireysel Emeklilik Sistemi ve Altyapısı*, Istanbul

MAKALELER

Berrie, F. (2004) “Helping clients understand their funds better”, *Russel/Mellon Performance Measurement and Attribution Papers*

Clunie, J. (2004) “Risks in portfolios”, *University of Edinburg Finance Papers*

Çanakçı, İ.H. (2003) “Emeklilik Fonları Piyasalara Uzun Vadeli Fon Akışı Sağlayacaktır ”, *TISK İşveren Dergisi*

Donaldson, S. (2004) “Implementing strategic asset allocation”, *Vanguard Investment Counseling and Research*

Fernandes, R. (2004) “What is quantitative fund management?”, *Northern Trust Global Investment Discussion Papers*

- Gordon, C. (2004) “Role of asset allocation”, *Vanguard Investment Counseling and Research*
- Holzmann, R. (1998) “Financing the transition to multi-pillar”, *Pension Reform Primer series, Social Protection Discussion Paper no.9809, World Bank*
- Inderst, G. (2004) “Constructing Your Allocation”, *IPE Insight Module 1*
- Laboul, A. (1998) “Private pension systems: regulatory policies” *Ageing Working Paper no. 2.2, OECD*
- Mariathasan, J. (2004) “Catalyst for Investment and Risk Management”, a *freelance investment writer*
- OECD, (2003) *Survey of Investment Regulation of Pension Funds*
- Price Water House Coopers, (2003) “*Turkey, Private Pension System Guide*”
- Rutkowski, M. (2003), “Key issues in debates on modern pension systems”, *World Bank*
- Srinivas P.S, Whitehouse E and Yermo J. (2000), “Regulating Private Pension Fund’s Structure, Performance and Investments: Cross-country Evidence”, *World Bank Social Protection Discussion Paper Series no.0113, p. 2,9*
- Wilcock, A. (2004), “Risk measurement and control”, *Russel/Mellon Research Papers*

ELEKTRONİK KAYNAKLAR

<http://www.besonline.net> (23.02.2006)

<http://www.egm.org.tr/faaliyet.asp> (21.02.2006)

http://emeklilik.anadoluhayat.com.tr/emeklilige_yolculuk/tur2.asp (10.12.2006)

http://www.garantiemeklilik.com.tr/individual_retirement_sys.asp (28.01.2006)

http://www.hmtreasury.gov.uk/documents/financial_services/securities_and_investments/fin_sec_mynfinal.cfm (21.02.2006)

REFERANS OLARAK EMEKLİLİK MEVZUATI

Belli Vergi Kanunlarında Değişiklik Öngören Yasa (07.10.2001/4697)

Emeklilik Fonları Kuruluşu ve İşleyişi ile ilgili Mevzuat (28.02.2002)

Emeklilik Şirketleri Kuruluşu ve İşleyişi ile ilgili Mevzuat (28.02.2002)

Emeklilik Şirketleri Kuruluşu ve İşleyişi ile ilgili Tebliğ (06.04.2002/2002-1)

Özel Emeklilik Sistemi Mevzuatı (28.02.2002)

Özel Emeklilik Tasarrufu ve Yatırımlar Kanunu (07.10.2001/4632)

Sermaye Piyasaları Kurulunun Fon Tipleri ile ilgili Kararnamesi (10.05.2002/2002-646)

1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20