

**Aileme**

# **TÜRKİYE' DE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ YÖNETİMİ**

Sosyal Bilimler Enstitüsü

TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi

AYŞE GAMZE ONAR

Yüksek Lisans

İŞLETME ANA BİLİM DALI  
TOBB EKONOMİ VE TEKNOLOJİ ÜNİVERSİTESİ  
ANKARA

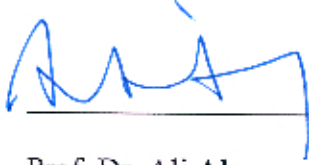
Aralık 2010

Bu tezin Yüksek Lisans derecesi için gereken tüm koşulları yerine getirdiğini onaylarım.



Prof. Dr. Serdar Sayan  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

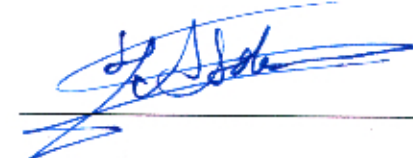
Bu tezi okuduğumu ve kapsam ve içerik olarak Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalında bir yüksek lisans tezi olabilecek yeterlikte olduğuna kanaat getirdiğimi onaylıyorum.



Prof. Dr. Ali Alp  
Tez Danışmanı

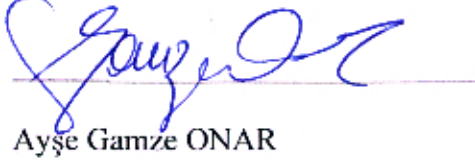


Yrd. Doç. Dr. Atılım Murat  
Tez Jüri Üyesi



Yrd. Doç. Dr. Hakkı Arda Tokat  
Tez Jüri Üyesi

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.



Ayşe Gamze ONAR

## ÖZET

### TÜRKİYE’DE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ YÖNETİMİ

ONAR, Gamze

Yüksek Lisans, İşletme Bölümü

Tez Yöneticisi: Prof. Dr. Ali ALP

Aralık 2010

Sosyal güvenlik sorunu, özellikle son yıllarda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin başlıca problemi haline gelmiştir. Ülkemizde de sistemin mevcut yapısı ve işleyişi ile ilgili kaygılar olmasına karşın, 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf Sistemi Kanunu ile bu süreç için yeni bir sayfa açılmış oldu. Bireylerin aktif çalışma hayatlarının sonunda, refah düzeylerinin yükseltilmesine destek olacak ve kişilere ek bir gelir sağlamaya yardımcı olacak bu sistem, diğer taraftan da özel emeklilik fonları yarattığı uzun vadeli fonlarla sermaye piyasalarının gelişmesi ve sağlıklı çalışmasında aktif rol oynamayı, makro ekonomik gelişmelere ön ayak olarak piyasalarda istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmayı amaçlamıştır.

Ülkemizde de kamu sosyal güvenlik sisteminin etkin bir şekilde çalışmaması yüzünden yeni bir yapı ihtiyacı ortaya çıkmış ve mevcut sistemin tamamlayıcısı niteliğinde, gönüllülük esasına dayalı olan Bireysel Emeklilik Sistemi yürürlüğe girmiştir. Sistemin verimli işleyebilmesi için, tüm tarafların etkin bir şekilde çalışması gerekmektedir. Kurumsal yatırımcı sayısının artmasıyla birlikte, para ve sermaye piyasalarında yatırım araçları çeşitlenecek ve uzun vadeli fonlarla piyasalar yeni bir boyut kazanacaktır.

Genel olarak bakıldığında emeklilik yatırım fonlarının yönetiminde temel olarak iki yönetim ilkesi karşımıza çıkmaktadır. Sermaye piyasalarının değişkenliğine ve sistemin ülkelerdeki uygulanabilirliği değişiklik gösterse, her iki yaklaşımın da amacı ortak olup, bireylerin katkılarının güvenliğinin sağlanması ve katılımcının katkısının emeklilik döneminde istediği seviyeye ulaşmasını sağlamaktır.

**Anahtar Kelimeler:** Sosyal güvenlik, bireysel emeklilik sistemi, emeklilik yatırım fonları, emeklilik fonları

## **ABSTRACT**

### **THE MANAGEMENT OF PENSION FUNDS in TURKEY**

ONAR, Gamze

Master of Business Administration

Supervisor: Prof. Ali ALP

December 2010

The problem of social security has recently become the primary problem of both developed and developing countries. Although there are concerns about the current structure and the operation of the system in Turkey, too, a new page has been opened in this process along with the Personal Pension Savings and Investment System Law numbered 4632. Expected to support the level of welfare of individuals in the end of their active working lives and help individuals provide a side income, this system also aims to play an active part in the development of capital markets through long term funds, with which it creates personal retirement funds, and contribute to the stability of markets by taking initiative in macro-economic developments.

A necessity for a new structure has also emerged in Turkey because of the ill operation of the public social security system, and the Personal Pension System has been launched. For the system to work effectively, all parties are required to work actively. Along with the increase in the number of institutional investors, finance instruments will diversify in the money and capital markets and long term funds will bring a new dimension to markets.

Considered from a general perspective, two fundamental management principles appear in the management of pension mutual funds. In spite of the instability of capital markets and the variability of the system's applicability in the country, these two approaches have a common goal which is to provide the security of the contributions of individuals and ensure that these individual contributions will be in a level as required by individuals in the period of retirement.

**Keywords:** Social security, Personal pension system, Pension mutual funds, Pension funds

## TEŞEKKÜR

Öncelikle bu süreçte her zaman benim yanımda olan ve desteklerini esirgemeyen aileme sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum. Tezin yazım aşamasında başından sonuna kadar olan yanımda olan sevgili hocam Ali Alp'e, Ahmet Öztan'a, canım kardeşim Can Onar'a ve özellikle son aşamalarında yardımlarını esirgemeyen Dilek Çakar'a çok teşekkür ederim.

## İÇİNDEKİLER

|   |      |
|---|------|
| ÖZET.....   | iii  |
| ABSTRACT.....   | iv   |
| TEŞEKKÜR .....  | v    |
| İÇİNDEKİLER .....   | vi   |
| SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ.....                                  | xi   |
| TABLolar LİSTESİ.....   | xii  |
| ŞEKİLLER LİSTESİ.....   | xiii |
| BİRİNCİ BÖLÜM.....  | 1    |
| İKİNCİ BÖLÜM.....   | 4    |
| KURUMSAL YATIRIM VE KURUMSAL YATIRIMCILAR .....                       | 4    |
| 2.1. Kurumsal Yatırım.....  | 4    |
| 2.2    Kurumsal Yatırımcılar .....                                    | 5    |
| 2.2.1. Finansal Piyasalarda Kurumsal Yatırımcı Türleri.....           | 8    |
| 2.2.1.1. Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları.....                 | 9    |
| 2.2.1.2. Sigorta Şirketleri.....                                      | 10   |
| 2.2.1.3. Sosyal güvenlik Kuruluşları.....                             | 11   |
| 2.2.1.4. Portföy Yönetim Şirketleri.....                              | 14   |
| 2.2.1.5. Emeklilik Fonları .....                                      | 15   |
| ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....  | 17   |
| TÜRKİYE’DE SOSYAL GÜVENLİK UYGULAMALARI .....                         | 17   |
| 3.1.    Sosyal Güvenlik Sistemi Uygulamaları .....                    | 17   |
| 3.2.    Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Yeniden Yapılanma Gereği..... | 19   |



|  |           |
|--|-----------|
| <b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM .....</b>  | <b>21</b> |
| <b>BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ .....</b>  | <b>21</b> |
| 4.1. Bireysel Emeklilik Sisteminin Amacı ve Kapsamı .....                      | 21        |
| 4.2. Bireysel Emeklilik Sisteminin Özellikleri.....                            | 23        |
| 4.3. Bireysel Emeklilik Sisteminde Yetkili Kurumlar .....                      | 24        |
| 4.3.1. Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu (BEDK).....                           | 24        |
| 4.3.2. Hazine Müsteşarlığı.....  | 25        |
| 4.3.3. Emeklilik Gözetim Merkezi .....   | 25        |
| 4.3.4. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK).....                                      | 25        |
| 4.3.5. Bireysel Emeklilik Şirketleri .....                                     | 26        |
| 4.3.6. Bireysel Emeklilik Aracıları.....                                       | 27        |
| 4.4. Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyişi .....                              | 28        |
| 4.4.1. Bireysel Emeklilik Sistemine Katılım .....                              | 28        |
| 4.4.2. Emeklilik Sözleşmesi Taraflarının Hak ve Yükümlülükleri .....           | 30        |
| 4.4.2.1. Katılımcının Hak ve Yükümlülükleri .....                              | 30        |
| 4.4.2.2. Bireysel Emeklilik Şirketinin Hak ve<br>Yükümlülükleri .....          | 31        |
| 4.5. Bireysel Emeklilik Sisteminin Finansmanı .....                            | 31        |
| 4.5.1. Katkı Payı Ödemeleri .....  | 31        |
| 4.5.2. Gider Ödemeleri ve Gider Kesintileri .....                              | 32        |
| 4.6. Bireysel Emeklilik Sisteminde Vergilendirme.....                          | 33        |
| 4.7. Bireysel Emeklilik Sisteminde Denetim .....                               | 35        |
| 4.7.1. Hazine Müsteşarlığı Tarafından Yapılan Denetim.....                     | 35        |
| 4.7.2. Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yapılan Denetim.....                 | 36        |
| 4.7.3. Emeklilik Gözetim Merkezi Tarafından Yapılan Denetim .....              | 37        |
| 4.7.4. Aktüeryal Denetim .....   | 37        |
| 4.7.5. Bağımsız Dış Denetim.....   | 37        |
| 4.7.6. İç Denetim .....  | 38        |
| 4.8. Bireysel Emeklilik Sisteminin Önemi ve Ekonomik Yapıya Etkileri.....      | 38        |
| 4.9. Bireysel Emeklilik Sisteminde Türkiye için Geline Nokta.....              | 41        |
| <b>BEŞİNCİ BÖLÜM .....</b>   | <b>44</b> |
| <b>DÜNYA’ DA UYGULANAN BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMLERİNDEN<br/>ÖRNEKLER.....</b> | <b>44</b> |
| 5.1. Amerika Birleşik Devletleri Bireysel Emeklilik Sistemi .....              | 47        |
| 5.2. İngiltere Bireysel Emeklilik Sistemi .....                                | 48        |
| 5.3. Şili Bireysel Emeklilik Sistemi .....                                     | 48        |

|  |           |
|--|-----------|
| 5.4. Macaristan Bireysel Emeklilik Sistemi .....     | 49        |
| <b>ALTINCI BÖLÜM .....</b>                           | <b>50</b> |
| <b>EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI .....</b>               | <b>50</b> |
| 6.1. Genel Olarak Emeklilik Yatırım Fonları.....     | 50        |
| 6.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Türleri.....       | 54        |
| 6.2.1. Gelir Amaçlı Fonlar.....                      | 54        |
| 6.2.1.1. Hisse Senedi Fonu: .....                    | 54        |
| 6.2.1.2. Kamu Borçlanma Araçları Fonu:.....          | 55        |
| 6.2.1.3. Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu: .....  | 55        |
| 6.2.1.4. Karma Borçlanma Araçları Fonu:.....         | 55        |
| 6.2.1.5. Karma Fon: .....                            | 55        |
| 6.2.1.6. Uluslararası Hisse Senedi Fonu:.....        | 55        |
| 6.2.1.7. Uluslararası Borçlanma Araçları Fonu: ..... | 55        |
| 6.2.1.8. Uluslararası Karma Fon: .....               | 56        |
| 6.2.1.9. Esnek Fon: .....                            | 56        |
| 6.2.2. Büyüme Amaçlı Fonlar .....                    | 56        |
| 6.2.2.1. Hisse Senedi Fonu: .....                    | 56        |
| 6.2.2.2. Küçük Şirketler Hisse Senedi Fonu:.....     | 56        |
| 6.2.2.3. Karma Fon: .....                            | 57        |
| 6.2.2.4. Uluslar arası Hisse senedi Fonu:.....       | 57        |
| 6.2.2.5. Uluslar arası Karma Fon: .....              | 57        |
| 6.2.2.6. Esnek Fon: .....                            | 57        |
| 6.2.3. Para Piyasası Fonları .....                   | 57        |
| 6.2.3.1. Likit Fon- Kamu: .....                      | 58        |
| 6.2.3.2. Likit Fon- Özel Sektör:.....                | 58        |
| 6.2.3.3. Likit Fon- Karma: .....                     | 58        |
| 6.2.4. Kıymetli Madenler Fonları .....               | 58        |
| 6.2.4.1. Kıymetli Madenler Fonu:.....                | 58        |
| 6.2.4.2. Altın Fonu:.....                            | 58        |
| 6.2.5. İhtisaslaşmış Fonlar:.....                    | 59        |
| 6.2.5.1. Yabancı Ülke Fonu: .....                    | 59        |
| 6.2.5.2. Sektör Fonu:.....                           | 59        |
| 6.2.5.3. Endeks Fon: .....                           | 59        |
| 6.2.6. Diğer Fonlar: .....                           | 59        |
| 6.2.6.1. Dengeli Fon: .....                          | 59        |

|   |  |           |
|---|--|-----------|
| 6.2.6.2.  | Esnek Fon: .....   | 60        |
| 6.3.  | Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi İle İlgili Düzenlemeler .....  | 60        |
| 6.3.1.  | Basiretli Yönetim İlkesi.....  | 61        |
| 6.3.2.  | Yatırım Sınırlamalarına Dayalı Düzenlemeler.....                     | 62        |
| 6.3.2.1.  | Yerli Sermaye Piyasası Araçları ile İlgili Sınırlamalar:.....        | 64        |
| 6.3.2.2.  | Yabancı Menkul Kıymetlere ile İlgili Sınırlamalar ....               | 65        |
| <b>YEDİNCİ BÖLÜM .....</b>                        |  | <b>66</b> |
| <b>EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ YÖNETİMİ.....</b> |  | <b>66</b> |
| 7.1.  | Kurumsal Yatırımcılarda Portföy Yönetimi: .....                      | 66        |
| 7.1.1.  | Yatırım Amaçlarının Belirlenmesi: .....                              | 66        |
| 7.1.2.  | Yatırım Politikasının Belirlenmesi:.....                             | 67        |
| 7.1.3.  | Yatırım Stratejisinin Seçilmesi:.....                                | 67        |
| 7.1.4.  | Portföye Alınacak Varlıkların Seçilmesi:.....                        | 67        |
| 7.1.5.  | Portföy Performansının Ölçülerek Değerlendirilmesi.....              | 67        |
| 7.2.  | Emeklilik Yatırım Fonları ile Ortaya Çıkabilecek Riskler.....        | 68        |
| 7.2.1.  | Piyasa Riski: .....  | 68        |
| 7.2.2.  | Ekonomik Risk: .....   | 69        |
| 7.2.3.  | Ödememe Riski (Default Risk): .....                                  | 69        |
| 7.2.4.  | Korunma Riski: .....   | 69        |
| 7.2.5.  | Yönetim Riski: .....   | 69        |
| 7.2.6.  | Operasyonel Risk: .....  | 69        |
| 7.2.7.  | Faiz Oranı Riski: .....  | 70        |
| 7.2.8.  | Yaşama Riski:.....   | 70        |
| 7.2.9.  | İflas Riski: .....   | 70        |
| 7.2.10.   | Gider Riski: .....   | 70        |
| 7.2.11.   | Maliye Politikası Riski: .....                                       | 70        |
| 7.2.12.   | Düzenleyici Otorite Riski:.....                                      | 71        |
| 7.2.13.   | Politik risk: .....  | 71        |
| 7.3.  | Emeklilik Fonu Portföyü Yönetim Esasları .....                       | 71        |
| 7.3.1.  | Portföy Yönetiminde Varlık Dağılımının Önemi.....                    | 71        |
| 7.3.2.  | Portföy Yönetiminde Yatırım Stratejisinin Önemi .....                | 72        |
| 7.4.  | Türkiye’de Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi .....               | 72        |
| 7.4.1.  | Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yönetimlerinin Düzenlenmesi.... | 72        |
| 7.4.1.1.  | Basiretli Yönetim Esasına Dayalı Düzenlemeler.....                   | 73        |
| 7.4.1.2.  | Yatırım Sınırlamalarına Esasına Dayalı Düzenlemeler.....             | 73        |

|  |           |
|--|-----------|
| 7.4.1.2.1. Fon Portföyleri ile ilgili sınırlamalar .....                                   | 73        |
| 7.4.1.2.2. Katkı Paylarının Yatırıma Yönlendirilmesi İle ilgili Sınırlamalar .....         | 75        |
| 7.5. Fon Portföyünün Yönetimi ve İlkeleri .....  | 76        |
| 7.6. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı .....                                     | 79        |
| 7.7. Emeklilik Yatırım Fonları ile Yatırım Fonları Arasındaki Farklar ile Getirileri ..... | 82        |
| 7.8. Emeklilik Yatırım Fonlarının Ekonomik Fonksiyonları .....                             | 86        |
| 7.8.1. Tasarrufların arttırılması: .....   | 86        |
| 7.8.2. Finansal Piyasaların Gelişimi .....   | 88        |
| 7.8.3. Özelleştirme Sürecinin Etkinleştirilmesi.....                                       | 90        |
| 7.8.4. Emek Piyasasının Yeniden Düzenlenmesi .....   | 90        |
| <b>SEKİZİNCİ BÖLÜM .....</b>   | <b>91</b> |
| <b>GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ .....</b>  | <b>91</b> |
| <b>KAYNAKÇA .....</b>  | <b>95</b> |

## SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

|              |  |
|--------------|--|
| <b>ABD</b>   | : Amerika Birleşik Devletleri  |
| <b>AFP</b>   | : Administradoras de fondos Pensiones  |
| <b>BEDK</b>  | : Bireysel Emeklilik Denetleme Kurulu  |
| <b>BES</b>   | : Bireysel Emeklilik Sistemi   |
| <b>EGM</b>   | : Emeklilik Gözetim Merkezi  |
| <b>EYF</b>   | : Emeklilik Yatırım Fonu   |
| <b>EYFY</b>  | : Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik |
| <b>GSMH</b>  | : Gayri Safi Milli Hasılat   |
| <b>GSYİH</b> | : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla  |
| <b>OECD</b>  | : Organization of Economic Cooperation and Development                                       |
| <b>SPK</b>   | : Sermaye Piyasası Kurulu  |

## TABLULAR LİSTESİ

|  |    |
|--|----|
| <b>Tablo 1:</b> Finansal Piyasalarda Kurumsal Yatırımcı Türleri .....  | 8  |
| <b>Tablo 2:</b> Sosyal Güvenlik Sistemi Uygulamaları .....   | 18 |
| <b>Tablo 3:</b> OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonları Büyüklüğü ve Emeklilik Fonu<br>Varlıklarının GSYİH'ye Oranı ..... | 46 |
| <b>Tablo 4:</b> Emeklilik Yatırım Fonları Toplam Bilgileri .....   | 80 |
| <b>Tablo 5:</b> Yatırım Araçlarının 21 Yıllık Getirisi (%) .....   | 83 |
| <b>Tablo 6:</b> İMKB 100 Endeksi 1991-2006 Yılı Değerleri .....  | 85 |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

|  |    |
|--|----|
| <b>Şekil 1.</b> Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyiş Yapısı .....   | 28 |
| <b>Şekil 2.</b> OECD Ülkeleri Emeklilik Fonları Net Varlık Değerlerinde Yıllık Değişim<br>(2008/2007)..... | 42 |
| <b>Şekil 3.</b> Dünya’da Özel Emeklilik Fonlarının Toplam Tasarruflar İçindeki<br>Ağırlığı.....            | 45 |
| <b>Şekil 4.</b> Emeklilik Yatırım Fonu Türleri.....  | 81 |

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **GİRİŞ**

Dünyadaki birçok gelişmiş ve gelişen ülkelerde görüldüğü gibi ülkemiz sosyal güvenlik sisteminde de kaynakların verimsiz kullanılması, demografik yapının değişmesi, aktüeryal dengenin bozulması, fonların verimli alanlarda değerlendirilememesi gibi birçok nedenden dolayı sosyal güvenlik sistemi etkin bir şekilde işleyememekte; bunun sonucunda da çeşitli sosyal güvenlik reformlarının yapılması kaçınılmaz olmaktadır.

İşte bu sosyal güvenlik ile ilgili sorunların çözümünde oldukça önemli bir rol üstlenen, ülkemiz sosyal güvenlik reformunun bir parçası olarak ve kamu sosyal güvenlik sistemimizin tamamlayıcısı niteliğinde olan Bireysel Emeklilik Sistemi, 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım sistemi Kanunu ile 7 Nisan 2001 yılında Resmi Gazete’ de yayımlanmasından 6 ay sonra yürürlüğe girmiştir. Genel olarak Bireysel Emeklilik Sistemi’ ni, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırımlara yönlendirilmesiyle, kişilere emeklilik dönemlerinde ek bir gelir sağlama,



ayrıca ekonomiye uzun vadeli kaynak sağlayarak ekonominin gelişmesine katkı da bulunan, kamu sosyal güvenlik sisteminin yükünü hafifletici rol oynayan özel emeklilik türü olarak tanımlamak mümkündür.

Yapılan bu tanımdan da anlaşılacağı üzere, bireysel emeklilik sistemi; ülke genel refah düzeyinin artırılması ve ekonomiye katkı sağlama gibi önemli roller üstlenmektedir. İşte bu ve buna benzer sebeplerden dolayı, sistemin etkin bir şekilde işlemesi gerekmektedir ki bu ancak sisteme yatırılan katkıların değişen piyasa şartlarında etkin bir portföy yönetimi ile yönetilmesi ile gerçekleşir.

Bu sistemin düzgün işleyebilmesi için, sistemdeki tüm tarafların etkin bir şekilde çalışması gerekmektedir. Bu da katılımcıların katkı paylarını belirlenen miktarda düzenli yatırması, emeklilik fonlarının sağlam düzenli bir işleyiş yapısı içerisinde olması ve fon kurucularının portföylerini katılımcının menfaatine olacak şekilde mevzuata ve yönetmeliklere uygun olarak yönetmesi gibi birçok özelliği karşımıza çıkarmaktadır. İşte bütün bunlardan yola çıkarak, çalışmamızın amacı genel olarak emeklilik yatırım fonlarının yönetim esaslarını içermektedir.

Bu anlamda çalışmamızda sisteme her iki açıdan hem kurumsal yatırımcı hem de bireysel emeklilik sistemi açısından bakılarak konuyla ilgili teorik bilgilere yer verilmiş; daha sonra sistem yapısı ve emeklilik yatırım fonlarının yönetim esasları ile dikkat edilmesi gereken hususlar belirtilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde kurumsal yatırım ve yatırımcılar ile ilgili genel bilgiler verilmekte olup, ikinci bölümünde sosyal güvenlik sistemi ve yapılanma gereği konusundan kısaca bahsedilmiştir.

Üçüncü ve dördüncü bölümünde sosyal güvenlik reformunun büyük bir parçası olan Bireysel Emeklilik Sistemi ayrıntılı bir şekilde ele alınmış ve dünyadaki

örneklerine yer verilmiş; bir sonraki bölümde de emeklilik yatırım fonları ile ilgili esaslara değinilmiştir.

Son bölüm olan “Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi” bölümünde ise, portföylerin yönetim esaslarına değinilip, konu ile ilgili yasal düzenlemeler ve sınırlamalara konu olan yaklaşımlara yer verilerek, Türkiye’ de emeklilik yatırım fonlarının yönetimi ilgili yapılan düzenlemeler ile fonların ekonomik fonksiyonları ele alınmıştır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### KURUMSAL YATIRIM VE KURUMSAL YATIRIMCILAR

#### 2.1. Kurumsal Yatırım

Ekonomik kalkınmışlığın sağlanmasında o piyasadaki tasarruf stokunun büyüklüğü son derece önemlidir. Bu kalkınmanın gerçekleşmesinde tasarrufların büyüklüğünün önemi çok büyük olmakla birlikte, gelişen piyasalarda yeterli olmamaktadır. Söz konusu ülkelerde, gelir düzeyinin düşük olması tasarrufları sınırlayan önemli bir faktördür. Bu sebeple, tasarrufların etkin yatırımlara yönlendirilmesi gerekmektedir ki bu da alternatif yatırım alanlarına yönelik bilgilerin toplanarak profesyonelce analiz edilmesini gerektirir.

Tasarruf fazlası olup bu tasarruflarını finansal piyasalarda finansal varlıklara yatırmak suretiyle değerlendirmek isteyen bireylerin önemli bir bölümü, finansal varlıklara yatırım yapabilecek bilgi, deneyim, analiz yeteneği ve donanıma sahip değildirler. Bu nedenle yatırımcılar, kolektif bir yatırım anlayışıyla fon arzı

oluşturmak suretiyle tasarrufları daha profesyonelce ve bilinçli değerlendirme imkanına sahip olmak istemektedirler.

Bu anlayış ve istekten doğan kurumsal yatırım; bireylerin gelir ve giderleri arasındaki pozitif farktan oluşan fon fazlalarının toplanması ve büyük miktarlara ulaşan bu fonların hukuki bir çerçevede değerlendirilmesi olarak tanımlanabilir. Bugün çeşitli ülkelerde çeşitli adlarla çok sayıda kurumsal yatırım ve yatırımcı faaliyet göstermektedir. Ülkemizde ise bu tür yatırımlar ve kuruluşların finansal piyasadaki faaliyetleri 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun yürürlüğe konulması ile belirli ölçüde etkinlik kazanmıştır (Dalęar, 2007).

Kurumsal yatırımlar, bireylerin küçük ve dağınık olan tasarruflarının toplanması ve riskin dağıtılması ilkesine göre menkul kıymetlere yatırılması esasına göre yönetilmektedir.

## **2.2 Kurumsal Yatırımcılar**

Bir ülkenin ekonomik performansı reel yatırımların GSMH içindeki payının büyüklüğü ile yakından ilgilidir. Kurumsal yatırımcılar, finansal piyasalardaki manipülatif ve spekülatif hareketlerin önlenmesinde, piyasalarda istikrarının sağlanması ile daha fazla tasarruf eğiliminin oluşması ve fon akışının sağlanmasında önemli bir işlevi yerine getirmektedir. Kurumsal yatırımcılar; küçük tasarrufların fon açığı olan ekonomik birimlerin kullanabilecekleri şekilde bir havuzda toplanarak birleştirilmesi ve finansal araçlar aracılığı ile ekonomik yatırımlar arasında daha etkin bir şekilde dağıtılmasını sağlayan finansal kurumlardır (Dalęar, 2007). Doğrudan veya dolaylı olarak kurumsal fon oluşumu piyasalarda kurumsal yatırımcıları gerekli kılmaktadır. Bu yatırımcıların finansal piyasalardaki ana işlevi,

uzmanlar eliyle yönetilecek olan büyük bir portföye küçük birikim sahiplerini ortak etmek suretiyle hem uzmanlık hizmetinden yararlanmayı sağlamak hem de herkes için aynı tip portföyü oluşturarak aynı portföyün ayrı ayrı kişiler tarafından tekrarlanmasını önlemektir. Kurumsal yatırımcılar, riski toplayarak küçük yatırımcıların tek başlarına yapabileceklerinden daha iyi risk ve getiri dengesi sağlamaktadırlar (Dalğar, 2007).

Bütün bu tanımlar çerçevesinde kurumsal yatırımcıların temel işlevlerinde kısaca söz edecek olursak;

Kurumsal yatırımcılar:

- Küçük tasarruf sahiplerinin daha az risk ile daha çok getiri elde edebilmelerini sağlar.
- Piyasadaki yatırım süreçlerini kolaylaştırır ve hızlandırır.
- Finansal piyasaya daha fazla ve uzun vadeli fon akışını sağlamaya ve finansal derinliğin artmasına yardımcı olur.
- Finansal piyasaların gelişmesinde etkin rol üstlenerek, ekonomik gelişmişliği sağlar.

şeklinde özetlenebilir.

Yukarıda bahsedilen temel işlevlerin kurumsal yatırımcılar tarafından yerine getirilmesi ile birlikte, kurumsal yatırımcıların finans piyasalarındaki rolü ve önemi giderek artmaktadır; çünkü tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi işlevi finansal piyasalar ve bu piyasalardaki finansal araçlar ile gerçekleştirilmektedir (Dalğar, 2007).

Kurumsal yatırımcılar finansal piyasalar açısından başlıca iki fonksiyonu yerine getirmektedir.

Bunlardan birincisi; fon kullanıcılarına uzun vadeli ve doğrudan fon sağlayarak ekonomide yeni yöntemlerin oluşmasına ve gelişmesine yardımcı olur.

İkincisi ise; kurumsal yatırımcılar ellerinde büyük miktarlarda fon tutarak, bu fonların bir kısmı ile ikincil piyasalarda menkul kıymet alım satımı yapmaktadırlar. Bu da piyasaların istikrarlı bir yapı içerisinde bulunmalarına olanak verir.

Bu iki temel fonksiyonun ışığında kurumsal yatırımcıların önemine de kısaca değinecek olursak;

Kurumsal yatırımcılar bireysel yatırımcılardan farklı olarak büyük tutarlarda yatırım yapmakta; profesyonelce yönetilmekte ve ölçek ekonomilerden yararlandıkları için daha rasyonel yatırım yapma imkanına sahip olmaktadır (Kılıç, 2002).

Kurumsal yatırımcılar, finansal piyasaların gelişmesinde ve küçük tasarrufların bir arada toplanarak verimli alanlara kanalize edilmesinde, önemli bir fonksiyonu gerçekleştirmektedir (Erdoğan ve Özer, 1998).

Diyebiliriz ki; kurumsal yatırımcılar temelde finansal derinliği ve istikrarı sağlanmaya bağlı olarak finansal piyasalara daha fazla fon akışının sağlanması, likiditenin artması ve yatırım ve fon kullanımındaki etkinliğin artması gibi önemli işlevleri yerine getirmektedir (Dalğar, 2007). Sermaye piyasalarının en önemli oyuncularından biri olan kurumsal yatırımcılar bireysel tasarrufların profesyonel yönetim ilkeleri ile büyük havuzlarda yatırıma dönüştürülmesinde çok önemli bir

göreve sahiptir. Bu şekilde kurumsal yatırımcılar bireylerin tasarrufların verimli ve uzun vadeli olarak yatırımlara yönlendirilmesine olanak sağlamaktadır.

Bireysel yatırımcıların aksine daha büyük sermaye miktarları ile faaliyette bulunan kurumsal yatırımcılar uzman yönetim ilkesi ile fonları yönetirler. Böylelikle yatırım yaptıkları enstrüman sayısı bireysel yatırımcılara göre daha fazladır. Kurumsal yatırımcılar, tasarrufları büyük havuzlarda değerlendirdiklerinden risk bireysel yatırımcılara göre daha az olmaktadır.

Kurumsal yatırımların ve yatırımcıların sermaye piyasalarındaki etkinliği arttıkça hem menkul kıymet piyasalarında işlem hacimleri artacak, hem de ürün çeşitliliğinin artmasıyla piyasalar derinleşecektir. Böylece ekonomik büyüme hızlanacak, kayıt dışı ekonomi azalacak ve uzun vadeli fonlama imkanları artacaktır. Bireysel tasarrufların şeffaf ve güvenilir bir ortamda yatırıma dönüştürülmesine olanak sağlayan kurumsal yatırımcılar bu küçük tasarrufları yatırıma yönlendirerek tasarruf sahiplerine yeterince bilgi sahibi olmadıkları piyasalar konusunda aracılık etmiş olurlar. Küçük yatırımlarla bile sisteme girilebildiği için de menkul kıymetlerin tabana yayılması sağlanmış olunur.

### 2.1.1. Finansal Piyasalarda Kurumsal Yatırımcı Türleri

Finansal piyasalarda kurumsal yatırımcı türleri; yatırım fonları ve ortaklıkları, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları, portföy yönetim şirketleri ve emeklilik fonları olarak karşımıza çıkmaktadır.

**Tablo 1:** Finansal Piyasalarda Kurumsal Yatırımcı Türleri



### **2.1.1.1.Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları**

Yatırım fonları, inançlı mülkiyet esasına göre kurulmuş, bireysel yatırımcıların tasarruflarını bir havuzda toplayıp, uzman portföy yöneticileri ile bu fonları sermaye piyasası araçlarına yatırarak riskin dağıtılması esasına göre değerlendiren finansal kurumlar olarak adlandırılabilir (Dalğar, 2007). Yatırım fonları halktan topladıkları paralar karşılığı, hisse senedi, tahvil/bono, özel sektör borçlanma araçları, ters repo gibi sermaye piyasası araçlarından ve altın ile diğer kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönetirler. Her bir yatırımcı, fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma payını satın alarak fona katılım sağlar. Tasarruf sahipleri, şirketlerden, aracı kuruluşlardan veya menkul kıymet borsalarından hisse senedi ve tahvil almak suretiyle tasarruflarını değerlendirebilirler (SPK- Bilgilendirme Kitapçığı).

Yatırım fonlarındaki yatırım ilişkisi temelde kurucu, yönetici, saklama kuruluşu ve tasarruf sahipleri olmak üzere dört unsurdan oluşmaktadır.

Kurucu; bir yatırım fonu kurarak bu fona iştiraki sağlayan katılma belgelerini tasarruf sahiplerine sunan ve bu fonun her türlü işlemlerinden sorumlu olan kuruluştur. Saklama kuruluşu; fon portföyündeki varlıkları saklama ve bu varlıklara bağlı ortaya çıkan faiz ve temettü gibi gelirleri tahsil etmekle yükümlüdür. Tasarruf sahipleri ise fona iştirak eden gerçek veya tüzel kişilerdir. Bu kişiler fonun sahip olduğu portföyü temsil eden hisseleri yani katılım belgelerini satın alarak fona ortak olmaktadır (Kılıç, 2002).

Yasada “halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esasına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek



amacıyla kurulan mal varlığı şeklinde tanımlanmış olan yatırım fonları, ilk kez 30. 07. 1981 tarih ve 1746 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 2499 sayılı SPK ile Türk hukuk sistemine girmiştir (Dalğar, 2007).

Çeşitli düzenleme ve ilaveler sonunda 07. 03. 2001 tarihinde yayınlanan Bireysel Emeklilik, Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile Emeklilik Yatırım Fonları kavramı mevzuatta yerini almıştır. Bu bağlamda, 28. 02. 2002 tarih ve 26. 681 sayılı Resmi Gazete’de SPK’ nın “Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkim Esaslar Hakkında Yönetmeliği” yayımlanmıştır.

Yatırım fonları A ve B tipi olmak üzere iki şekilde kurulmaktadır. A tipi yatırım fonlarının portföylerinin en az aylık ortalama bazda, %25’ i Türk şirketlerinin hisse senetlerinden oluşurken; B tipi fonlarda bu tarz bir sınırlama bulunmamaktadır.

Yatırım ortaklıkları; “Sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklar olarak tanımlanabilir. Hisse senedi arzı sonucu yatırımcılardan fon toplarlar ve bu fonlar menkul kıymet, gayrimenkul vb. alanlara yatırılarak değerlendirilirler (Sermaye piyasası kanunu md. 35/1). SPK tarafından düzenlenmiş 3 tebliğ bulunmakta olup; menkul kıymet yatırım ortaklığı, gayrimenkul yatırım ortaklığı ve risk sermayesi yatırım ortaklığı olmak üzere üç türden oluşmaktadır.

#### **2.1.1.2.Sigorta Şirketleri**

Sigorta; kişilerin bazı şartlar altında karşılaştıkları, zarara ve gelir kaybına yol açan olayların ekonomik sonuçlarından kendilerini korumak için belli bir prim karşılığında risklerini devrettiği anlaşmadır. Sigorta şirketleri ise, belli bir almak

suretiyle, bu primin karşılığında öngörülebilir birtakım risklerin gerçekleşmesi sonucunda hasar ve zararları poliçede yer alan limitlere kadar üstlenen kuruluşlardır. Bir başka ifadeyle, sigorta şirketleri kişi ve kurumların karşı karşıya oldukları çeşitli riskleri azaltan ve sundukları hizmetlerin karşılığı olarak sigortalıların ödedikleri primlerden oluşan fonları çeşitli piyasalara aktaran aracı kuruluşlardır. Burada temel ilke, aynı ya da benzer risklerle karşı karşıya kalabilecek çok sayıda kişiyle benzer sözleşmelerin yapılarak, buradan elde edilen primlerle tazminatları karşılayabilecek fonların yaratılmasıdır. Gelişmiş ülkelerde sigortacılığın fon yaratmada ve bu fonların verimli alanlara plase edilmesinde bankalar kadar rol oynadığı görülmektedir. Ülkemizde ise arzu edilen verimliliğe ulaşamamasının temel nedenlerinden birisi, sigorta şirketlerinin ekonomik işlevlerinin yeterince anlaşılabilmesi ve bunun sonucunda da sigorta işlemlerinin sermaye piyasası dışında bırakılmasıdır (Dalğar, 2007). Gelişen ekonomi ve toplum bilinci ile birlikte, sigorta sektörü her geçen gün daha da önem kazanmaktadır. Sigorta şirketlerinin büyüme ve gelişmeyi desteklemesi ve önemli bir fon miktarının bu sektöre kayması ile birlikte, sigorta şirketleri ülke ekonomisinde etkin rol oynayan kurumlar haline gelmektedir.

### **2.1.1.3.Sosyal güvenlik Kuruluşları**

Sosyal güvenlik kavramının genel bir tanımını yapmak gerekirse; toplumun tüm bireylerinin olası sosyal risklerin iktisadi sonuçlarına karşı korunması amacıyla gerekli tedbirlerin alınması olarak özetleyebiliriz. Sosyal güvenlik anlayışı, sosyal risklerin bireyler üzerindeki etkisini azaltarak, onlara yeterli güvenceyi sağlamayı amaçlamaktadır. Sosyal güvenlik kurumları; işçi, memur, esnaf ve sanatkarlar ile bağımsız çalışanların, iş kazası, meslek hastalığı, malullük, yaşlılık ve ölüm gibi

risklere karşı genel çıkarlarını korumak amacıyla üyelerinden aldıkları primleri daha sonra riskler ortaya çıkınca aktaran kurumlardır.

Sosyal güvenlik sistemi gelir-gider dengesini sağlayabilmek için genellikle 2 yöntem kullanılmaktadır. Bunlar “Dağıtım Yöntemi” ve “Fonlama Yöntemi” dir.

Dağıtım yönetiminde, çalışan nesiller ödedikleri primler ile emeklilerini finanse etmektedirler. Bu özelliği nedeniyle, dağıtım yönteminde fon yaratma fonksiyonu bulunmamaktadır. En belirgin özellikleri, kamu tarafından kullanılan bir sistem olması, sisteme katılımın tüm çalışanlar için zorunlu olması ve genelde belirli fayda esaslı programların tercih ediliyor olmasıdır. Sistemin amacı emekli ve çalışan kuşaklar arasında hatta aynı kuşak içerisinde farklı gelir grupları arasında da dayanışma sağlamaktır (Soylu, 2004). Sosyal güvenliğin finansmanında dağıtım modeli, belirli bir dönem içerisinde toplanan gelirlerini aynı dönem içerisindeki harcamalarda kullanılması esasına dayanmaktadır. Aktif üyelere doğrudan ya da dolaylı olarak toplanan gelirin, sistemden ayrılan pasif üyelere dağıtıldığı bu sistemde; toplanılan fonlarla emeklilerin tüketimleri finanse edilmekte, böylece yatırımlara kanalize edilecek fon kalmamaktadır.

Dağıtım modeli; prime dayalı ya da primsiz olmak üzere iki şekilde uygulanabilir.

Prime dayalı dağıtım modeli:

Prime dayalı dağıtım modeli kendi içerisinde kamu çalışanları ve özel sektör çalışanlarına yönelik olmak üzere iki alt gruba ayrılmaktadır. Bu iki alt grup arasındaki temel fark, kamu çalışanlarına yönelik uygulamalarda, primlerin devlet kasasından hiç çıkmayıp, yükümlülüklerin merkezi kamu gelirlerinden karşılanması;

özel sektör çalışanlarına yönelik uygulamalarda ise, primlerin işçi işveren arasında paylaşılarak ödenip; giderlerin prim ve fon gelirlerinden karşılanmasıdır. Dağıtım modelinde kaynak aktarımı, yüksek gelirli çalışanlardan toplanan primlerin bir bölümüyle, hayatları boyunca düşük gelir elde etmiş olanların emeklilik gelirlerinin desteklenmesi şeklinde gerçekleşmektedir.

Prime dayalı dağıtım modeli çerçevesinde bağlanacak emeklilik ya da malullük aylığının hesaplama yöntemi;

- a) Tüm sigortalılara maktu bir aylık
- b) Her sigortalının kazanç düzeyine bağlı bir aylık
- c) Yatırılan primlere bağlı bir aylık sağlayacak şekilde oluşturulabilmektedir.

Primsiz Dağıtım Modeli:

Aktif nüfusun pasif nüfusu, gönençli kesimlerin muhtaç ve dar gelirlileri finanse etmesi esasına dayanan dağıtım modeli belirli bir prim ödemesi gerektirmeden, kamu kaynaklarından da finanse edilebilmektedir. Sosyal yardım planı olarak da adlandırılan bu modelin uygulamaları genellikle sosyal devlet politikalarını benimseyen ülkeler tarafından, prime dayalı uygulamaların yanında sürdürülebilmektedir (Ergenekon, 2001:5).

Fonlama ( Kapitalizasyon) Yöntemi:

Fonlama yöntemi ise, ileride yapılacak ödemeler için ödenen primlerin bir fonda toplanarak bu fonun değerlendirilmesi esasına dayanmaktadır. Emeklilik döneminin finansmanı sürecinde, çalışma hayatı boyunca düzenli olarak yapılan

ödemelerle emeklilik döneminin giderlerini karşılamaya yönelik, verimli, güvenli alanlarda değerlendirilen bir birikim oluşturulmasına imkan sağlamaktadır (Ergenekon, 2001:89). Bu fon bireysel ya da toplu olabilir. Bireysel fonlama yönteminde, her sigortalı adına, işverenin sigortalının ödediği primler sigorta kurumundaki bireysel hesapta toplanır ve gelecekteki harcamalar bu fondan karşılanır. Toplu fonlama da ise, sosyal güvenlik kurumlarına ödenen primler ortak bir havuzda toplanır ve ödemeler bu ortak havuzdan yapılır. Katılımcılar emekli oldukları dönemde finansal sıkıntıya girmemek için tasarrufla bulunarak oluşturulan bu fonlara prim ödemektedirler. Fonda biriken tasarruflar ve nemalar kişiye emekli olduğunda ödenmektedir ( Aydın, 2008).

#### **2.1.1.4.Portföy Yönetim Şirketleri**

Portföy yönetimi belirli bir tutardaki fonun, fon sahibinin tercihlerini de dikkate alarak, üstlenilen riske göre en yüksek getiriyi elde edecek belli varlık gruplarına yatırıldığı, zaman içerisinde gelişmelere göre varlıkların portföy içindeki ağırlıklarının değiştirildiği ve performanslarının değerlendirildiği bir süreç olarak tanımlanabilir.

Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamında, portföy yöneticiliği faaliyeti; “ sermaye piyasası araçları, para piyasası araç ve işlemleri, vadeli işlemler ve opsiyonlar, nakit, döviz, mevduat ile kurulca uygun görülen diğer varlık ve işlemlerden oluşan portföylerin yatırımcının veya portföy yöneticisinin belirlediği risk- getiri tercihi doğrultusunda, müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde vekil sıfatıyla yönetilmesi” şeklinde tanımlanmaktadır.

Portföy yönetim şirketleri, uzman yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırımcıların risk-getiri tercihlerini belirleyerek etkin bir portföy yönetimi gerçekleştirmek

durumundadırlar. Bu sebeple, yatırımcının beklentilerine uygun şekilde yüksek kalitede hizmet ile faaliyet göstermektedirler. Ayrıca bu şirketler, bağımsızlık ve tarafsızlıklarını etkileyecek hiçbir müdahaleye izin vermeden, faaliyetleri ile ilgili sırları kendilerine veya üçüncü şahıslara menfaat sağlamayacak şekilde saklı tutarak hizmetlerini yürütmek durumundadırlar ( Dalğar, 2007 ).

#### **2.1.1.5.Emeklilik Fonları**

Çalışmanın diğer bölümünde emeklilik fonları detaylı olarak inceleneceğinden, bu bölümde genel bilgiler verilecektir.

Emeklilik fonları çalışanların çalışma süreleri içerisinde elde ettikleri gelirlerden tasarruf ederek, ileriki yaşlarda sürdürülebilir bir yaşam düzeyi sağlamalarına olanak taşıyan araçlardır. Emeklilik fonlarının işleyiş sisteminin temelinde emeklilik planları yer almaktadır. Emeklilik planı, emeklilik fonlarının kurulması ve işleyişine ilişkin temel esasları belirleyen bir sözleşmedir.

Emeklilik fonlarının yönetiminde 2 farklı yöntem söz konusudur. Birincisi “maaş esaslı planlar/ belirli fayda planları”, ikincisi ise “katkı payı esaslı planlar/ belirli katkı planları”dır. Ülkemizde mevzuat gereği sadece katkı payı esaslı emeklilik planlarına izin verilmektedir.

**Maaş Esaslı Planlar:** Çalışanların emeklilik yararları, herhangi bir varlığın getirisine bağlı olmaksızın ödenecek emeklilik maaşının önceden belirlenmesi esasına dayanmaktadır. Sisteme yapılan toplam katkı, yıl sayısı, emekli olunan yaş gibi etmenler dikkate alınmak suretiyle hesaplanmaktadır. Emeklilik programının sağlayacağı emeklilik geliri ile fona yapılan katkı tutarı arasındaki ilişki aktüeryal hesaplar yoluyla izlenir; böylece katılımcı emekli olduğunda ne kadar maaş alacağını

önceden bilmektedir. Bu yöntemde çalışan fonda biriken parayı emekliye ayrılmadan önce çekememektedir.

Katkı Payı Esaslı Planlar: Planda yer alan her bir katılımcı için açılmış ve bu hesaba yıllık ne kadar katkı yapılacağı belirtilmiş hesaplardır. Bu hesapların planda yer alan çalışanlara toplam yararı, bu hesaplara ne kadar katkıda bulunulduğuna ve bu katkıların getirisine bağlı olarak değişmektedir. Bu sistemde katkı payları, çalışanların maaşlarının belli bir oranı ya da herkes için maktu bir tutar üzerinden toplanarak emeklilik dönemine kadar finansal piyasalar başta olmak üzere verimli alanlarda değerlendirilmektedir.

Emeklilik fonları adından da anlaşılacağı üzere fonlama modeline dayanan bir sistemdir. Fonlama modeli esas olarak gelecekte yapılması gereken bir emeklilik harcaması için, çalışma hayatı boyunca düzenli bir karşılık ayrılması ve bu ayrılan karşılığın da ödeme yapma zamanına kadar emeklilik dönemi harcamalarını karşılayabilecek, güvenli ve verimli bir şekilde değerlendirilmesine dayanmaktadır. Bu sistemi dağıtım modelinden ayıran en temel özellik katkı paylarının bir fon havuzunda toplanarak yine kendine ödenmesidir. Yani bir anlamda her katılımcı kendi kendinin finansörüdür. Dağıtım modelinde ise katılımcılar kendinden önceki grubun finansörüdür.

Emeklilik fonları diğer yatırım fonlarında olduğu gibi farklı türlerde kurulabilmektedir. Kurulabilecek fon türleri, likit fon, kamu borçlanma araçları fonu, hisse fon gibi isimler alabilmektedir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE SOSYAL GÜVENLİK UYGULAMALARI

#### 3.1.Sosyal Güvenlik Sistemi Uygulamaları

Dünyanın her yerinde sosyal güvenlik uygulamaları üç basamaklı olarak. Birinci basamak, zorunlu devlet güvenceleri, ikinci basamak, tamamlayıcı-mesleki emeklilik programları; üçüncüsü ise, özel sigortalar ve özel emeklilik programlarıdır.

Bu üç basamakta yer alan sistemlerin özellikleri, avantaj ve dezavantajları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir (Soylu, 2004).



**Tablo 2: Sosyal Güvenlik Sistemi Uygulamaları**

|  | <b>AVANTAJLARI</b>   | <b>DEZAVANTAJLARI</b>   |
|--|--|---|
| <b>1. BASAMAK</b><br>Temel devlet emeklilik planlarıdır ve katılım zorunludur. Dağıtım sistemi ile çalışır ve emeklilik döneminde elde edilecek ödemeler devlet tarafından garanti edilir ve tek bir havuzda yönetilir.  | <ul style="list-style-type: none"><li>-Evrensel koruma sağlaması</li><li>-Jenerasyonlar arası dayanışma içermesi</li><li>-Bireysel finansal sorunların olumsuz etkisini azaltması</li><li>-Enflasyona karşı güvence altında olması</li><li>-Satış maliyeti içermemesi</li></ul>  | <ul style="list-style-type: none"><li>-Demografik değişikliklerin olumsuz etkisi ile mevcut fayda düzeyinin gerçekleşmesinin tehlikeye düşmesi.</li><li>-Devlet tarafından yapılabilecek kural değişiklikleri ve hesaplama müdahalelerine açık olması</li><li>-Yapılan katkı/prim ödemelerinde bireysel veya esnek bir bakış açısının olmaması</li></ul>                                  |
| <b>2. BASAMAK</b><br>Devlet Sosyal Güvenlik Sistemlerine alternatif değil destekleyicidir ve genel olarak mesleki emeklilik programları, yardım sandıklarından oluşur. Katılım zorunlu ve/veya isteğe bağlıdır ve fonlama veya dağıtım sistemi ile çalışmaktadır | <ul style="list-style-type: none"><li>-Demografik değişimlere dirençli olması</li><li>-Aktif varlıkların değerlerinde oluşacak kayıplara karşı işveren güvencesi içermesi.</li><li>-Çalışanın motivasyonuna ve performansına olumlu etkisi olması</li><li>-Aidiyeti güçlendirmesi ve bu nedenle personel politikalarının ayrılmaz bir parçası olması</li></ul>                             | <ul style="list-style-type: none"><li>-Yatırımların risklerinin katılımcı ve işverenin üzerinde olması</li><li>-Birikimlerin toplu olarak yönetilmesi ve başarısız fon yönetiminin maaşlara olumsuz etkisi</li><li>-İşverenin iflası durumunda fonların piyasa dalgalanmalarının etkisine açık olması</li><li>-Ekonomide yaşanacak negatif olaylara karşı korunmasının olmaması</li></ul> |
| <b>3. BASAMAK</b><br>1. ve 2. basamak sosyal güvenlik sistemlerine destek için kurulan bir sistem olup, katılım isteğe bağlıdır. Fonlama sistemi ile çalışıyor olması nedeniyle katılımcılara kendi geleceklerini belirleyebilme şansını sunabilmektedir.        | <ul style="list-style-type: none"><li>-İyi bir fon yönetimi ile iyi bir emeklilik maaşı sağlaması</li><li>-Demografik değişimlere karşı dirençli olması</li><li>-Vergi avantajı dolayısıyla tasarruf yapma esnekliği sağlaması</li><li>-Ekonomiyi canlandırıcı etkisi</li><li>-Ekonomide istihdam yaratması</li><li>-Katılımcının fonları ile ilgili hareket özgürlüğünün olması</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>-Jenerasyonlar arasında bağlantı olmaması</li><li>-Satış maliyetinin yüksek olması</li><li>-Katılımcının kendi ihtiyacı olmayan bir ürünü tercih etmesi sonucu risk taşıması</li><li>-Bu basamağın en hassas alanının fon yönetimi olması fon getirilerinin dolayısıyla maaşın beklentileri karşılamakta yetersiz kalması riski</li></ul>           |

Dünya’ da kurumsal olarak bilinen ve çalışan kesimlerin katılma zorunluluğunda oldukları, devletin yönetimi ve denetimi altında faaliyet gösteren birinci ayak sosyal sigorta kurumları, ülkemizde de emeklilik sisteminin birinci ayak sosyal sigorta kurumları, ülkemizde de emeklilik sisteminin zorunlu birinci ayağını oluşturmaktadır. Zorunluluk veya gönüllülük esasına dayalı olarak işyeri veya işkolu bazlı faaliyet gösteren ikinci ayak mesleki emeklilik programları ülkemizde yeterince gelişmemiş ve Ordu Yardımlaşma Kurumu (OYAK) örneğinde olduğu gibi kısmi uygulamalarla sınırlı kalmıştır. Gelişmiş ülkelerde gönüllülük esasına dayalı, gelişmekte olan ülkelerde ise zorunluluk esasına dayalı özel emeklilik programları, ülkemizde de gönüllülük esasıyla hayat sigortacılığı olarak yıllardan beri, bireysel emeklilik sistemi olarak da 27 Ekim 2003 tarihinden itibaren fiilen bulunmaktadır (Ak ve Cicioğlu, 2006).

### **3.2.Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Yeniden Yapılanma Gereği**

Dünyadaki sosyal güvenlik sistemlerinde, kaynakların verimsiz kullanılması, değişen demografik yapı, kısa vadeli ve politik uygulamalar, finansman krizleri ve aktüeryal dengenin bozulması gibi nedenlerle sorunlar yaşanmakta, bu sorunlar nüfusun yaşlanması gerçeği ile de birleşince dağıtım esaslı emeklilik sistemlerinde finansal dengelerin bozulması ve sosyal güvenlik kurumlarının açık vermesi gibi sonuçlarla karşılaşması, sosyal güvenlik sistemlerinde reformların yapılmasını kaçınılmaz kılmaktadır (Soylu, 2004).

Ülkemizde ise; kısıtlı kamu imkanları, kayıt dışı ekonomi, sistem gelirlerinin giderleri karşılayamaması, fonların verimli değerlendirilememesi gibi sorunlar yüzünden, mevcut sosyal güvenlik sistemi etkin bir şekilde işleyememektedir. Son yıllarda ülkelerin demografik yapılarını şekillendiren hızlı yaşlanma eğilimi de sosyal güvenlik sisteminde reform yapılmasını gerektiren önemli etkenlerdendir. Ekonomik refah ile yaşanan gelişmeler, doğum oranlarının düşmesi, çocuk sahip olma yaşının yükselmesi gibi sebeplerle nüfus hızla yaşlanmakta; bu da sosyal güvenlik kurumlarınca üstlenilen harcamaların hızlı bir şekilde yükselmesine ve mali açıdan sosyal güvenlik sistemlerinin sürdürülebilirliğini tehlikeye sokmasına sebep olmuştur. Yaşlı nüfus, işgücüne katılımın düşmesi gibi etkenler, sosyal güvenlik için büyük öneme sahip olunan aktif- pasif dengesini bozmuştur. Bugün Türkiye her ne

kadar genç bir nüfusa sahip olsa da geleceğe ilişkin öngörüler ülkemizin yaklaşık 27 yıl içerisinde yaşlı nüfus sorunu ile karşı karşıya kalacağını belirtmektedir. Benzer şekilde mevcut sosyal güvenlik sisteminin yapısından kaynaklı sorunlardan bazılarını maddeleyecek olursak;

- Yüksek finansman açığı ve bunun yatırım ve büyümeyi engelleyici etkisi
- Prim- aylık ilişkisinin sağlıklı oluşu
- Emekli aylıklarını azaltan prime esas ücret tavanının düşüklüğü
- Aktüeryal dengenin gözetilmemesi
- Politik müdahaleler, borçlanma ve af yasaları
- Düşük ücret beyanı ve düşük tahsilat
- Giderek artan sağlık sigortası açıkları
- Sosyal yardım ve sosyal sigortaların iç içe girmesi ve prim karşılığı olmaksızın yapılan ödemeler
- Kurumsal yapılanma ve denetim mekanizmasının yetersizliği olarak sıralayabiliriz ( Soylu, 2004).

Tüm bu bilgiler ışığında diyebiliriz ki, bireysel emeklilik sistemi mevcut sosyal yapımızın yanlış kurgusunda kaynaklanan sıkıntıları gidermek, bireylere emeklilik dönemleri içinde tasarruf yapma imkanı sunmak, ülkenin büyümesine ve istihdamına katkıda bulunmak, tarafların sorumluluk alanlarını genişletmek ve sosyal güvenlik sistemi içerisinde özel sektöre daha fazla rol vermek gibi birçok ihtiyacı karşılayabilecek bir sistem olarak karşımıza çıkmaktadır.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ**

#### **4.1.Bireysel Emeklilik Sisteminin Amacı ve Kapsamı**

Bireysel emeklilik sistemi, kişilere yaşlılıklarında ve aktif çalışma hayatlarının sonunda ek bir gelir sağlamaya yardımcı olan, katkıların sisteme katılan her katılımcı adına ayrı ayrı hesaplarda izlendiği ve bireylerin katılım yaptıkları oranda gelir elde edecekleri, tümüyle devlet gözetim ve denetiminde olan, ancak tümüyle özel şirketler tarafından yürütülen, gönüllü katılım esasına dayalı bir emeklilik sistemidir.

Ülkemizde BES ile ilgili düzenleme, 07. 04. 2001 tarihinde Resmi Gazete’ de yayımlanan 4632 sayılı “ Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu” ile gerçekleştirilmiş olup; 07. 10. 2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Söz konusu kanunun amacı;

“ Kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi ile emeklilik döneminde ek bir gelir sağlayarak refah düzeylerinin yükseltilmesi, ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılması ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunmasını teminen, gönül katılıma dayalı ve belirlenmiş katkı esasına göre oluşturulan bireysel emeklilik sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesidir. ”

Kanunla temin edilmek istenen sosyal amaç; kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak ek bir sosyal yapı oluşturmak ve böylece bireylere emeklilik dönemlerinde refah seviyelerini yükseltecek ek bir gelir elde etmelerini sağlamak; ekonomik amaç ise; reel sektörün kullanabileceği fonlarla ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratmak ve buna bağlı olarak da istihdamı artırmak olarak açıklayabiliriz.

Yine aynı kanunun 1. maddesinde de kapsamı aşağıdaki şekilde belirtilmiştir:

Emeklilik şirketlerinin kuruluş, çalışma, yönetim ve denetimine, kişilerin sisteme katılma, ayrılma ve emeklilik koşullarına, emeklilik yatırım fonlarının kuruluşuna, katkıların bu fonda toplanmasına ve değerlendirilmesine, aracılık hizmetlerine, kamuya açıklanacak bilgilerin kapsamına ve bireysel emeklilikle ilgili diğer her türlü hususlara ilişkin esas ve usulleri düzenlemektir.

Bireysel emeklilik kanunu oldukça geniş bir tanımlama ile sistemin amacı ve kapsamını belirlemiştir. Bireylerin emeklilik dönemlerinde refah seviyelerini korumaya yönelik sistem ile, mikro ekonomik yönden kişilere etkin ve güvenilir yönden tasarruf yapma imkanı sunarken; makro ekonomik yönden de kamu sosyal güvenlik sisteminin yükünü azaltarak yurt içi birikimleri artırma, uzun vadeli fon sağlama kapasitesi ile finans piyasalarını derinleştirme imkanı sunmaktadır.

#### **4.2.Bireysel Emeklilik Sisteminin Özellikleri**

4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'na göre, sistemin gelen olarak özellikleri belirtilmiştir. Bu özellikleri en başında geleni, sistemin kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı rolünde olmasıdır. Bireysel emeklilik sistemi gönüllülük esasına dayanan bir sistemdir. Sisteme katılım tamamiyle bireylerin iradesine bağlı olup; 18 yaşını doldurmuş ve yasal ehliyetini kullanabilen herkes dahil olabilmektedir. Arzu edilirse işverenler de çalışan adına gönüllü olarak katkı sağlayabilmektedir. Bireysel emeklilik sisteminde katkılar her katılımcının nam ve hesabında ayrı ayrı tutulan emeklilik yatırım fonlarında biriktirilmektedir. Katılım teşvik amacıyla ayrıca vergi avantajı sağlamaktadır. Sistemden emekli olma şartı, ilk giriş tarihi itibarıyla 10 yılın tamamlanması ve 56 yaşın doldurulmasıdır. Emekliliğe hak kazan katılımcı, birikimlerini ister toplu olarak, ister maaş şeklinde, isterse de hem toplu para hem maaş şeklinde alabilmektedir. Ayrıca katılımcılar arzu ettikleri zaman sistemden ayrılabilen, yatırdıkları katkı payı ile kazanılmış nemalarını alabilmektedirler. Katılımcı, 1 yılını doldurduktan sonra emeklilik şirketini; ayrıca gerekli gördüğü hallerde yılda 4 kez plan veya fon dağılımını değiştirme hakkına sahiptir.

Sistemin en önemli özelliklerinden biri şeffaf yapıya sahip olmasıdır. Katılımcılar bu anlamda, bireysel emeklilik hesaplarındaki katkılarını, katkılarının getirilerini ve gerek duydukları diğer bilgileri telefon, internet, banka kartları vb. elektronik ortamlarda takip edebilmekte; bunlara ilave olarak emeklilik şirketleri de bireyin kendi hesaplarına ilişkin bilgileri yazılı olarak katılımcının adresine gönderebilmektedir.

Devlet doğrudan taraf olmamakla birlikte sistemin işleyişinde ve denetiminde aktif rol almaktadır. Hazine Müsteşarlığı emeklilik şirketlerinin kuruluş, faaliyet ve denetiminden; Sermaye Piyasaları Kurulu da toplanan tasarrufların kurallara uygun olarak kullanılmasını gözetmekten sorumludur. Devlet denetimine ek olarak şirketler bağımsız dış denetim firmaları tarafından da denetime tabi tutulmaktadır.

### **4.3. Bireysel Emeklilik Sisteminde Yetkili Kurumlar**

Bireysel emeklilik sisteminin temel unsurları yine 4632 sayılı kanun ile belirlenmiştir. Bu temel unsurlar; katılımcı, emeklilik şirketi ve katılımcı ile emeklilik şirketi arasında yapılan emeklilik sözleşmesidir. Katılımcı, bireysel emeklilik aracısı vasıtasıyla emeklilik şirketi ile emeklilik sözleşmesi imzalayan ve sisteme katılan bireyleri ifade etmektedir. Emeklilik şirketi, Bireysel Emeklilik Kanunu' na göre kurulmuş ve bu alanda faaliyet göstermek üzere ruhsat almış şirketleri ifade etmektedir.

BES' de sistemin birer parçasını oluşturan kuruluşları ve tarafları inceleyecek olursak, bu tarafları aşağıdaki şekilde göstermek mümkün olacaktır:

#### **4.3.1. Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu (BEDK)**

Bireysel emeklilik sisteminde kurumsal yapının en üstünde Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu (BEDK) bulunmaktadır. BEDK, bireysel emeklilik sistemi ile ilgili politikaları belirlemekte ve hayata geçirilmesi ile ilgili gerekli önlemler konusunda önerilerde bulunmak ve mevzuat düzenlemeleri hakkında tavsiye niteliğinde karar almakla görevlidir. BEDK; Hazine Müsteşarlığı' nın başkanlığında, Maliye Bakanlığı, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, Hazine

Müsteşarlığı ve SPK tarafından görevlendirilecek en az genel müdür seviyesindeki birer temsilciden oluşmaktadır.

#### **4.3.2. Hazine Müsteşarlığı**

Hazine Müsteşarlığı, emeklilik şirketlerinin kuruluş ve faaliyet başvurularını denetleyen kurumdur. Emeklilik şirketlerine ilişkin tüm düzenleme ve denetimler Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılmaktadır.

#### **4.3.3. Emeklilik Gözetim Merkezi**

Emeklilik Gözetim Merkezi, bireysel emeklilik sistemi içerisinde faaliyetlerin düzgün bir şekilde yapılmasını sağlamak, katılımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasını sağlamak, sorunların çözümünde görev almak, verilerin oluşmasını sağlamak ve saklamakla görevli olan kuruluştur. Hazine Müsteşarlığı adına gözetim ve denetim faaliyetlerini yürüten EGM' nin, emeklilik şirketlerinin faaliyetlerinin elektronik ortamda günlük olarak gözetimi ve kamuya sunumu, katılımcılara ait bilgilerin gizlilik içerisinde saklanması, katılımcıların ve kamuoyunun bilgilendirilmesi ve şikayetlerin değerlendirilmesi, raporların oluşturularak sistemin analitik şekilde yorumlanması, bireysel emeklilik araçları sınavlarının yapılması gibi görevleri mevcuttur.

#### **4.3.4. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)**

Sermaye Piyasası Kurulu, emeklilik şirketleri ve emeklilik yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeleri ve denetlemeleri yapan devlet kurumudur. Bireysel emeklilik sisteminde, emeklilik yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri ve bu şirketlerle sözleşmeler ile saklayıcılara ilişkin düzenlemeler SPK tarafından yapılmaktadır.



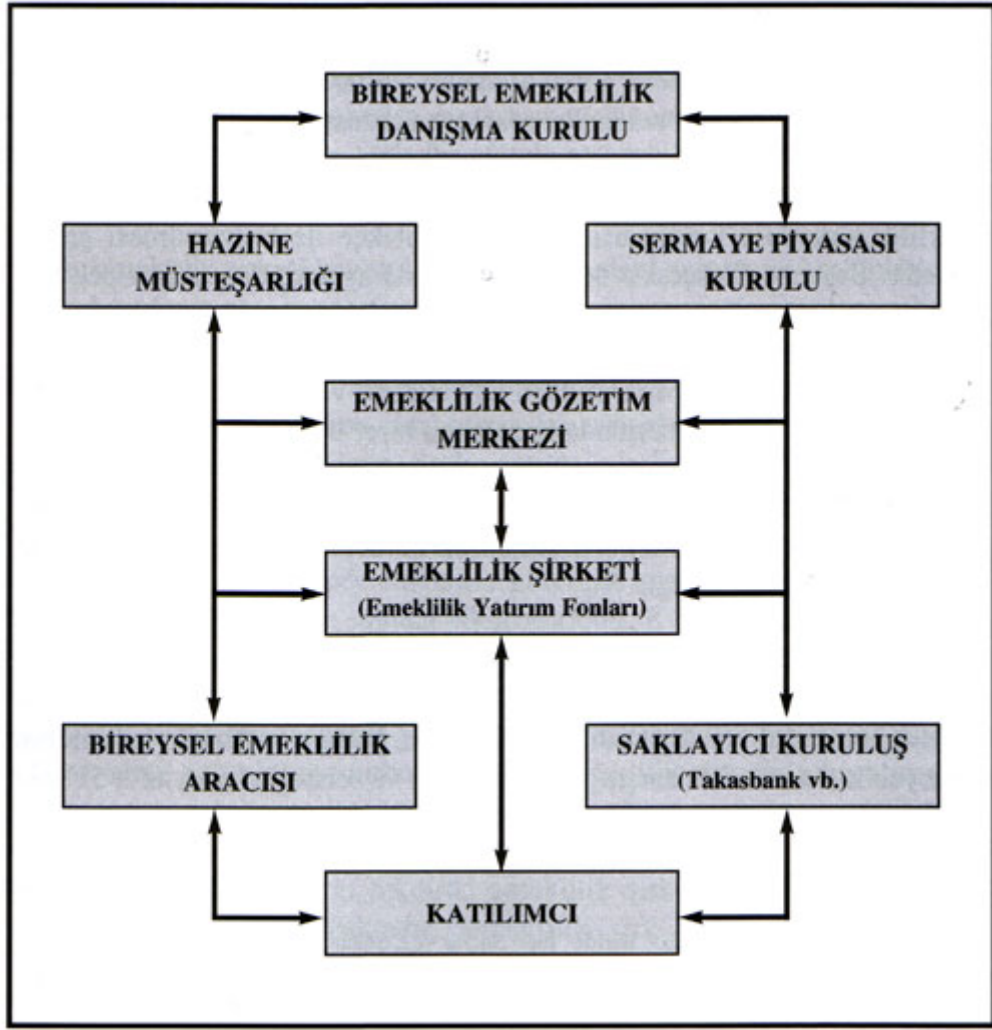
#### 4.3.5. Bireysel Emeklilik Şirketleri

Bölümün başında da belirtildiği gibi, emeklilik şirketleri bireysel emeklilik sisteminin temel unsurlarından birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Emeklilik şirketleri; bireysel emeklilik sisteminde faaliyeti gerçekleştiren, devletin gözetimi ve denetimine tabi olan özel şirketlerdir. Başka bir ifade ile emeklilik şirketleri, Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Kanunu' na göre kurulan ve bireysel emeklilik sisteminde faaliyet göstermek üzere bu kanun ile emeklilik branşında ruhsat almış şirketlerdir. Bir emeklilik şirketinin kurulabilmesi için ciddi şartlar belirlenmiştir. Türkiye' de bireysel emeklilik alanında faaliyet gösteren 13 adet şirket bulunmaktadır.

- Aegon Hayat ve Emeklilik A. Ş.
- Allianz Hayat ve Emeklilik A. Ş.
- Anadolu Hayat Emeklilik A. Ş.
- Avivasa Emeklilik ve Hayat A. Ş.
- Groupama Emeklilik A. Ş.
- Fortis Emeklilik ve Hayat A. Ş.
- DenizEmeklilik A. Ş.
- Garanti Emeklilik ve Hayat A. Ş.
- Ing Emeklilik A. Ş.
- Vakıf Emeklilik A. Ş.
- Yapı Kredi Emeklilik A. Ş.
- Finans Emeklilik ve Hayat A. Ş.
- Ergo Hayat ve Emeklilik A. Ş.

#### **4.3.6. Bireysel Emeklilik Aracıları**

Herhangi bir emeklilik şirketine bağlı olmaksızın, bir sözleşmeye dayanarak, daimi bir surette emeklilik şirketlerini emeklilik sözleşmelerine aracılık eden ve bunları emeklilik şirketi adına yapan gerçek veya tüzel kişilere “ Bireysel Emeklilik Aracıları” denilmektedir. Bireysel Emeklilik Aracılığı; BES’ de katılımcılara sunulan emeklilik planlarının tanıtımı, pazarlanması, satışı ve BES’ e ilişkin diğer aracılık faaliyetlerini içermektedir. Bireysel emeklilik araçlarında aranacak şartlar, kuruluşları, faaliyetleri, sicile ilişkin işlemler ve diğer hususlar ile ilgili esaslar ve usuller Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenir. Bireysel emeklilik araçları ilgili düzenlemeler, BES’ in katılımcılara sunumunun belirli niteliklere sahip kişiler tarafından yapılmasını sağlamayı amaçlamaktadır. Bu şekilde sistem, uzman kişiler aracılığı ile yürütülmüş olacaktır.



**Şekil 1** Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyiş Yapısı

#### 4.4. Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyişi

Bireysel emeklilik sisteminin işleyişini; sisteme katılım şartları ile tarafların hak ve yükümlülükleri başlıkları altında incelemek mümkündür.

##### 4.4.1. Bireysel Emeklilik Sistemine Katılım

Bireysel emeklilik sistemine 18 yaşını doldurmuş ve medeni haklarına ehliyetine sahip gerçek kişiler katılabilmektedir. Sistemin işleyişine ilişkin esaslar 4632 sayılı kanun ve bu kanuna bağlı yönetmeliklerle düzenlenmiştir. Gönüllülük

esasına dayanan sisteme katılım, katılımcı ile emeklilik şirketinin akdedecekleri emeklilik sözleşmesi ile başlamaktadır. Söz konusu emeklilik sözleşmesi; katılımcının sisteme girişini ve çıkışını, emekli olmasını, katkıların ödenmesini, bu katkıların bireysel emeklilik hesaplarında izlenmesini, fonlarda yatırıma yönlendirilmesini, katılımcı veya lehdarına yapılacak ödemelere ilişkin esasları, tarafların diğer hak ve yükümlülüklerinin düzenlenmesini kapsayan ve esas olarak katılımcı ve şirketin taraf olarak yer aldığı bir sözleşmedir.

Sisteme dahil olmak isteyen kişiler, bu sektörde faaliyet gösteren bir emeklilik şirketi ile sözleşme imzalamak zorundadır. Şirket de kişinin gelir düzeyine, beklentilerine göre bir teklif hazırlayarak katılımcının kabulüne sunar. Katılımcının planı kabul etmesi ve yatırmak istediği katkı payı tutarını belirlemesiyle birlikte şirkete ait bir teklif formu imzalanır; emeklilik sözleşmesi katkı payının ya da giriş aidatının şirket hesaplarına geçmesi akabinde aynı tarihte sözleşme yürürlüğe girer. Katkı payları emeklilik şirketinin hesaplarına geçmesinin ardından en geç iki gün içerisinde yatırıma yönlendirilir. Katılımcı bireysel bazda açılan hesabından, sistemde kaldığı müddetçe her türlü işlemi bu hesaptan takip edebilmektedir.

Katılım sonrası ödenen katkı payları, uzman portföy yöneticileri tarafından emeklilik planında belirlenmiş olan emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilir. Yatırım fonlarının varlıkları Takasbank bünyesinde bireysel olarak saklanmaktadır. Katılımcının sözleşme devam ederken vefat etmesi durumunda, medeni kanun hükümleri saklı kalmak koşuluyla, katılımcı tarafından tayin edilen lehdar veya lehdarlara ödeme yapılır. Lehdar tayin edilmemesi durumunda kanuni mirasçıları hak sahibi olmaktadır.

Bireysel emeklilik sistemine grup olarak da katılmak mümkündür. Grup emeklilik sözleşmeleri en az 10 kişiyi kapsayacak şekilde düzenlenen sözleşmelerdir. On kişiden az olması durumunda, bir işyerinde çalışanların tamamının sisteme dahil olması ile düzenlenen emeklilik sözleşmeleri de grup emeklilik sözleşmesi kapsamında değerlendirilmektedir. Grup emeklilik sözleşmesine dahil olan her bir katılımcıya ait hesaplar bireysel emeklilik hesaplarında takip edilmektedir. Grup emeklilik sözleşmelerindeki birikimler sözleşmenin yürürlük tarihinden en az 1 yıl geçmesi halinde başka bir şirkete aktarılabilmektedir.

#### **4.4.2. Emeklilik Sözleşmesi Taraflarının Hak ve Yükümlülükleri**

Emeklilik sözleşmesinin taraflarının hak ve yükümlülüklerini, hem katılımcı hem de bireysel emeklilik şirketleri açısından ele alınması gerekmektedir.

##### **4.4.2.1. Katılımcının Hak ve Yükümlülükleri**

Bireysel emeklilik sözleşmesinin yürürlüğe girmesiyle birlikte katılımcı adına bireysel emeklilik hesabı açılır. Bireysel emeklilik sistemi hakkında yönetmelikte katılımcının hak ve yükümlülükleri ayrıntılı bir şekilde belirtilmiştir. Katılımcı emeklilik sözleşmesindeki şartlar çerçevesinde katkı payı ödemeye ara verebilmektedir. Aynı zamanda katılımcı, mevcut planında en az bir yılını tamamladıktan sonra emeklilik planını ve emeklilik şirketini; ihtiyaçları doğrultusunda da mevcut fon dağılımını değiştirebilmektedir. Bu durumda katılımcı için oluşturulacak yeni emeklilik sözleşmesi için giriş aidatı alınmaz. Katılımcının emekliliğe hak kazanabilmesi için sisteme giriş tarihinden itibaren en az 10 yıl kalmak koşulu ile 56 yaşını doldurması gerekmektedir. Sistemde on yıl kalma koşulu, katılımcının birikimlerini almadan emeklilik sözleşmesi yürürlüğe girdiği tarihten tam on yıllık (120 ay) asgari katkı payı ödemesine karşılık gelecek toplu

katkı payı ödemesi halinde gerçekleşir. Katılımcı emekli olması durumunda birikimlerinin maaş ya da toplu para şeklinde kendisine ödenmesini talep edebilmektedir.

#### **4.4.2.2. Bireysel Emeklilik Şirketinin Hak ve Yükümlülükleri**

Kanunda, bireysel emeklilik şirketinin hak ve yükümlülükleri şu şekilde açıklanmıştır:

Bireysel emeklilik şirketi emekliliğe hak kazanan katılımcının birikimlerinin ödenmesi talebini katılımcının hak sahibi olduğu tarihten 7 iş günü içerisinde yerine getirmekle yükümlüdür. Katılımcının emeklilik hesabındaki birikimlerini farklı bir şirkete aktarılmasını talep etmesi durumunda, talep tarihi itibarıyla yine en geç 7 gün içerisinde gerçekleştirmek durumundadır. Emeklilik şirketi, katılımcının dahil olduğu emeklilik planının asgari katkı payı tutarını belirlemekle; şirket hesaplarına geçen bu katkı payı tutarlarını da en geç iki iş günü içerisinde yatırıma yönlendirmekle yükümlüdür.

#### **4.5. Bireysel Emeklilik Sisteminin Finansmanı**

Bireysel emeklilik sisteminin finansmanı, katılımcı tarafından ödenen katkı payı ödemeleri ile katılımcıdan talep edilen gider ödeme ve kesintileri ile karşılanmaktadır.

##### **4.5.1. Katkı Payı Ödemeleri**

Bireysel emeklilik sistemi, katılımcı tarafından ödenecek katkı payları ile varsa işveren katkıları ile finanse edilmektedir. Bilindiği gibi sistem gönüllülük esasına dayanmaktadır, fakat sisteme dahil olan bireyin katkı payı ödemesi zorunlu; işveren katkısı ise gönüllüdür. Ödenecek katkı payı miktarları yapılan emeklilik

sözleşmesinde belirtilir. Katkı payı miktarı, sabit veya kademeli olarak belirlenebilmektedir. Katkı payı ödemeleri, katılımcı talebine göre aylık, üç aylık, altı aylık isterse yıllık olarak yapılabilmekte; kişi istediği zaman sözleşmesine ilave katkı ödeyebilmektedir.

#### **4.5.2. Gider Ödemeleri ve Gider Kesintileri**

Sistemin bir diğer finansman kaynağı katılımcının ödediği gider ödemeleri ile gider kesintileridir. Yapılan düzenlemelere göre emeklilik şirketi, sisteme ilk kez katılımın olduğu zaman katılımcılardan giriş aidatı talep etmektedirler. Söz konusu giriş aidatı ilk katılımın gerçekleştirdiği zaman alınacağından, katılımcının emeklilik şirketini değiştirmesi durumunda giriş aidatı alınmamaktadır.

Bireysel emeklilik katılımcısının giriş aidatı dışında karşılamak durumunda olduğu bir diğer gider kalemi de yönetim gider kesintisidir. Bu anlamda, emeklilik şirketi, katılımcının bireysel emeklilik hesabına yapılan katkı payları üzerinden azami %8 oranında gider kesintisi yapabilmektedir. Yönetim gider kesintisinin hangi oran ve miktarda yapılacağı, tahsil edilme şekli ve buna benzer koşullar emeklilik planında açıkça belirtilmelidir.

Fon işletim gideri olarak adlandırılan kalem bireysel emeklilik sistemi katılımcısının diğer bir gider ödemesidir. Fon işletim gider kesintisi, emeklilik yatırım fonları içtüzüklerinde belirtilen ve fon portföyünün yönetim giderlerini karşılamak üzere tespit edilen, fon net varlık değeri üzerinden azam, yüz binde on oranında günlük olarak yapılacak olan tutara denmektedir. Fon varlıkları ve fon gelirleri üzerinden kesinti yapılması, uzun süre katkı yapan ve büyük miktarlarda fon varlığını sahip olan katılımcılardan daha fazla kesinti yapılacağı anlamına gelmektedir.

Emeklilik şirketlerinin giriş aidatı, yönetim gideri ve fon işletim gider kesintilerini emeklilik sözleşmesinde açıkça belirtmesi, söz konusu gider ödemelerinde değişiklik yapılabilmesi için sözleşmede aksine hüküm bulunmaması ve Hazine Müsteşarlığı tarafından onaylanması gerekmektedir. Varsa yapılan bir değişikliğin, on iş günü içerisinde katılımcıya bildirilmesi gerekmektedir.

#### **4.6. Bireysel Emeklilik Sisteminde Vergilendirme**

Yapılan katkılar, fon varlıkları, yatırım gelirlerinin vergilendirilmesine yönelik politikalar bireysel emeklilik sisteminin gelişmesinde önemli rol oynamaktadır. Vergi teşvikleri ile birlikte bireylerin emeklilik programlarında biriken tasarrufları orta gelir grubu için oldukça önemli bir tasarruf alanı haline gelmiştir. Dünya örneklerine bakacak olursak, iki tür vergi avantajı öne çıkmaktadır. Bunlardan ilki, katkı paylarının vergiden düşülmesi; ikincisi ise, fon yatırımlarından elde edilen gelirin fonda kaldığı süre boyunca vergiden muaf tutulmasıdır. Emeklilik dönemine kadar tasarrufların vergilendirilmemesi, fonların hızlı bir şekilde büyümesine olanak sağlamaktadır.

Bireysel emeklilik sistemine katılımı teşvik etmek ve sistemden ayrılmaları konusunda caydırıcı bir etki yaratabilmek için ülkemizde de birtakım vergi düzenlemeleri yapılmıştır. Ücretli bir çalışan veya beyan usulü ile vergi ödeyen bir kişi; kendisi, eşi ve bakmakla yükümlü olduğu çocukları adına ödediği katkı paylarını belirli sınırlar içerisinde vergi matrahından indirebilirler.

Bu şekilde ücretli çalışanlar, kendisi, eşi ve bakmakla yükümlü olduğu çocukları için ödedikleri prim, aidat ve katkıların toplamını, ödediği ayda elde edilen



brüt ücretin %10' unu ve asgari ücretin brüt tutarını aşmamak kaydıyla, gelir vergisi matrahından düşebilmektedirler.

Çalışanlar adına işverenler tarafından ödenen katkı payları da vergi matrahından indirilebilmektedir. Ancak, ödemenin yapıldığı aydaki çalışanın brüt maaşının %10' u kadar veya yıllık olarak asgari ücretin yıllık tutarını aşmayacak şekilde işverenlerin kurumlar vergisi matrahından düşülebilmektedir.

Yıllık beyanname verenler de bir yıl içinde ödedikleri katkı paylarının toplamını, o yıl içindeki toplam vergi matrahlarının %10'unu ve yıllık asgari ücretin toplam tutarını geçmeyecek şekilde vergi matrahlarından düşebilmektedir. Bakanlar Kurulu söz konusu oranı %20 oranına kadar artırmaya ve belirtilen haddi asgari ücretin yıllık tutarının iki katını geçmemek üzere yeniden belirlemeye yetkili kılınmıştır.

Katkıların emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilmesi aşamasında da fon varlıklarında meydana gelen değer artışları vergiden muaf tutulmaktadır. Böylece katılımcılar emeklilik yatırım fonlarından diğer fonlara göre daha yüksek gelir elde etme imkanı bulmaktadırlar.

Bireysel emeklilik sisteminden emekli olurken veya sistemden zorunlu olarak ayrılma durumunda da vergi avantajı sağlanmaktadır. Katılımcının emeklilik şartlarını yerine getirmesi ya da vefat, sakatlık veya şirket tasfiyesi gibi zorunlu nedenlerle sistemden ayrılması durumunda emeklilik sistemindeki birikimlerinin %25' i vergiden muaf, geri kalan %75' lik kısmı üzerinden %5 oranında stopaj vergisi uygulanmaktadır.

Katılımcının bireysel emeklilik sisteminde 10 yılını doldurmuş, fakat 56 yaşını doldurmadan sistemden ayrılması durumunda, birikimlerinin %10' u oranında stopaj kesilerek geri kalan tutar katılımcıya ödenir. Eğer katılımcı 10 yılı da doldurmadan sistemden ayrılmak isterse, tüm birikimlerinin %15' i stopaja tabi olmaktadır. Bu oran düşüldükten sonra kalan tutar katılımcıya ödenir.

Sonuç olarak, bireysel emeklilik sisteminde uygulanan vergi avantajları sistemi diğer alternatiflerine oranla oldukça cazip hale getirmiştir. Ancak tüm bu avantajların yanında BES' in tercih edilebilmesi ve gelişebilmesi için daha fazla vergisel teşviklere ihtiyaç duyulduğu düşünülmektedir ( Dalğar, 2007 ).

#### **4.7. Bireysel Emeklilik Sisteminde Denetim**

Bireysel emeklilik sisteminin başta Hazine Müsteşarlığı olmak üzere kapsamlı bir denetim mekanizması vardır. Bunun dışında bu mekanizmaya dahil olan yapılar SPK ve Emeklilik Gözetim Merkezi' dir. Bu kurumların dışında sistem; bağımsız dış denetim, aktüeryal denetim ve iç denetim olmak üzere çeşitli şekillerde denetlenmektedir.

##### **4.7.1. Hazine Müsteşarlığı Tarafından Yapılan Denetim**

Hazine Müsteşarlığı yılda bir kez olağan olarak, gerekli gördüğü hallerde ise olağan dışı olarak emeklilik şirketlerinin faaliyetlerini denetlemektedir. Emeklilik şirketi denetim sırasında müsteşarlığın istediği her türlü defter, kayıt, bilgi ve belgeyi vermekle yükümlüdür.

Hazine Müsteşarlığı yaptığı denetimlerde aşağıdaki maddelerde yer alan konular üzerinde durmaktadır:

1. Kuruluş aşamasında ve faaliyete başlarken mevzuatta aranan şartları kaybedip kaybetmediğini;
2. Yükümlülüklerini karşılayabilir yeterlilikte sermaye ve öz kaynağa sahip olup olmadığını;
3. Sahip olduğu teknik donanım ve organizasyon yapısının mevcut ve potansiyel ihtiyaçları karşılayıp karşılamadığını;
4. Katılımcıların sisteme girmesinde, aktarım yapmasında ve sistemden ayrılmasında mevzuata uyup uymadığını;
5. Katılımcıların haklarının korunmasına ilişkin olarak iyi niyet kurallarına uyulup uyulmamasını ve emeklilik sözleşmelerindeki şartlara göre işlemleri ve bildirimleri zamanında yapıp yapmadığını;
6. Bireysel emeklilik araçları tarafından veya pazarlama ve satış elemanları aracılığıyla yapılan işlemlerin mevzuata uygun olup olmadığını;
7. Katılımcıların katkılarını zamanında yatırıma yönlendirip yönlendirmediğini; katılımcı kayıtlarının toplanması ve saklanması için gerekli tedbirleri alıp almadığını ve portföy büyüklüğü ile orantılı şekilde alt yapı tesis edip etmediğini;
8. İstatistiklere uygun olarak veri tabanı oluşturulup oluşturulmadığını denetlemektedir.

#### **4.7.2. Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yapılan Denetim**

Emeklilik şirketlerinin, emeklilik yatırım fonlarının, portföy yöneticilerinin ve saklayıcı kuruluşların faaliyetleri de yılda en az bir kere olmak üzere SPK denetimine tabidir. Emeklilik yatırım fonlarının kuruluşundan itibaren; organizasyonunu içyapısı, iç ve bağımsız denetim, muhasebe, belge ve kayıt düzeni,

katılımcıların bilgilendirilmesine ilişkin esaslar, fon türlerine ve sınırlamalarına ilişkin ilkeler, fonların birleşme ve devirlerine yönelik esaslar SPK tarafından denetlenmektedir.

#### **4.7.3. Emeklilik Gözetim Merkezi Tarafından Yapılan Denetim**

Bireysel emeklilik sisteminin güvenli bir şekilde işleyebilmesi için sisteme katılanların hak ve yükümlülüklerini korumak amacıyla, EGM tarafından günlük olarak gözetim ve denetim yapılmaktadır. EGM, 4632 sayılı kanun ve ilgili mevzuat uyarınca Hazine Müsteşarlığı'na bağlı olarak 10 Temmuz 2003 senesinde kurulmuştur. EGM, bireysel emeklilik şirketleri tarafından ortaklaşa kurulmuş olan ve ortaklaşa idare edilen bir denetim merkezidir. Faaliyetlerine ilişkin ilgili bilgileri SPK'dan temin etmektedir.

#### **4.7.4. Aktüeryal Denetim**

Emeklilik şirketi, emeklilik ve sigortacılık faaliyetleri ile ilgili olarak her yıl sonu itibarıyla bir aktüer tarafından yapılacak olan aktüeryal denetime tabi tutulmaktadır. Bu denetim, şirketin faaliyet gösterdiği tüm branşları kapsayacak şekilde branş bazında yapılacak olan teknik analizleri içermektedir. Denetim sonunda hazırlanacak olan rapor, şirket genel müdürü veya yardımcısı tarafından imzalanarak her yılın en geç mart ayı sonuna kadar Hazine Müsteşarlığı'na gönderilir.

#### **4.7.5. Bağımsız Dış Denetim**

Emeklilik şirketlerinin yukarıda açıklanan denetimler dışında, mali yönden bağımsız dış denetimi, bağımsız denetleme kuruluşları tarafından yılda bir kez yapılmaktadır. Şirketin yaptıracığı dış denetim, yazılı bir denetleme sözleşmesine bağlanarak sözleşmenin bir örneği denetlenecek şirket tarafından müsteşarlığa gönderilir. Bağımsız dış denetimin yürütülmesinde, raporların düzenlenmesinde ve

tabloların kamuya ilan edilmesinde sermaye piyasası mevzuatının bağımsız denetime ilişkin hükümleri uygulanır.

#### **4.7.6. İç Denetim**

Bunların dışında emeklilik şirketlerin iç denetim mekanizmaları bulunmaktadır. Emeklilik şirketinin iç denetimi, verimliliği artırması, mali ve idari konularda bilgi akışının sağlanması, bilgi bütünlüğünün sağlanması ve emeklilik şirketinin faaliyetlerinin mevzuata uygunluğunun sağlanması amacıyla şirket denetçileri tarafından yapılmaktadır. Bu nedenle şirket, mesleki deneyim süresi hariç, emeklilik yatırım fonlarında fon denetçisi olmak için gerekli niteliklere sahip en az bir iç denetçi atar. Denetçi yaptığı denetleme sonucunda yazdığı raporunu yılda en bir kere olmak üzere şirket yönetim kuruluna sunar.

#### **4.8. Bireysel Emeklilik Sisteminin Önemi ve Ekonomik Yapıya Etkileri**

BES, emekliliğe yönelik tasarruf ve yatırım istemi olup; kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak nitelendirilebilir. Tüm dünyada gerek sosyal güvenlik alanındaki sorunların çözümünde; gerekse finansal piyasaların gelişmesinde önemli katkılar sağlayan bir sistem olarak karşımıza çıkmaktadır. Dünyadaki uygulamalarına baktığımızda BES, uzun vadeli tasarruf ve yatırım niteliği nedeniyle ekonomiye istikrar kazandırmakta, sermaye piyasalarında yatırım enstrümanları ve türevlerinin çeşitlenmesi yoluyla piyasanın derinleşmesine katkı sağlamaktadır.

Önceki bölümlerde bahsettiğimiz gibi, bir sosyal güvenlik sisteminin 3 temel fonksiyonu yerine getirmesi beklenmektedir. Bunlar, gelirin yeniden dağılımı, sigorta ve tasarruf fonksiyonlarıdır.

Bu açılardan da bakacak olursak, BES ile beklenen birinci fayda, yüksek gelirlilerden düşük gelirlilere, çalışan ve geliri olanlardan muhtaç olanlara doğru bir gelir dağılımı sağlamak, ikinci fonksiyonu olarak; önceden bilinemeyen durumlar için ortaya çıkabilecek zararları karşılama garantisi sağlamak, son olarak da; gelecekte daha yüksek bir hayat standardı sağlayabilmek için, bugünkü tüketimden vazgeçerek daha yüksek gelir elde etme arzusunu karşılamak olarak özetleyebiliriz. Çok ayaklı bir sosyal güvenlik sisteminin varlığı ve bu üç temel fonksiyonun yerine getirilmesi, tek ayaklı sosyal güvenlik sistemlerinin yol açtığı sosyal dayanışmayı zedeleyen, insanları çalışmadan alıkoyan ve tasarrufu unutturan olumsuz etkilerin ortaya çıkmasını da önleyecektir.

BES ile bireyler, emekliliğe yönelik tasarrufta bulunurken; bu tasarrufların kendi nam ve hesaplarında sürekli izlenebilen verimli yatırımlara dönüştürülmesi ile aynı zamanda ekonomiye uzun vadeli kaynak sağlayarak istihdamın artırılması ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunmaları da mümkündür. Bireysel emeklilik sisteminde yaratılan uzun vadeli fon arzının para ve sermaye piyasalarında yatırım araçlarının çeşitlenmesine ve daha uzun vadeli yatırım araçlarının geliştirilmesine imkan sağlanacaktır.

Emeklilik fonları, ekonomik büyüme katkısı ve kamuya uzun vadeli borçlanma imkanı tanınması sebebiyle Türkiye ekonomisine önemli bir nakit akışı sağlayacaktır. Piyasalarda uzun vadeli fonların varlığı, kamunun yanında özel kesimin de sermaye ihtiyacını karşılayarak, sermaye talebi yapısının değişmesine de katkı sağlayacaktır. Böylelikle özel kesimin de uzun vadeli borçlanmasına imkan sağlanıp, bireyler ve işletmeler ekonomik kararlarında daha uzun vadeli hareket edebileceklerdir.

BES dahilinde oluşturulacak fonlara paralel olarak bireysel emeklilik sektörünün de büyümesi sonucunda, bu alanda faaliyet gösteren şirket sayısının artması ile sektörde çalışacak personel ihtiyacı da artacaktır. Böylelikle yeni ve hızla büyüyen bir istihdam alanı oluşacak, kayıt dışılık azalacak ve sürdürülebilir ekonomik büyüme olanağına kavuşulacaktır.

Ayrıca kurumlar kendilerini farklılaştırmak, kaliteli elemanlarını elde tutmak ve çalışanlarının motivasyonlarını yüksek tutmak için onları BES içine dahil edebilmektedirler. Böylece, çalışan verimliliğinin yükselmesi sonucunda daha karlı ve verimli kuruluşlar ortaya çıkmaktadır.

Ülkemizin genç bir nüfusa sahip olduğu, ileriki yıllarda bu nüfus yapısının tersine döneceği öngörülmektedir. Bu aşamada, bireysel emeklilik sistemi demografik fırsat penceresini kullanmada bizlere önemli seçenekler sunmaktadır. Bugünün genç nüfusunun, ileride yaşlanacağı ve toplum içerisinde yaşlı nüfusun payının artacağı düşünülürse, gelecekte sosyal güvenlik ihtiyacına duyulacak fonların bugünden biriktirilmesi gerekmektedir. Bu da daha az çalışanın daha çok emeklinin olacağı yıllarda, sosyal güvenlik sisteminin finansal yapısının daha sağlam mali temeller üzerine kurulmasına ve güçlenmesine olanak sağlayacaktır.

Katılımcıların önemli oranda genç yaş grubunda olması sistemde emeklilik yaşının en az 56 olduğu düşünüldüğünde fon akışının uzun vadeli olması noktasında oldukça önemlidir.

Ülkemizde BES' in yürürlüğe girmesinden bu yana kat ettiği yol oldukça büyüktür. BES yaygınlaştıkça, ekonomik gelişmeler hız kazanacak, kişi başı düşen milli gelir artacak; böylece bireyler daha çok harcanabilir gelire sahip olacaklardır.

Sonuç olarak, bireysel emeklilik sisteminin ekonomiye önemli katkılar sağlayabilme potansiyeli oldukça yüksektir. Temel ihtiyacımız olan tasarruflar ve yeni yatırımlar bu sistem ile sağlanmış olacak, tamamlayıcı niteliği ile de BES sosyal güvenlik ihtiyacının karşılanmasına ve güçlenmesine imkan verecektir.

#### **4.9. Bireysel Emeklilik Sisteminde Türkiye için Geline Nokta**

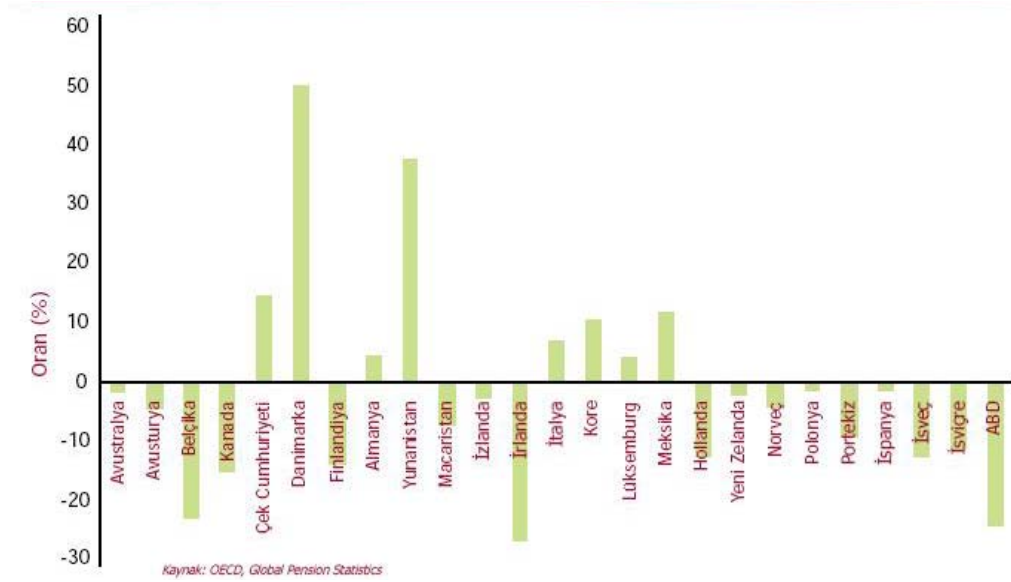
27. 10. 2003 tarihinde yürürlüğe giren ve geçtiğimiz yıl 6. yılını dolduran bireysel emeklilik sistemi son dönemde yaşanan mali krize rağmen orantılı büyümesini sürdürmektedir. Tasarrufların öneminin giderek arttığı günümüzde, gönüllü katılım esasına dayalı bu sistemde sağlanan istikrarlı büyüme ve 9 milyar TL' yi aşan birikmiş fon miktarı çok büyük önem taşımaktadır ( Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu-2009 ).

2009 yıl sonu verileri 2008 verileri ile karşılaştırıldığında, toplam fon büyüklüğünün % 42 oranında arttığını görmekteyiz. Yine aynı dönem içerisinde bir şirket daha ruhsat alarak emeklilik şirketi olarak faaliyet göstermeye başladığını ve böylece sistemde bulunan emeklilik şirketi sayısının 13' e yükseldiğini görmekteyiz.

Şu anda %1 olan toplam fon büyüklüğünün gayri safi yurtiçi hasılaya oranının 2023 yılında %10 olması beklenmektedir. Ülkemiz hem 2008 hem de 2009 verilerine baktığımızda, OECD ülkeleri özel emeklilik fonları içinde en yüksek nominal getiriyi sağlayan ülke durumdadır. Bu oranın yüksek olmasının en önemli etkenlerinden birisi sabit getirili enstrümanlara olan yatırımların çokluğudur. Bununla beraber, faiz oranlarında yaşanan düşüş ve yatırım ortamının önemli ölçüde değişmeye başlaması; önümüzdeki dönem için yüksek getiri sağlayabilecek alternatif yatırım araçlarına ihtiyaç olduğunu göstermektedir. Bu anlamda sistemde yatırım



fonlarının çeşitlendirilmesi ve katılımcılara alternatif yatırım imkanları sunulması çalışmalarına da başlanmıştır.



**Şekil 2** OECD Ülkeleri Emeklilik Fonları Net Varlık Değerlerinde Yıllık Değişim (2008/2007)

Aynı zamanda vergi teşvikleri de sistemin gelişmesinde oldukça önemli bir rol oynamaktadır. Fakat veriler incelendiğinde, vergi teşviklerinden yararlanma oranının oldukça düşük olduğu gözlenmektedir. Sistemin daha hızlı büyüebilmesi için, katılımcılara her aşamada bu tür avantajların hatırlatılması gerekmektedir.

Mevzuatı geliştirme anlamında da 2009 senesi içerisinde bazı yeni düzenlemeler getirilmiştir.

2009 yıl sonu verilerine baktığımızda, bireysel emeklilik sistemi içerisinde toplam 2, 203, 886 tane emeklilik sözleşmesinin yürürlükte olduğunu görmekteyiz. Katılımcı sayısı 2008 yılına göre %14 oranında büyüme kaydetmiştir. Sistemde 13

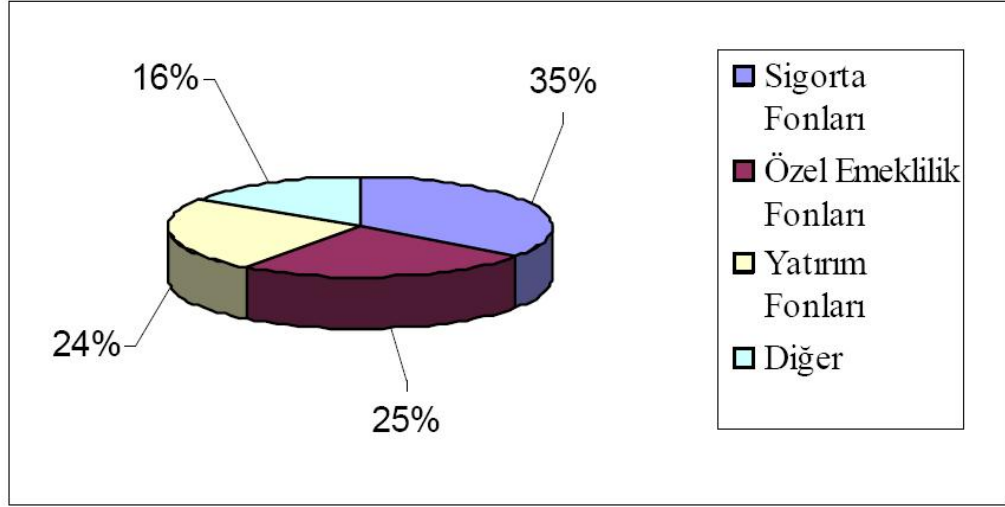
tane emeklilik Őirketi faaliyetlerini yűrűtmekte ve 2009 yılı sonu fon bűyűklűğűnűn 9 milyar TL' yi aŐtıđı gűrűlmektedir (Bireysel Emeklilik Sistemi GeliŐim Raporu-2009).

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### DÜNYA' DA UYGULANAN BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMLERİNDEN ÖRNEKLER

Çalışmamızın bu bölümünde Dünya'da uygulanan bireysel emeklilik sistemlerinden örneklere yer verilmiştir. Bireysel emeklilik sistemi uzun yıllardır kullanılmakta olan bir sistem olup, ülkeler arası değişik uygulama biçimlerini görmek mümkündür. Birtakım ülkelerde bireysel emeklilik sistemine giriş zorunlu tutulmuşken, bazı ülkelerde ise sisteme giriş kişinin tercihine bırakılmıştır. Meksika, Şili, Polonya, Macaristan gibi ülkelerde bireysel emeklilik sisteminin zorunlu olduğu görülürken, OECD ülkelerinde ise bireysel emeklilik sistemine giriş gönüllülük esasına dayanmakta ve mevcut sosyal yapının tamamlayıcısı niteliğindedir.

Aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere Dünya' da toplam tasarrufların dağılımına baktığımızda emeklilik fonlarının ikinci sırada yer aldığını görmekteyiz (Ege, 2007-2008).



**Şekil 3** Dünya’da Özel Emeklilik Fonlarının Toplam Tasarruflar İçindeki Ağırlığı

Bu oranların ülkeden ülkeye değiştiğini ve bireysel emeklilik sisteminin gelişmiş olduğu ABD, Kanada, İngiltere gibi ülkelerde ağırlığın daha fazla olduğunu söylemek mümkündür.

Uzun yıllardan beri birçok ülkenin sosyal güvenlik sistemlerinde reform yapmış olduğunu görmekteyiz. 1985 yılında bireysel emeklilik sistemine yönelik reformları yapmış ülkeler Şili, İsviçre ve Hollanda iken 2000 li yıllarda bu ülkelere Avustralya, Meksika, İsveç, Danimarka, Finlandiya gibi birçok ülke eklenmiştir.

**Tablo 3:** OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonları Büyüklüğü ve Emeklilik Fonu Varlıklarının GSYİH'ye Oranı

| OECD Ülkeleri - 2001 | Fon Büyüklüğü<br>(Milyar \$) | GSYİH'ye Oranı<br>(%) |
|----------------------|------------------------------|-----------------------|
| ABD                  | 5115.9                       | 75                    |
| İngiltere            | 1226.3                       | 85                    |
| Japonya              | 811.6                        | 21                    |
| Kanada               | 418.8                        | 48                    |
| Avustralya           | 417.9                        | 62                    |
| Hollanda             | 383.2                        | 113                   |
| İsviçre              | 268.6                        | 102                   |
| Almanya              | 63.0                         | 3                     |
| İrlanda              | 48.5                         | 52                    |
| İtalya               | 48.1                         | 4                     |
| Danimarka            | 39.0                         | 22                    |
| Avusturya            | 22.8                         | 1                     |
| Belçika              | 13.4                         | 6                     |
| Norveç               | 12.9                         | 8                     |
| İspanya              | 12.8                         | 2                     |
| Portekiz             | 12.4                         | 12                    |
| Kore                 | 11.5                         | 3                     |
| Meksika              | 11.4                         | 2                     |
| Finlandiya           | 10.9                         | 9                     |
| Yeni Zelanda         | 8.6                          | 11                    |
| İzlanda              | 7.2                          | 83                    |
| İsveç                | 6.8                          | 3                     |
| Polonya              | 4.9                          | 3                     |
| Yunanistan           | 4.7                          | 4                     |
| Macaristan           | 2.3                          | 5                     |
| Çek Cumhuriyeti      | 1.8                          | 4                     |
| Slovak Cumhuriyeti   | 0                            | 1                     |
| Lüksemburg           | 0                            |                       |
| Türkiye              | 0                            |                       |
| TOPLAM               | 8985.3                       |                       |

Emeklilik fonu varlıklarının GSYİH' ye oranı incelendiğinde (Tablo 3) en yüksek oranın sırasıyla Hollanda, İsviçre, İngiltere, İzlanda ve ABD'de olduğu görülmektedir. Dünya'da en yüksek fon büyüklüğüne sahip ülkeler ise sırasıyla, ABD, İngiltere, Japonya, Kanada, Avustralya, Hollanda ve İsviçre'dir (Ege, 2007-2008).

Bu bölümde zorunluluk esasına ve gönüllülük esasına dayalı olan sistemlerden ikişer örnek verilecek olup; sistemde büyük bir paya sahip olan ülkelerden ABD ve İngiltere ile, bireysel emeklilik sisteminde büyük bir reform yapmış olan Şili ile Macaristan bireysel emeklilik sistemleri genel hatları ile ele alınacaktır.

### **5.1. Amerika Birleşik Devletleri Bireysel Emeklilik Sistemi**

ABD’ de uygulanan bireysel emeklilik sistemine baktığımızda sistemin kamu emeklilik planının tamamlayıcısı niteliğinde olduğunu görmekteyiz. Maaş esaslı ve katkı payı esaslı sistemlerin uygulandığı ülke emeklilik fonu büyüklüğü açısından dünya’ da birinci sırada yer almaktadır.

Devlete bağlı sosyal Güvenlik İdaresi tarafından yönetilen OASDI ( Yaşlılık, Ölüm ve Maluliyet Sigortası) Amerika Birleşik Devletleri sosyal güvenlik sistemin büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Sosyal güvenlik harcamaları işçi ve işverenden alınan primlerle sağlanmakta, toplanan primler belirli oranlarda uzun dönemli sigorta kollarının ve sağlık harcamaları finansmanında kullanılmaktadır. Aynı zamanda katkı payı esasına dayanarak oluşturulan emeklilik hesapları yetki belgesi almış sigorta şirketleri, bankalar, portföy yönetim şirketleri gibi şirketlerce işletilmekte ve yıllık belli bir tutara kadar vergiden muaf tutulabilmektedir. Katkı esaslı emeklilik programları ülke sisteminin önemli bir unsuru olmuş olup; ABD’ de bireylerin aktif çalışma hayatı sonunda ele edecekleri gelir büyük ölçüde özel emeklilik fonlarına dayanmaktadır.

## **5.2. İngiltere Bireysel Emeklilik Sistemi**

Dünya’ da resmi özel emeklilik sistemlerinin ilk geliştiği ülkelerden biri olan İngiltere’ de söz konusu düzenlemeler 18. yüzyıla kadar dayanmaktadır. İngiltere, emeklilik fonu büyüklüğü açısından Avrupa’ da birinci sırada yer almaktadır. Ülkenin emeklilik sistemi diğer ülkelerden farklılık gösterir. Sistemin birinci basamağında devlet tarafından oluşturulan ve iki programdan oluşan sosyal güvenlik sistemi bulunmaktadır. Devlet tarafından yürütülmekte olan bu sisteme işçilerin ve serbest çalışanların katılımı zorunlu olup, primler ulusal sigorta fonunda toplanmaktadır. İkinci basamağı mesleki emeklilik planları oluşturmaktadır ve işveren tarafından oluşturulan mesleki emeklilik planları tüm çalışanlar için isteğe bağlı olarak geliştirilmiştir. Emeklilik yaşı devlet emeklilik planları ile aynı olmakla birlikte, devlet planlarının aksine erken emeklilik bu sistemde mümkündür. Sistemin üçüncü basamağını ise bireysel emeklilik planları oluşturmaktadır. Bu planlar hem kamu tarafından sağlanan hem de işveren emeklilik planlarının alternatifi şeklinde olup katılım gönüllülük esasına dayanmaktadır. Bu planın avantajı işçinin iş değiştirmesi durumunda taşınabilir olmasıdır. Bu planlara ek olarak bağımsız ek gönüllü katkı programları adında programlar da bulunmaktadır. İngiliz emeklilik sisteminin gelişmesinde özelleştirmeler önemli bir rol oynamıştır.

## **5.3. Şili Bireysel Emeklilik Sistemi**

Şili’ de 1980 yılında kabul edilen emeklilik fonları kanunu ile dağıtım modeline dayalı sosyal güvenlik sisteminden fonlama modeline dayalı özel emeklilik sisteminde geçiş yapılmıştır. Bu geçiş Dünya’ da emeklilik reformlarıyla ilgili yapılan en köklü değişimlerin başında gelmektedir. Zorunlu bireysel emeklilik planlarına işveren katılımı zorunlu tutulmuş olup; bu sisteme katılım reform öncesi

çalışmaya başlayanlar için isteğe bağlı; 1983 ve sonrası çalışmaya başlayanlar içinse zorunludur. Geleneksel sistemde yer alan sigortalıya yapılacak ödemedden sonra sistem tamamen sona erecektir. İşveren ya da çalışanlar tarafından ödenecek olan olan katkılar katılımcıların bireysel hesaplarında tutulmaktadır. Bireysel hesaplarda biriken bu tasarruflar, sadece bu amaca yönelik uzmanlaşan “Emeklilik Fonları Yönetimleri” ( Administradoras de fondos Pensiones – AFP) olarak adlandırılan şirketleri tarafından yönetilmektedir. Tasarrufların güvence altına alınabilmesi için sıkı bir denetime tabi tutulan AFP’ lerde toplanan primlere karşılık rezerv ayırma ve denetim imkanı bulunan alanlarda değerlendirme zorunluluğu bulunmaktadır. Şili’ de yıllar itibariyle fon büyüklüğü büyük miktarda artmış olup, bu sayı 2005 yılında 74.756 milyon USD’ ye yükseldiğini söylemek mümkündür.

#### **5.4. Macaristan Bireysel Emeklilik Sistemi**

Macaristan’ da sosyal güvenlik sistemi 3 ayaklı bir yapıdan oluşmaktadır. Birinci ayak, devlet tarafından garanti edilen ve emeklilikte bireylere asgari düzeyde gelir seviyesi sağlamayı hedefleyen emeklilik sistemi; ikinci ayakta çalışanlar ve işverenler tarafından ödenen primlerle finanse edilen zorunluluk esasına dayalı tamamlayıcı emeklilik programı; sistemin üçüncü ayağında ise gönüllülük esasına dayalı bireysel emeklilik sistemi yer almaktadır. Birinci ayak tamamıyla işverenler ve kısmen çalışanlar tarafından finanse edilmekte olup; sistemin ikinci ve üçüncü ayağı tamamıyla çalışanların katkılarıyla finanse edilmektedir. İşverenler ve çalışanlar için katılımın isteğe bağlı olduğu planlarda birikimler toplu para ya da maaş şeklinde alınabilmektedir. Katılımcılar tarafından ödenen katkı payları yatırıma yönlendirilmekte ve fonlar Devlet Finansal Denetleme Kurumu tarafından denetlenmektedir(Aydın,2008).



## ALTINCI BÖLÜM

### EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI

#### 6.1. Genel Olarak Emeklilik Yatırım Fonları

EYF' ler, sosyal güvenlik sisteminin ikinci ve üçüncü ayağında yer alan çalışanların çalışma hayatı süresince elde ettikleri gelirlerden tasarruf ederek, emeklilik dönemlerinde sürdürülebilir bir hayat düzeyi sağlamalarına olanak tanıyan ve koşulları önceden belirlenmiş bir emeklilik planı çerçevesinde; işverenler, çalışanlar ve her iki grubun da düzenli olarak yaptıkları katkıların bir fonda toplanarak, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde yatırıma yöneltildiği kurumsal yapılardır.

Bilinen ilk özel emeklilik fona, 1862 yılında Avustralya' da Bank of New South Wales tarafında kurulmuş, onu 1875 yılında ABD' deki American Express Co. takip etmiştir. 1950 sonrası ise özel emeklilik fonları, sayı, üye ve varlık büyüklüğü açısından hızlı bir gelişme göstermeye başlamıştır. 2000' li yılların

başında özel emeklilik fonları dünya genelinde 12, 5 trilyon \$'lık bir varlık büyüklüğüne ulaşmıştır.

EYF'ler sosyal güvenlik alanında olduğu kadar, finansal sistemde kurumsal yatırımcı kimliği ile de önem taşıyan kurumlardır. Bireylerin tasarrufları, çoğunlukla kurumsal yatırımcılar aracılığıyla yatırım finansmanında kullanılabilir bir kaynak haline gelmektedir. Dolayısıyla, kurumsal bir yatırımcı olarak EYF'lerin en önemli fonksiyonu fon yaratma olmaktadır. Ayrıca EYF'ler fon oluşturma fonksiyonlarının yanında bu fonların yönlendirilmesi açısından da önem arz etmektedirler.

Bu noktada, tüm dünyada önemli bir kurumsal yatırımcı olarak kabul edilen ve uzun vadeli yatırım perspektifi olan özel emeklilik fonlarının Türkiye'de de 27 Ekim 2003 tarihinde Emeklilik Yatırım Fonları ( EYF ) adı altında faaliyete başlaması ile sermaye piyasamızda etkinliğin ve derinliğin artması, reel sektöre daha fazla kaynak aktarılması ve bunun da büyüme ve istihdam üzerinde olumlu etkiler yaratması beklenmektedir.

### **Genel Tanımlama**

EYF, çalışanların çalışma hayatları boyunca elde ettikleri gelirlerden tasarruf ederek, emeklilik dönemlerinde sürdürülebilir bir hayat düzeyi sağlamalarına olanak sağlayan ve koşulları önceden belirlenmiş bir emeklilik planı çerçevesinde işverenler, çalışanlar veya her iki grubun ya da herhangi bir işverene bağlı olarak çalışmayan bireylerin, düzenli olarak yaptıkları belirli bir tutardaki katkıların bir fonda toplanarak, profesyonel portföy yönetim ilkeleri çerçevesinde

yatırıma yönlendirildiği kurumsal yapılar olarak tanımlanmaktadır (Derelioğlu, 2001).

Birer sermaye piyasası kurumu olan EYF' ler süresiz olarak kurulmakta ve tüzel kişiliğe sahip bulunmamaktadırlar. Fonun mal varlığı 4632 sayılı kanun, emeklilik sözleşmesi, fon içtüzüğü ve ilgili diğer mevzuattan doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi dışında hiçbir amaçla kullanılamamaktadır. Ayrıca fon mal varlığı rehnedilememekte, teminat gösterilememekte, 3. şahıslar tarafından haczedilememekte ve iflas masasına dahil edilememektedirler (EYFY, md. 17).

EYF' lerin portföyü;

- Nakit, vadeli ve vadesiz mevduat,
- Borçlanma araçları(ters repo dahil) ile hisse senetleri,
- Kıymetli madenlere ve gayrimenkule dayalı varlıklar,
- Repo işlemleri,
- Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri,
- Borsa para piyasası işlemleri,
- Yatırım fonu katılma belgeleri,
- Kurulca uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye

piyasası araçları ve işlemlerinden oluşmaktadır (EYFY, md. 5).

### **Kuruluş ve Faaliyete Geçme**

EYF' ler, SPK' dan izin almak koşuluyla emeklilik şirketleri tarafından kurulmaktadır. Emeklilik yatırım fonu kurmak isteyen emeklilik şirketi, SPK tarafından belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanan kuruluş başvuru formu,

fon içtüzüğü, emeklilik sözleşmesi ve formada belirtilen belgelerle birlikte SPK' ya başvuruda bulunmaktadır. Fon kuruluş başvurusunun kabul edilebilmesi için, şirketin kuruluş şartlarını kaybetmemiş olması, saklayıcını ve portföy yöneticisini belirlenmiş olması, fon içtüzüğünün SPK düzenlemelerine uygun olarak hazırlanması ve mevzuatta belirtilen şartların yerine getirilmesi gerekmektedir ( EYFY, md. 7).

Kanun çerçevesinde her emeklilik şirketi grup EYF' ler dışında en az üç ayrı EYF kurmak zorundadır. Kurulması zorunlu üç EYF' nin her birinin başlangıç tutarı ver her bir fon için ayrı ayrı olmak üzere tahsis edilmesi gereken avans tutarı emeklilik şirketinin ödenmiş sermayesinin %5' inden az olmamaktadır. Ancak, emeklilik şirketinin bu üç EYF' ye ilave olarak kuracağı her bir fon için başlangıç tutarı ve avans tutarı şart aranmaksızın emeklilik şirketi tarafından belirlenmektedir ( EYFY, md. 11).

EYF' lerin faaliyete geçmesi için kurul kaydına alınması gerekmektedir. Kurul kaydına alınma için emeklilik şirketinin, fon kuruluş izni aldığı tarihten itibaren an geç altı ay içersinde SPK tarafından belirlenen belgelerle birlikte katılma belgelerinin kayda alınması için SPK' ya başvurması gerekmektedir. Şirkete ve katılımcılara ait fondaki pay adedi, fon miktarı, fonun faaliyet ilke ve esasları, örgüt yapısı, muhasebe, belge ve kayıt düzeni, katılımcıların bilgilendirilmesi ve bunlara ilişkin esaslar ve usuller Hazine Müsteşarlığı'nın uygun görüşü alınarak SPK tarafından belirlenmektedir (Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kn., md. 16).

## **6.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Türleri**

EYF' ler doğrudan fonu tanıtması, fonun risk ve getiri yapısı hakkında eksik, yanlış, yanıltıcı bilgi vermemesi, izahnamede belirtilmesi ve SPK tarafından uygun görülmesi koşuluyla, izahnamelerinde belirtilecek portföy yönetim stratejisine uygun olarak kurulabilmektedir.

SPK, emeklilik şirketlerinin kuracakları fonlara yön vermek ve yol gösterici olmak amacıyla ve katılımcıların emeklilik planlarını seçerken ve EYF' ler arasında katkı paylarının dağıtılmasına ve değişiklik yapılmasına karar verirken bilgi sahibi olmalarını sağlamak için EYF türleri hakkında bilgi veren 10. 05. 2002 tarih ve 22/646 sayılı bir karar almıştır. Söz konusu karara göre, EYF' ler için Gelir Amaçlı Fonlar, Büyüme Amaçlı Fonlar, Para Piyasası Fonları, Kıymetli Madenler Fonları, İhtisaslaşmış Fonlar ve Diğer Fonlar olmak üzere 6 ana tür tanımlamış ve bu ana türlerin altında 25 alt tür oluşturmuştur ( SPK, Bireysel Emeklilik Fonlarına İlişkin Açıklama, 10.05.2002 Tarih ve 22/646 Sayılı Karar ).

### **6.2.1. Gelir Amaçlı Fonlar**

Gelir Amaçlı Fonlar, yatırım yapılacak varlıkların bunlardan elde edilecek temettü ve faiz gelirlerine ağırlık verilere belirlendiği fonlardır.

Gelir Amaçlı Fonlar türleri aşağıdakilerden oluşmaktadır:

#### **6.2.1.1.Hisse Senedi Fonu:**

Fon portföyünün en az %80'ini düzenli temettü ödemesi yapan ve fiyat oynaklığı nispeten daha az olan hisse senetlerine yatıran ve temettü geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.

#### **6.2.1.2.Kamu Borçlanma Araçları Fonu:**

Fon portföyünün en az %80'ini ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerine yatıran ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.

#### **6.2.1.3.Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu:**

Fon portföyünün en az %80'ini özel sektör borçlanma araçlarına yatıran ve faiz gelir elde etmeyi amaçlayan fondur.

#### **6.2.1.4.Karma Borçlanma Araçları Fonu:**

Fon portföyünün en az %80'ini kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatıran ve faiz gelir elde etmeyi amaçlayan fondur.

#### **6.2.1.5.Karma Fon:**

Her birinin değeri fon portföyünün %20'sinden az olmayacak şekilde, fon portföyünün en az %80'ini hisse senetlerine ve borçlanma araçlarına yatıran ve temettü ve faiz geliri elde etmeyi amaçlayan fondur.

#### **6.2.1.6.Uluslararası Hisse Senedi Fonu:**

Fon portföyünün % 80'ini, düzenli temettü ödemesi yapan ve fiyat oynaklığı nispeten daha az olan yabancı hisse senetlerine yatıran ve temettü geliri elde etmeyi amaçlayan fondur.

#### **6.2.1.7.Uluslararası Borçlanma Araçları Fonu:**

Fon portföyünün en az %80'ini yabancı borçlanma araçlarına yatıran ve faiz geliri elde etmeyi amaçlayan fondur.

#### **6.2.1.8.Uluslararası Karma Fon:**

Her birinin değeri fon portföyünün %20'sinden az olmayacak şekilde, fon portföyünün en az %80'ini yabancı hisse senetlerine ve yabancı borçlanma araçlarına yatıran ve temettü ve faiz geliri elde etmeyi amaçlayan fondur.

#### **6.2.1.9.Esnek Fon:**

Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre; nakit, vadeli/vadesiz mevduat, borçlanma araçları ile hisse senetleri, kıymetli madenler ve gayrimenkule dayalı varlıklar, repo işlemleri, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, borsa para piyasası işlemleri, yatırım fonu katılma belgeleri, SPK tarafından uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye piyasası araçlarının tamamına veya bir kısmına yatıran ve temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden bilinmemektedir.

#### **6.2.2. Büyüme Amaçlı Fonlar**

Büyüme amaçlı fonlar, yatırım yapılacak varlıkların, bunlarda elde edilecek sermaye kazancına ağırlık verilerek belirlendiği fonlardır.

Büyüme amaçlı fonlar aşağıdaki türlerden oluşmaktadır:

##### **6.2.2.1.Hisse Senedi Fonu:**

Fon portföyünün en az %80'ini borsada işlem gören şirketlerin hisse senetlerine yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi amaçlayan fondur.,

##### **6.2.2.2.Küçük Şirketler Hisse Senedi Fonu:**

Fon portföyünün en az %80'ini küçük veya büyüme potansiyeli olan şirketlerin hisse senetlerine yatıran ve sermaye kazancı hedefleyen fondur.

#### **6.2.2.3.Karma Fon:**

Her birinin değeri fon portföyünün %20'sinde az olmamak kaydıyla, Fon portföyünün en az %80'ini hisse senetleri ve borçlanma araçlarına yatıran ve sermaye kazancı hedefleyen fondur.

#### **6.2.2.4.Uluslar arası Hisse senedi Fonu:**

Fon portföyünün en az %80'ini, yabancı hisse senetlerine yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur.

#### **6.2.2.5.Uluslar arası Karma Fon:**

Her birinin değeri fon portföyünün %20'sinde az olmamak kaydıyla, fon portföyünün en az %80'ini yabancı hisse senetlerine ve yabancı borçlanma araçlarına yatıran ve sermaye kazancı hedefleyen fondur.

#### **6.2.2.6.Esnek Fon:**

Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre; nakit, vadeli/vadesiz mevduat, borçlanma araçları ile hisse senetleri, kıymetli madenler ve gayrimenkule dayalı varlıklar, repo işlemleri, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, borsa para piyasası işlemleri, yatırım fonu katılma belgeleri, SPK tarafından uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye piyasası araçlarının tamamına veya bir kısmına yatıran ve sermaye kazancı elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden bilinmemektedir.

#### **6.2.3. Para Piyasası Fonları**

Para piyasası fonları, devamlı olarak portföyünde vadesine en fazla 180 gün kalmış, likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçları yer alan ve portföyün



ağırlıklı ortalama vadesi 45 gün olan fonlardır. Bu tür fonlar aşağıdaki çeşitlerden oluşmaktadır:

#### **6.2.3.1.Likit Fon- Kamu:**

Fon portföyünün tamamını ters repo dahil devlet iç borçlanma senetleri ve borsa para piyasası işlemlerine yatıran fondur.

#### **6.2.3.2.Likit Fon- Özel Sektör:**

Fon portföyünün tamamını özel sektör borçlanma araçları ve borsa para piyasası işlemlerine yatıran fondur.

#### **6.2.3.3.Likit Fon- Karma:**

Fon portföyünün tamamını kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçları ve borsa para piyasası işlemlerine yatıran fondur.

#### **6.2.4. Kıymetli Madenler Fonları**

Kıymetli madenler fonları; fon portföyünün en az %80' ini kıymetli madenler ve altına dayalı varlıklardan oluşturmak amacıyla kurulan fonlardır. Kıymetli madenler fonları, kıymetli madenler fonu ve altın fonu olmak üzere 2 ayrı fondan oluşmaktadır.

#### **6.2.4.1.Kıymetli Madenler Fonu:**

Fon portföyünün en az %80' ini ulusal ve uluslar arası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlere dayalı varlıklara yatıran fondur.

#### **6.2.4.2.Altın Fonu:**

Fon portföyünün en az %80' ini ulusal ve uluslar arası borsalarda işlem gören altına dayalı varlıklara yatıran fondur.

### **6.2.5. İhtisaslaşmış Fonlar:**

İhtisaslaşmış fonlar, coğrafi bölge, ülke, sektör ve endeksler bazında yatırım yapan fonlardır. İhtisaslaşmış fonlar, yabancı ülke fonu, sektör fonu ve endeks fonu olarak oluşmaktadır.

#### **6.2.5.1.Yabancı Ülke Fonu:**

Fon portföyünün en az %80'ini, sadece bir yabancı ülke tarafından veya bu ülkede yerleşik şirketler tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatıran fondur.

#### **6.2.5.2.Sektör Fonu:**

Fon portföyünün en az %80'ini, belirli sektör ya da sektörlerde bulunan şirketlerin hisse senetlerine yatıran fondur.

#### **6.2.5.3.Endeks Fon:**

Hisse senedi endeks fonu, tahvil endeks fonu, sektör endeks fonu veya benzer fonlar olmak üzere baz alınan ve SPK tarafından uygun görülen bir endeks kapsamındaki varlıklara, fon portföyünün en az %80'ini yatıran ve baz alınan endeks ile fon birim pay değeri arasındaki korelasyon kat sayısının en az 0,9 olmasını ve endeksteeki artış kadar bir getiri elde etmeyi hedefleyen fondur.

### **6.2.6. Diğer Fonlar:**

Yukarıda belirtilen fonlara girmeyen iki tür fon vardır. Bunlar;

#### **6.2.6.1.Dengeli Fon:**

Fon portföyünün tamamını, hisse senedi ve/veya borçlanma araçlarının karmasından oluşturan ve hem sermaye kazancı hem de temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur.

#### **6.2.6.2.Esnek Fon:**

Fon portföyünün tamamını değişen piyasa koşullarına göre; nakit, vadeli ve vadesiz mevduat, borçlanma araçları ile hisse senetleri, kıymetli madenler ve gayrimenkule dayalı varlıklar, repo işlemleri, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, borsa para piyasası işlemleri, yatırım fonu katılma belgeleri, SPK tarafından uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye piyasası araçlarının tamamına veya bir kısmına yatıran ve hem sermaye kazancı elde etmeyi hem de temettü ve faiz geliri elde etmeyi hedefleyen fondur. Bu tür fonların varlık dağılımı önceden bilinmemektedir.

#### **6.3.Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi İle İlgili Düzenlemeler**

Emeklilik yatırım fonları portföy yönetimleri ile ilgili düzenlemeler, ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Ülkelerin yapısı, fonların kurucuları, yöneticileri ile katılımcıları arasındaki ilişkileri sonucu fonların yönetim esasları ile ilgili düzenlemeler oluşmaktadır.

Emeklilik yatırım fonu portföylerinin, sayısal kriterlere bağlı olarak mu yoksa davranışsal olarak biçimlenmiş basiretli yönetim ilkesine göre mi yönetilmesi hususu her zaman için sorgulanan bir konu olmuştur. Yurt dışı uygulamalar incelendiğinde; ABD, İngiltere, İrlanda, Kanada gibi ülkelerde portföy yöneticilerine emeklilik fonu portföyleri yatırım belirleme serbestisi tanınmışken; Almanya, Belçika, Danimarka gibi ülkelerde bu fonlara yapılabilecek olan yatırımlara birtakım sınırlamalar getirildiğini görmek mümkündür ( Soylu, Haziran 2004 ).

### **6.3.1. Basiretli Yönetim İlkesi**

Basiretli yönetim tarzı emeklilik fonlarının yatırımlara yönlendirilmesinde yatırım araçları üzerinde limitlerin uygulanmamasını, fon yönetiminde serbestlik tanınmasını ifade etmektedir. Bu yönetim tarzında fon yöneticileri, katılımcılar için maksimum getiriye sağlayacak; fakat onların emeklilik güvenceleri için üstlendikleri yükümlülükleri yerine getirecek şekilde davranırlar. Yatırım araçlarında herhangi bir sınırlamanın olmaması, fon yönetiminin yapacağı analizler sonucunda en yüksek getiriye sağlayacağını düşündüğü yatırım araçlarına fonlarını plase etmesi imkanını vermektedir.

Basiretli yönetim ilkesinin bir gereği olarak, özel emeklilik sistemlerinin uygulandığı ülkelerde, emeklilik fonunun mal varlığı, emeklilik planının türüne göre; yöneticiden, sponsor işverenlerden, kurucudan ya da saklayıcı kuruluşun mal varlığından ayrı tutulmaktadır. Böylece, anılan kurumların finansal yapılarında meydana gelebilecek olumsuz gelişmelerden, emeklilik fonlarındaki birikimlerin etkilenmesinin önüne geçilmektedir.

Basiretli yönetim ilkesi, ilk bakıldığında portföy yöneticilerinin uymak zorunda olduğu herhangi bir sınırlamama olmamasından daha sert bir yönetim sistemini tercih edebileceklerini akıllara getirebilir. Fakat tam tersine, bu tarz bir ortamda rakiplerinden daha düşük bir performans sergilemeleri durumunda, müşterilerine kaybetme riski ile karşı karşıya kalabilecek olan bu yöneticiler, daha sağduyulu ve piyasadaki rakiplerini gözeterek pozisyon alırlar.

Basiretli yönetim ilkesinin en önemli özelliği davranışsal bir olgu olmasıdır. Bu sebeple, portföy yönetiminde basiretli davranılıp davranılmadığını tespit etmek

için, portföy yönetim tekniklerinin ve araçlarının nasıl kullanıldığı ve kararların nasıl alındığı incelenmelidir.

Basiretli yönetim ilkesi, yatırım riskini emeklilik planları sunan işveren şirketlerin üstlendiği belirli fayda planları için daha uygun gözükmemektedir.

### **6.3.2. Yatırım Sınırlamalarına Dayalı Düzenlemeler**

Basiretli yönetim ilkesinin aksine, yatırım araçları üzerine sınırlamaların getirildiği sistemlerde, fon yönetiminin hangi yatırım araçlarına azami ne kadar yatırım yapabileceği önceden düzenlenmiştir. Böylece, fon portföyünün riskini yükseltebilecek varlıklara aşırı derecede yatırım yapılarak, biriken emeklilik tasarruflarının güvenliğinin tehlike altına alınması hedeflenmiştir. Bu yönetim tarzında amaç, kişilerin emeklilik tasarruflarının, fonun varlığını tehlikeye atacak şekilde fon yönetimince yüksek risk taşıyan yatırım araçlarına yönlendirilmesini engellemek ve sağlanan portföy çeşitliliği sayesinde riski azaltmaktır ( Soylu, 2004 ).

Emeklilik Yatırım Fonları tarafından menkul kıymetlere yatırım yapılmasına ilişkin sınırlamalar kimi zaman piyasa etkinliğinin sağlanması amacıyla düzenlenirken, kimi zaman da borçlanma gereksinimlerinin karşılanması ya da sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların pay sahipliğinin sınırlandırılması gibi amaçlara hizmet etmek üzere düzenlenebilmektedir.

Özellikle, fon yöneticilerinin yeterli bilgi ve deneyime sahip olmamaları, basiretli ilkesinin doğru uygulanabilmesi için yeterli yasal düzenlemelerin olmaması, asgari çeşitliliğinin sağlanması, emeklilik fonu katılımcılarının emekli olduklarında elde edecekleri gelirlerin çeşitli koşullar altında devlet tarafından garanti ediliyor olması gibi durumlar, bu fonlara ilişkin getirilen sınırlamaları doğru çıkarmaktadır.

Konu ile ilgili yurtdışı örneklerine de değinecek olursak özellikle aşağıda sıralayacağımız maddelerde sınırlamalar getirildiğini görmekteyiz;

- Emeklilik fonu portföylerine dahil edilebilecek varlık grupları,
- Bir varlık grubunda yer alan menkul kıymetlere yapılabilecek azami yatırım sınırı,
- Tek bir varlığa yapılabilecek yatırım sınırı,
- Belirli fayda esasına dayalı fonlarda, varlık ve yükümlülüklerin vade ve/veya süreleri ile para birimi açısından uygunluk,
- Finansal türev araçların kullanımı

Yatırım sınırlamaları ile emeklilik yatırım fonlarının piyasadaki en yüksek getiriye sağlamaya çalışırken riskin dağıtılmasını sağlayacak bir portföy çeşitliliğini korumaları amaçlanmaktadır. Bu aşamada, yatırım sınırlamaları ihtiyaç duyulan konularda, maksimum sınırları ortaya koymalıdır.

Sermaye piyasalarının etkin işlemediği, varlık yönetiminin zayıf olduğu durumlarda portföy sınırlamaları gerekli olabilir. Ancak sistem oturdukça, ve gerekli bilinç oluştuğça bu sınırlamalar yavaş yavaş kendini bırakmalıdır.

Emeklilik yatırım fonlarının sınırlamalara tabi olduğu Şili' deki portföy sınırlamaları ile ilgili düzenlemelerdeki değişim, yatırımların sınırlamalarının sistemin gelişimine bağlı olarak yeniden gözden geçirilmesi ve iyileştirilmesi konu ile ilgili bir örnek olarak gösterilebilir. Şili' deki yatırım sınırlamaları zaman içerisinde sektörün gelişimine bağlı olarak gevşetilmiştir. Reformun ilk yıllarında, yalnızca kamu ve özel sektör borçlanma araçları ile mevduata yatırım yapılırken; daha sonraki

yıllarda hisse senetleri, menkul kıymetler ve daha sonra da vadeli işlemler ve opsiyonlara yatırım yapılmasına olanak verilmiştir.

#### **6.3.2.1.Yerli Sermaye Piyasası Araçları ile İlgili Sınırlamalar:**

Emeklilik yatırım fonlarının yerli piyasalarda yapacağı yatırımlarla ilgili olarak getirilen sınırlamalar içerisinde, en fazla göze çarpanlar hisse senetleri ve devlet tahvilleri ile ilgili olmaktadır. Fon portföylerinde belli bir şirketin veya grubun hisse senetlerine yoğunlaşılmasını önlemek amacıyla hisse senetleri ile ilgili üst limit belirlemektedir; kamu menkul kıymetlerine yapılacak olan yatırımlarda alt limit belirlenmektedir. Bunun sebebi, hem fon portföyünde taşınan riskin yükselmesinin önüne geçmek hem de devletin borçlanma gereğinin karşılanabilmesi açısından kaynak yaratılmasına yönelik uygulamalar yaratmaktır.

Yatırım sınırlamalarına ilişkin düzenlemelerin, ülkelerin ekonomik ve siyasi istikrar durumu, piyasaların gelişmişliği, piyasa katılımcıların bilgi düzeyi gibi konulara bağlı olarak ortaya çıkan olumlu veya olumsuz yönleri bulunmaktadır. Yatırım sınırlamalardan kaynaklanan ve portföy getirilerinin olumsuz etkilenmesi sonucunu doğuran gelişmelerden en önemlilerini özetlersek;

- Portföy çeşitlendirilmesi sınırlandığından, sistematik olmayan piyasa riski ortaya çıkmakta ve etkin portföy sınırının altında portföylere yatırım yapılabilmektedir.
- Portföy yöneticileri, sınırlamaların içinde kalabilmek için portföyün yatırım politikasıyla uyuşmayan varlıklara yatırım yapmak zorunda kalabilmektedir.

- Yatırım sınırlamalarına ilişkin düzenlemeler esnek değildir, bu sebeple sermaye piyasalarındaki iyileştirmelere paralel olarak hızlı bir şekilde değiştirilmeleri mümkün olmamaktadır.

### **6.3.2.2.Yabancı Menkul Kıymetlere ile İlgili Sınırlamalar**

Yurt içi piyasa derinliğinin yetersiz oluşu, yabancı sermaye piyasaları arasındaki artan entegrasyon, portföy çeşitlendirilmesinde ulaşılan uluslar arası gelişmeler, emeklilik fonlarının kimi ülkelerde ulusal piyasalara göre oldukça fazla büyüklüklere ulaşması gibi nedenlerle, bu donların portföylerinde yabancı menkul kıymet bulundurma durumu giderek yaygınlaşmıştır.

Bu açıdan bakıldığında, yatırım sınırlamalarında yabancı yatırımların sınırlandırılması belki de en fazla etkilenen kısım olmaktadır. Söz konusu kısıtlamalar yurt için piyasaların gelişimini desteklemek açısından önemli olsa da, portföyün yabancı kıymetlere yatırım yapılarak çeşitlendirilmesi yurtiçi piyasalarda menkul kıymetler arasındaki olumsuz ilişkinin etkilerini portföye yansıtmayarak, daha yüksek bir performans almasını sağlayabilmektedir.



## YEDİNCİ BÖLÜM

### EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ YÖNETİMİ

#### 7.1. Kurumsal Yatırımcılarda Portföy Yönetimi:

Yatırım yapmanın en temel amacı hem kurumsal hem de bireysel yatırımcılar için, portföyde yer alacak olan varlıkları en uygun şekilde çeşitlendirmek ve risk ile getiri arasındaki dengeyi sağlayarak tatmin edici bir gelir elde etmektir. Kurumsal yatırımcıların portföy yönetimi genel olarak; yatırım amaçlarının belirlenmesi, yatırım politikasının belirlenmesi, yatırım stratejisinin seçilmesi, portföye alınacak varlıkların seçilmesi ve portföyün performansının ölçülerek değerlendirilmesi basamaklarında meydana gelmektedir.

#### 7.1.1. Yatırım Amaçlarının Belirlenmesi:

Portföy yönetimine başlanmadan önce, yönetilen portföyün yatırım amacının belirlenmesi gerekmektedir. Belirli fayda esasına dayalı emeklilik fonlarında olduğu gibi, kurumsal yatırımcılardan bazıları belirli bir yükümlülüğü karşılama amacıyla yatırım yapmakta, yatırım fonları gibi bazı kurumsal yatırımcılar ise, herhangi bir

yükümlülük altına girmeden yatırım yapmaktadırlar. Bu ayırım, kurumsal yatırımcıların hem yatırım yapacağı varlıkların ve yatırım stratejisinin seçiminde hem de portföy performansının değerlendirilmesi için kullanılacak karşılaştırma ölçütünün belirlenmesinde önem arz etmektedir.

#### **7.1.2. Yatırım Politikasının Belirlenmesi:**

Bu aşama varlık seçiminden oluşmaktadır ve burada yatırım tercihleri, getirilen sınırlamalar ile vergi düzenlemeleri belirleyici rol oynamaktadır. Varlık grubunun seçimi portföy yönetiminin en önemli basamağını oluşturmaktadır.

#### **7.1.3. Yatırım Stratejisinin Seçilmesi:**

Bu aşama, yatırım amaçları ve politikasıyla uyumlu bir yatırım stratejisinin belirlenmesinden oluşmaktadır. Portföy yöneticisi, piyasa ile ilgili bilgi ve öngörülerine dayanarak yönetim stratejilerinden birini seçmektedir.

#### **7.1.4. Portföye Alınacak Varlıkların Seçilmesi:**

Yukarıda sayılan adımların ardından, portföye dahil olacak varlıkların belirlenmesi aşaması gelmektedir. Burada yöneticiler, belirli bir risk düzeyinde maksimum beklenen getiriye sahip veya belirli bir beklenen getiri düzeyi için minimum risk düzeyine sahip portföyleri oluşturmayı hedeflemektedirler.

#### **7.1.5. Portföy Performansının Ölçülerek Değerlendirilmesi**

Bu kısım son aşamayı oluşturmaktadır. Performans değerlendirmesi, portföy yönetiminin diğer aşamalarında yapılması gereken değişiklikleri ortaya çıkaran bir kontrol mekanizmasıdır. Portföyün belirli bir dönem içerisindeki performansının ölçülmesi ve önceden belirlenen bir karşılaştırma ölçütü ile değerlendirilmesinden oluşmaktadır.

Yukarıda bahsi geçen tüm bilgiler ışığında diyebiliriz ki; bireylerin rahat bir emeklilik dönemi geçirebilmeleri açısından bugünden yapacakları tasarrufların bu fonlar aracılığı ile değerlendirilmesi çok önemlidir. Yani, böyle bir amaca hizmet eden bu yapının, kişilerin tasarruflarını değerlendirebilecekleri diğer mevcut yatırım araçlarından farklılık göstermesi ve hatta daha üstün özelliklere sahip olması gerekmektedir. Emeklilik yatırım fonları, bireylere mümkün olan en az maliyetle daha iyi bir emeklilik dönemi sunma amacını yerine getirmektedir.

Tüm kurumsal yatırımcılarda olduğu gibi, emeklilik fonlarının da odaklanması gereken portföy yönetim unsurları;

- İyi dizayn edilmiş bir organizasyon yapısı ile deneyimli ve nitelikli personel,
- Uygun yatırım politikalarının belirlenmesi,
- Belirlenen bu politikaların uygulanması,
- Portföylerin performansının ve taşıdığı risklerin sürekli olarak kontrol edilmesi,

olarak özetlenebilir.

## **7.2.Emeklilik Yatırım Fonları ile Ortaya Çıkabilecek Riskler**

Aynı zaman emeklilik yatırım fonları ile ilgili ortaya çıkabilecek olan risklere de kısaca değinecek olursak ( Soylu, 2004 );

### **7.2.1. Piyasa Riski:**

Emeklilik fonlarının, portföylerindeki varlıkların işlem gördüğü piyasalarda, belirli bir nedene bağlı olarak veya olmayarak yaşanabilecek ciddi fiyat düşüşlerinden olumsuz etkilenme riskidir.

### **7.2.2. Ekonomik Risk:**

Olumsuz ekonomik koşullar ve ekonomi yönetiminde yapılan yanlışlar yüzünden, yüksek enflasyon oranı veya düşük büyüme hızı gibi nedenlerle reel getiri oranlarının düşme riskini ifade etmektedir.

### **7.2.3. Ödememe Riski (Default Risk):**

Emeklilik fonunun yatırım yaptığı menkul kıymetleri ihraç eden kurumların içinde bulunduğu kötü finansal koşullar yüzünden yükümlülüklerini yerine getirememesi riskidir.

### **7.2.4. Korunma Riski:**

Emeklilik fonu yöneticilerinin, opsiyon veya türev araçlarda riske karşı iyi korunmamış pozisyonlar açması ya da katılımcıların tercihleri ile uyuşmayan risk ve süre özelliklerine sahip enstrümanlara yatırım yapması halinde oluşabilecek risk türüdür.

### **7.2.5. Yönetim Riski:**

Emeklilik fonu yöneticilerinin fon yönetiminde yeterli bilgi ve deneyime sahip olmaması veya yasal olmayan faaliyetlerde bulunmasının ortaya çıkardığı risk türüdür.

### **7.2.6. Operasyonel Risk:**

Fon yöneticilerinin gerekli kontrolleri yeterli düzeyde yapamamaları ya da bilgi-işlem sistemlerinde yaşanabilecek aksaklıklar, doğal afetler vb. nedenlerle bireylerin sahip olduğu birikimlerin gerçek değeri hakkındaki bilgilerin kaybolması, katkı paylarının toplanması ve yatırıma yönlendirilmesinde meydana gelebilecek yanlışlıklardan kaynaklanan risk türüdür.

#### **7.2.7. Faiz Oranı Riski:**

Katılımcıların hesaplarında biriken paralarını emekliliğe hak kazanıldıktan sonra yapacakları bir yıllık gelir sigortası çerçevesinde periyodik dönemler halinde almak istemeleri halinde, ellerine geçecek olan miktarın, o andaki faiz oranı ile yakından ilişkili olmasından dolayı ortaya çıkan risk türüdür.

#### **7.2.8. Yaşama Riski:**

Emeklilik birikiminin periyodik dönemlere yayılarak çekilmesi halinde, ortalama yaşam süresinin uzaması sebebiyle elde edilecek gelirin etkilenmesi veya toplu para halinde çekilmesinin mümkün olduğu durumlarda ise, bireylerin elde ettikleri parayı kalan yaşam sürelerine etkin bir şekilde dağıtamaması halinde ortaya çıkacak risk türüdür.

#### **7.2.9. İflas Riski:**

Emeklilik fonu kurucusu, sponsoru veya yöneticisinin iflas etmesi halinde, mevcut planların yapısına göre farklı sonuçlar doğuracak risk türüdür.

#### **7.2.10. Gider Riski:**

Yönetim giderleri veya fon yöneticisinin aldığı ücretlerin gereğinden fazla olmasının, katılımcıların birikimleri üzerinde haksız düşüslere neden olması durumunda gerçekleşen risk türüdür.

#### **7.2.11. Maliye Politikası Riski:**

Devletin, emeklilik fonlarının vergilendirilmesi ile ilgili düzenlemelerde, birikimleri olumsuz etkileyecek düzenlemeler yapma ihtimaline ilişkin risktir.

### **7.2.12. Düzenleyici Otorite Riski:**

Düzenleyici otoritelerin, emeklilik fonu yönetim şirketlerindeki problemleri zamanında tespit ederek gerekli önlemleri almaması durumunda bireylerin birikimlerinin zarara uğrama riskidir

### **7.2.13. Politik risk:**

Hükümetlerin, fon varlıklarına el koymak, asgari katkı paylarını azaltmak, ya da yatırımları ekonomik sonuçlarını gözetmeden sosyo-politik amaçlar doğrultusunda yönlendirmek suretiyle emeklilik sisteminin işleyişine müdahale etmeleri halinde ortaya çıkabilecek risk türüdür.

## **7.3.Emeklilik Fonu Portföyü Yönetim Esasları**

Emeklilik fonlarının yönetim esasları; portföy yönetiminde varlık dağılımının ve yatırım stratejisinin önemi olarak karşımıza çıkmaktadır.

### **7.3.1. Portföy Yönetiminde Varlık Dağılımının Önemi**

Emeklilik fonu varlıklarının sağlıklı bir şekilde yönetilmesi için, hatasız bir yönetim yapısı ile organizasyon olması ve bunların herhangi bir aksama olmadan çalışması ve bu yapının sağlıklı bir şekilde devam edebilmesi için sürekli bir kontrol mekanizmasının olması şarttır.

Portföy yönetim biriminin en önemli görevi ise, portföyün içinde bulunduğu risk seviyesine göre maksimum getiriyi sağlayacak yatırım kararlarını almak ve uygulamaktır. Yapılan araştırmalar, portföy performansının yaklaşık %90' lık bir kısmını, belirlenen yatırım politikalarının oluşturduğunu göstermektedir.

### **7.3.2. Portföy Yönetiminde Yatırım Stratejisinin Önemi**

Emeklilik fonlarının yönetilmesinde varlık tahsisi ve menkul kıymet seçiminde öne sürülen bu özellik, bu fonların uzun vadeli yatırımcılar olduğu ve uzun vadeli yatırım araçlarına yönelmesi gerektiğidir. Büyük oranda geçerli olan bu özellik, yatırım kararları alınırken bu fonların da belirli bir süre sonunda emeklilik ödemelerini gerçekleştirmek durumunda kalacağı ve aslında emekli olma hakkını kazanmaya yakın fon katılımcılarının bulunduğu fonların tamamıyla uzun vadeli enstrümanlara yönelmesinin doğru olmayacağı göz ardı edilmemelidir.

### **7.4. Türkiye’de Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi**

Ülkemizde emeklilik yatırım fonlarının yönetimi ile ilgili olarak, fonların portföy düzenlemesini incelemek gerekir. Burada temel olarak basiretli ve yatırım sınırlamalarına dayalı olmak üzere iki yaklaşımdan söz edilecektir.

#### **7.4.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yönetimlerinin Düzenlenmesi**

Ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sisteminde, fonların işleyişi ile ilgili olarak hem portföy yöneticilerini basiretlik ilkesi çerçevesinde bazı sorumluluklar verilmiş, hem de fon portföylerinin yönetiminde dikkate alınması gereken bir takım yatırım sınırlamaları da getirilmiştir. Ayrıca, emeklilik yatırım fonlarının yapacakları yatırımlarla ilgili uyulması gereken esaslar dışında bir de katkı paylarının yatırıma yönlendirilmesi sırasında devlet borçlanma senetleri ve yabancı sermaye piyasası araçları ile ilgili olarak belirlenmiş olan ve katılımcıların serbestçe tercih yapmalarının önüne geçen düzenlemeler bulunmaktadır.

Daha sonraki bölümde detaylı olarak ele alınacak yönetim ve ilkeleri ile ilgili genel bir bakış açısı ve konu ile ilgili düzenlemelerin yorumlanması için fon yönetim

ilkelerine geçmeden önce konuyla ilgili düzenlemelere ve gerekçelerine bakmak gerekecektir.

#### **7.4.1.1.Basiretli Yönetim Esasına Dayalı Düzenlemeler**

SPK'nın Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmeliğinde, emeklilik yatırım fonu, “*Emeklilik şirketleri tarafından emeklilik sözleşmesi çerçevesinde alınan ve katılımcılar adına bireysel emeklilik hesaplarında izlenen katkıların, riskin dağıtılması ve inanca mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan malvarlığı*” olarak tanımlanmıştır. Tanımda geçen “riskin dağıtılması” ve “inanca mülkiyet” esasları, basiretli yönetim ilkesi ile bağdaşan uygulamalardır. Portföylerin yönetimi ile ilgili olarak da, yöneticinin yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek, yatırım kararlarında objektif belgelere dayandırmak, fon adına vereceği emirlerde gerekli özeni göstermek ve işlemleri en uygun fiyat ve zamanda gerçekleştirmek zorunda olduğu da belirtilmiştir.

#### **7.4.1.2.Yatırım Sınırlamalarına Esasına Dayalı Düzenlemeler**

Emeklilik fonları ile ilgili olarak belirlenmiş yatırım sınırlamalarını iki başlık altında incelemek mümkündür;

##### **7.4.1.2.1.Fon Portföyleri ile ilgili sınırlamalar**

EYF Yönetmeliğinde, bu fonların izahnamelerinde belirtilecek portföy yönetim stratejilerine uygun olarak kurulabileceği, ancak fonun unvanında belirli bir varlık grubuna, sektöre, sektörlerle, ülke ya da coğrafi bölgeye yatırım yaptığı izlenimini uyandıracak bir ibare kullanan fonların, varlıklarının en az %80'ini söz konusu varlık grubu, sektör ya da sektörlerle ait veya fon unvanında geçen ülke ya da coğrafi bölgeye ait varlıklardan oluşmak zorunda olduğu belirtilmiş ve SPK'nın



10. 05. 2002 tarih ve 22/646 sayılı kararı ile de bu şekilde kurulabilecek fon türleri belirlenmiştir.

Emeklilik yatırım fonu yöneticilerinin bu fonların yönetimi ile ilgili olarak karşılaştıkları ilk sınırlama, unvanlarında yer alan varlık grubuna portföy değerinin en az %80'i oranında yatırım yapma zorunluluğudur. Böylelikle, bu fonların yönetimi için varlık grubu dağılımının belirlenmesi aşaması söz konusu olmamakta, portföy yönetiminin büyük bir kısmını menkul kıymetlerin seçimi oluşturmaktadır.

Bu düzenleme ile aslında her bir EYF'nin aslında bir varlık grubu olarak algılanması ve yatırılan katkı paylarının söz konusu fonların karmasından oluşan planlar aracılığıyla yönetilmesi amaçlanmıştır.

Bu esaslar dahilinde kurulan fonların portföyleri ile ilgili olarak getirilen sınırlamaların arkasındaki en büyük dayanak ise, portföylerin taşıdığı riskin, portföyü mümkün olduğunca çeşitlendirerek azaltılmaya çalışılmasıdır. Ancak bu sınırlamalar portföylerin çeşitlendirilmesini sağladığı halde kimi zaman, sınırları ihlal etmemek adına taşınan riskleri de artırabilmektedir.

Emeklilik fonlarının, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı güdemeyeceklerine ve yönetimde temsil edilemeyeceklerine ilişkin düzenleme ise, özellikle yurtdışında, kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi ve uygulanmasında önemli rolü bulunan kurumsal yatırımcılardan olan emeklilik fonlarının bu fonksiyonunu yerine getirmesini engellenmiş durumdadır.

Türev araçların emeklilik fonlarında kullanımı ile ilgili olarak ise emeklilik fonlarının riskten korunma amaçlı olarak, portföylerinde vadeli işlemlere taraf olabilecekleri düzenlenmiştir.

Emeklilik yatırım fonlarınca girişim sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına fon varlıklarının en fazla %5'inin yatırılacağı sınırlaması ise, hem söz konusu yatırımların sadece girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile sınırlanması hem de oldukça düşük bir oranda portföye alınmasına izin vermesi nedeniyle, bu varlık grubunun emeklilik fonlarının portföylerine yapabileceği katkıları oldukça sınırlı düzeyde tutacaktır.

#### **7.4.1.2.2.Katkı Paylarının Yatırıma Yönlendirilmesi İle ilgili Sınırlamalar**

Bireysel Emeklilik Sistemine katılan katılımcıların yatırdıkları katkı paylarının yatırıma yönlendirilmesi ile ilgili getirilmiş olan sınırlama, söz konusu katkı paylarının en fazla %15'inin, portföyünün en az %80'i yabancı para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlara, katkı paylarının en az %30'unun ise portföyünün en az %80'ini ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerinin oluşturduğu fonlara yönlendirilmesi olarak belirlenmiştir.

Kamu borçlanma senetlerine yapılacak olan asgari yatırım oranının belirlenmesinin nedeni, devletin borçlanma gereğinin üzerindeki yükün biraz olsun hafifletilmesinin amaçlanmasıdır.

Yabancı menkul kıymetlere ilişkin olarak ise, yukarıda belirtilen sınırlamaya ek olarak, yabancı menkul kıymet türünde kurulmayan fonların portföylerine yabancı menkul kıymet alması yasaklanmıştır. Sermaye piyasasından yurt dışına aşırı kaynak aktarımının önlenmesi amacıyla getirilmiş olan bu iki sınırlama nedeniyle, yabancı

menkul kıymet fonlarında toplanacak olan varlıkların toplam değerinin diğer fonlara nazaran daha düşük seviyelerde olacağı anlaşılmaktadır.

### **7.5.Fon Portföyünün Yönetimi ve İlkeleri**

Emeklilik yatırım fonları, büyük çoğunlukla menkul kıymet alıp satmak ve alım satımlar arasındaki fark ile bu menkul kıymetlerin kar payları ve faizlerinden gelir elde etmeyi amaçlamaktadır. Ayrıca, bu piyasalar belli bir bilgi birikimini gerektiren piyasalar olduğundan, sürekli gelişmelerin takip edilmesi gerekmektedir. İşte bu sebeple, emeklilik yatırım fonu portföylerinin yeterli donanımına, yeterli bilgi ve deneyim seviyesine sahip kişiler tarafından yönetilmesi, bu fonların sürekli takip edilerek gerekli güncellemelerin yapılması çok önemlidir.

Emeklilik yatırım fonu portföyü; nakit, vadeli ve vadesiz mevduat, ters repo dahil borçlanma araçları ile hisse senetleri; kıymetli madenlere ve gayrimenkule dayalı varlıklar; repo işlemleri; vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri; borsa para piyasası işlemleri, yatırım fonu katılma belgeleri, SPK tarafından uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır.

Yabancı para ve sermaye piyasası araçları ile devlet iç borçlanma senetlerine yatırımda şu kurallara uyulması şarttır.

- Katılımcılar emeklilik sözleşmelerinde belirtilen esaslar çerçevesinde fon hesaplarında yatırıma yönlendirilecek katkı paylarının en fazla %15'ini, portföyünün en az %80'i yabancı para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlara, katkı paylarının en az %30'unu ise portföyünün en az %80'ini ters repo dahil devlet iç borçlanma senetlerinin oluşturduğu fonlara yönlendirirler. Şirket, katılımcıların katkılarının bu türdeki fonlarda değerlendirilmesi konusunda gerekli tedbirleri alır

hükümü gereği, katkı paylarının fonlarda yatırıma yönlendirilmesi aşamasında iki sınırlama bulunmaktadır (madde 22).

Fon yönetiminde aşağıdaki portföy sınırlamalarına uyulması şarttır ( md. 21).

- Fon varlıklarının %10'undan fazlası bir ihracının para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmaz. Ayrıca, fonun %5'inden fazla yatırım yaptığı ortaklarının para ve sermaye piyasası araçlarının toplam tutarı fon varlıklarının %40'ını aşamaz. Ancak devlet iç borçlanma senetleri için bu bentteki sınırlamalar uygulanmaz.

- Fon portföyüne borsada işlem gören para ve sermaye piyasası araçlarının alınması esastır. Ancak borsada işlem görmesi koşuluyla, yapılan ilk ihraçlardan da para ve sermaye piyasası aracı alınabilir.

- Fon, tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %5'ine veya daha fazlasına, bir şirketin kurucusu olduğu fonlar ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamaz.

- Fon varlıklarının en fazla %5'i risk sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılabilir.

- Fon portföyüne şirketin ve portföy yöneticisinin para ve sermaye piyasası araçları satın alınamaz.

- Şirketin ve portföy yöneticisinin; sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan hissedarlarının, yönetim kurulu başkan ve üyelerinin, genel müdür ve genel müdür yardımcılarının ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıklar ile şirketin ve portföy yöneticisinin doğrudan ve dolaylı

iştiraklerince çıkarılmış para ve sermaye piyasası araçlarının toplamı, fon varlıklarının %20'sini aşamaz.

- Fon varlıklarının en fazla %20'si bir topluluğun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılabilir. Topluluk, hukuksal yönden birbirinden bağımsız olmakla birlikte sermaye, yönetim ve denetim açısından birbiriyle ilişkili, faaliyet konuları yönünden aynı sektöre bağlı olsun veya olmasın, organizasyon ve finansman konularının bir ana ortaklık çatısı altında tek merkezden koordine edildiği ana ve bağlı ortaklıklar bütününe ifade eder.

- Fon varlıklarının en fazla %20'si Borsa Para Piyasasında değerlendirilebilir.

- Fon varlıklarının en fazla %10'u yatırım fonu katılma belgelerine yatırılmak suretiyle değerlendirilebilir. Ancak, her bir yatırım fonuna yapılan yatırım tutarı, fon varlıklarının %2'sini geçemez.

- Fon varlıklarının en fazla %10'u bankalar nezdinde açtırılacak mevduat hesaplarında değerlendirilebilir. Ancak her bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon varlıklarının %2'sini aşamaz.

- Fonlar, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı güdemezler ve yönetimde temsil edemezler.

Emeklilik Yatırım Fonu portföylerinin yönetiminde portföy yöneticilerinin belirli ilkelere bağlı kalarak portföyü yönetmesi şarttır;

- Fon portföyü yönetirken riskin dağıtılması, likitide ve getiri unsurlarını göz önünde bulundurmak, fonun yönetim stratejilerine ve sınırlamaları ile tüzük ve sözleşmelere uygun hareket etmek,

- Yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetlemek,

- Herhangi bir şekilde, kendisine ve/veya üçüncü kişilere çıkar sağlamak amacıyla fon portföyüne işlem yapmamak,
- Fon portföyüne yapılan işlemlerde, işlemin büyüklüğünü, fiyatları, piyasa koşullarını vb. birçok unsuru göz önünde bulundurarak, işlemleri fiyat ve zaman bakımından en uygun zamanda gerçekleştirmek, gibi birçok özelliği bir arada bulundurarak fon portföyünü yönetmelidir (EYFY, md. 20).

Emeklilik yatırım fonu portföyünün yönetilmesindeki etkinlik, fona yapılan katkıların tahsilatı aşamasında başlamaktadır. Gelirlerin sürekli tahsil edilmesi, fonların etkin yönetimi ve sistemin düzenli işlemesi bakımından çok önem arz etmektedir. Katkıların en kısa sürede fon portföyüne aktarılması, tahsilat aşamasının temelini oluşturmaktadır ve gelişen teknoloji ile katkıların fon hesaplarına aktarılmasındaki süre git gide kısalmaktadır (Ergenekon, 1998).

## **7.6.Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı**

Bireysel emeklilik sisteminin ülkemizde uygulanmaya başlamasıyla, emeklilik fonlarının yıllar itibariyle giderek büyüdüğünü ve sermaye piyasalarında önemli bir noktaya geldiğini söylemek mümkündür. Sistemin ilk yıllarında 17, 000 civarında katılımcı mevcut iken, bu sayı son yıllara 1. 4 milyona kadar ulaşmıştır. Bu da ülkemizin bireysel emeklilik alanında ne kadar büyük bir potansiyele sahip olduğunun bir göstergesidir.

OECD bölgesinde emeklilik yatırım fonlarının yapısına baktığımızda, ağırlıklı olarak tahvillere yatırım yapıldığını söylemek mümkündür. Örnek olarak, 2005 senesi için Danimarka emeklilik yatırım fon varlıklarının %50. 3, Fransa % 63. 4, Macaristan %75. 5, Türkiye %80. 5 oranla portföylerinde tahvil bulunmaktadır.

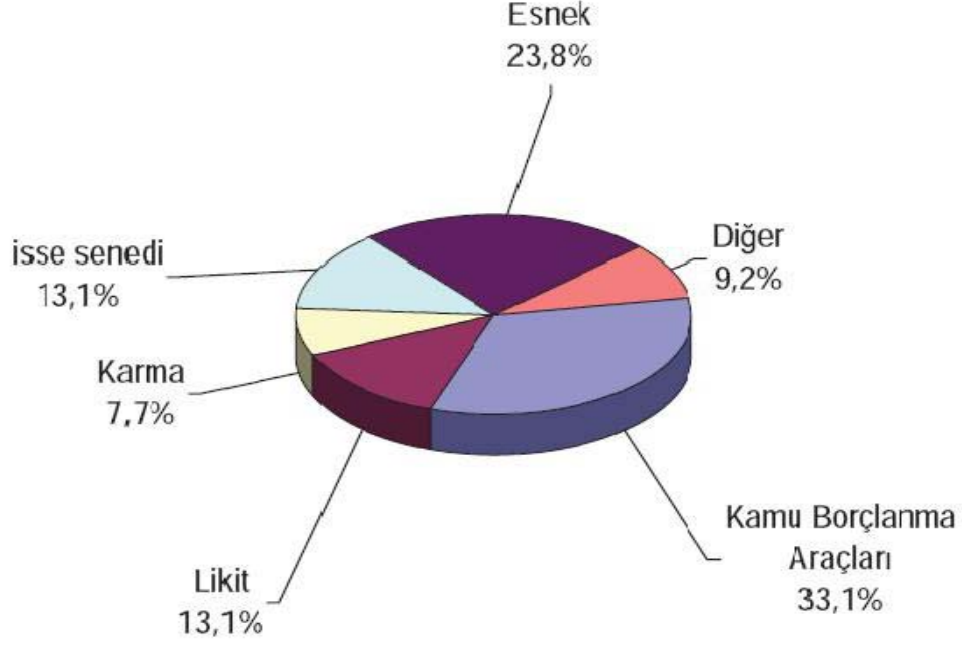
Aynı zamanda OECD bölgesi içerisinde emeklilik yatırım fonlarının hisse senetlerine de yönlendirildiği görülmektedir. Örnek olarak, Finlandiya %41. 3, Hollanda % 49. 8, İngiltere % 40. 1 ile yüksek orana sahip olan ülkeler arasında yer almaktadır. OECD ülkelerinin dışındaki ülkelerde de fon varlıklarının dağılımında büyük bir farklılık görülmemektedir. Buralarda da çoğunlukla tahvil ve mevduat gibi güvenli yatırım araçlarının tercih edildiğini söylemek mümkündür.

Aşağıdaki tabloda ülkemiz 2004, 2005 ve 2006 yılları itibariyle emeklilik yatırım fonlarının büyüklükleri, portföy dağılımları ile ortalama vadelerini görmek mümkündür. 2006 yılı itibariyle portföy dağılımına bakacak olursa, hisse senetlerinin %8. 6' lık, kamu borçlanma senetlerinin %72. 56' lık bir paya sahip olduğunu görebiliriz.

**Tablo 4: Emeklilik Yatırım Fonları Toplam Bilgileri**

| Tarih      | Ortalama Vade (Gün) | Toplam Net Varlık Değeri (YTL) | Hisse Senedi (%) | Kamu Borçlanma Senedi (%) | Ters Repo (%) | Borsa Para Piyasası (%) | Yabancı Menkul Kıymet (%) |
|------------|---------------------|--------------------------------|------------------|---------------------------|---------------|-------------------------|---------------------------|
| 30.12.2004 | 407                 | 296.133.224                    | 13,21            | 72,57                     | 9,07          | 3,32                    | 1,83                      |
| 31.12.2005 | 549                 | 1.227.661.174                  | 11,08            | 79,59                     | 7,34          | 0,87                    | 1,11                      |
| 31.12.2006 | 526                 | 2.821.484.474                  | 8,60             | 72,56                     | 14,91         | 0,10                    | 0,65                      |

SPK 2009 yılı faaliyet raporuna göre, ülkemiz emeklilik yatırım fonları portföy dağılımı aşağıdaki grafikteki gibidir:



**Şekil 4** Emeklilik Yatırım Fonu Türleri

Buna göre; toplam değeri 9 milyon TL' ye ulaşan toplam fon değerinin % 33. 1' lik kısmı kamu borçlanma araçları ile birinci sırada yer almaktadır. Bir önceki tabloya göre bakacak olursak, 2006 yılından bu yana kamu borçlanma araçlarına fon oranı düşerken, hisse senedi fon oranının yükselmiş olduğunu görebilmekteyiz ( Kaynak: SPK ).

Ülkeler arasındaki rejim düzenlemeleri, varlık dağılımındaki farklılığı bir ölçüde açıklamaktadır. Genel olarak, Anglo Sakson ülkelerde basiretli yönetim ilkesinin benimsendiğini söylemek mümkündür. Daha önce de belirtildiği üzere, bu ilke yatırımların belirli sınırlamalar çerçevesinde yatırıma yönlendirilmelerinden çok yatırımların ihtiyatlı bir şekilde yapılmasını gerektirmektedir. Böylelikle çok düşük kısıtlamalar söz konusu olmaktadır. Uygulamada ise bu durum emeklilik yatırım fonlarının daha fazla oranda hisse senetlerine yatırım yapmaya yönlendirmektedir. Aynı zamanda farklı muhasebe uygulamaları da çok sayıda OECD ülkesindeki emeklilik fonları yatırımları üzerinde etkilidir.



Ülkemize bakacak olursak, uygulanan bireysel emeklilik sisteminde faaliyet gösteren fonlara katı portföy sınırlamaları getirildiğini görüyoruz. Belirli katkı planlarında, emeklilik gelirin beklenenden daha az düzeyde olması riskini katılımcılar üstlenmektedir. dolayısıyla da herhangi bir getiri oranının garanti edilmesi söz konusu olmadığından emeklilik şirketlerine geri ödeyememe riski söz konusu değildir. Yani, yatırımların yüksek getirisi olan kamu borçlanma araçlarına yönlendirilmesi ile, emeklilik şirketleri gelişmekte olan piyasalarda faaliyetlerini nitekim sorunsuz şekilde yürütmektedirler. Fakat faiz oranlarının düşme eğilimi içerisinde olduğu göz önüne alınırsa, portföylerde ağırlıklı olarak tahvil bulundurulmasının tatmin edici bir gelir sağlayamayacağı da bir gerçektir.

#### **7.7.Emeklilik Yatırım Fonları ile Yatırım Fonları Arasındaki Farklar ile Getirileri**

Emeklilik yatırım fonlarını, yatırım fonlarından ayıran en temel özellik “emeklilik için yatırım fonları” olmasıdır. Bireyler emeklilik dönemleri için yatırım fonlarına da yatırım yapmaları mümkündür, ancak fonlardaki bu ayırım kişilerin uzun vadeli tasarruf yapmalarını teşvik etmek ve emeklilik dönemlerinde elde etmeyi planladıkları gelirlerin, bu konuda uzmanlaşmış kurumlar aracılığı ile yapmalarını sağlamaktır (Selin Soylu, Yeterlik etüdü). Bütün bunların yanında, diğer bölümlerde bahsedilen emeklilik fonlarının vergisel boyutu ve içerdiği avantajları, emeklilik yatırım fonlarının bireyler tarafından tercih edilebilirliğini arttırmaktadır.

Ülkemiz emeklilik yatırım fonlarını incelediğimizde, genel olarak “büyüme amaçlı ve gelir amaçlı” olmak üzere temel olarak 2 tür ayrıma gidildiğini görüyoruz. Büyüme amaçlı fonlarda kişi, varlıklardan belirli bir sermaye kazancı hedeflerken; gelir amaçlı fonlar ise, yatırım yapılacak varlıklardan temettü ve faiz geliri elde

etmeyi hedeflemektedir. Burada görüyoruz ki, genel olarak emeklilik yatırım fonlarında yatırım stratejisi temel olarak belirlenmiştir. Yatırım fonları ile ilgili düzenlemelerde ise böyle bir ayrıma gidilmemiş; sadece kurulabilecek fon türleri belirlenmiş ve yatırım fonlarının yönetimi mevzuattaki asgari sınırlamalar çerçevesinde portföy yöneticisine bırakılmıştır ( Soylu, 2004 ).

Yürürlüğe girdiği tarihten bu zamana kadar olan süre içerisinde yatırım fonları ile emeklilik yatırım fonları portföylerini incelediğimizde, yapısal olarak farklılıkları görmek mümkündür. Daha önceki bölümlerde de değinildiği üzere, emeklilik yatırım fonlarında daha çok devlet tahvili ve hisse senedi oranı dikkat çekerken, hazine bonusu ve ters repo gibi kısa vadeli enstrümanların oranının daha az olduğunu görmekteyiz. Genellikle TL cinsinden yapılan kamu borçlanma yatırım araçlarında hedef, hazine bonusu ve devlet tahvili getirilerinde en yüksek derecede yararlanarak tasarrufların yüksek bir reel getiri sağlaması, böylece gelecekte daha düzenli ve sürekli bir gelire sahip olmaktır.

Enflasyonun söz konusu olduğu ülkelerde, yatırım araçlarının getirilerinin enflasyondan daha çok olması beklenir. Yapılan yatırımların enflasyon karşısında değerinin zaman içerisinde kaybolması yatırımcının aleyhine bir durum ortaya çıkarmaktadır. Aşağıdaki tabloda Türkiye'deki enflasyon oranları ve çeşitli yatırım araçlarının getirilerini görmek mümkündür ( Uygurtürk, 2007 ).

**Tablo 5** Yatırım Araçlarının 21 Yıllık Getirisi (%)

| YILLAR           | TÜFE  | Bono getirisi % |       | Mevduat getirisi |       | Altının getirisi |       | Borsanın getirisi |       | Doların getirisi (USD) |       | Fonların getirisi |       |
|------------------|-------|-----------------|-------|------------------|-------|------------------|-------|-------------------|-------|------------------------|-------|-------------------|-------|
|                  |       | Nominal         | Reel  | Nominal          | Reel  | Nominal          | Reel  | Nominal           | Reel  | Nominal                | Reel  | Nominal           | Reel  |
| 1984             | 48,4  | 42,9            | -3,6  | 40,2             | -5,4  | 15,8             | -21,9 | -                 | -     | 62,8                   | 9,7   | -                 | -     |
| 1985             | 45,0  | 50,6            | 3,8   | 49,6             | 3,2   | 24,0             | -14,4 | -                 | -     | 42,0                   | -2,0  | -                 | -     |
| 1986             | 34,6  | 52,8            | 13,5  | 46,0             | 8,4   | 59,4             | 18,4  | 86,5              | 38,5  | 24,1                   | -7,7  | -                 | -     |
| 1987             | 38,9  | 49,0            | 7,3   | 41,0             | 2,2   | 55,8             | 12,2  | 295,8             | 184,9 | 27,8                   | -7,9  | -                 | -     |
| 1988             | 73,7  | 64,3            | -5,3  | 61,4             | -7,0  | 53,9             | -11,3 | -37,3             | -63,9 | 66,0                   | -4,4  | 71,9              | -1,0  |
| 1989             | 63,3  | 59,3            | -2,4  | 58,9             | -2,6  | 24,7             | -23,6 | 511,2             | 274,3 | 49,2                   | -8,5  | 65,2              | 1,1   |
| 1990             | 60,3  | 53,9            | -3,9  | 53,1             | -4,4  | 3,6              | -22,8 | 55,6              | -2,9  | 22,9                   | -23,3 | 53,1              | -4,2  |
| 1991             | 66,0  | 81,4            | 9,2   | 65,0             | -0,6  | 51,4             | -8,7  | 41,5              | -14,7 | 59,9                   | -3,6  | 55,4              | -6,3  |
| 1992             | 70,1  | 88,2            | 10,6  | 66,4             | -2,1  | 56,5             | -7,9  | 1,6               | -40,2 | 65,1                   | -2,8  | 69,5              | -0,2  |
| 1993             | 66,1  | 87,5            | 12,9  | 66,6             | 0,3   | 134,3            | 41,0  | 505,7             | 264,7 | 59,5                   | -3,9  | 83,1              | 10,2  |
| 1994             | 106,3 | 152,3           | 22,3  | 91,5             | -7,1  | 152,9            | 22,5  | 44,9              | -29,7 | 170,3                  | 31,0  | 81,9              | -11,8 |
| 1995             | 93,6  | 122,8           | 15,0  | 90,4             | -1,6  | 29,9             | -32,8 | 46,8              | -24,1 | 54,0                   | -20,4 | 80,4              | -6,8  |
| 1996             | 80,4  | 135,2           | 30,3  | 90,6             | 5,6   | 63,8             | -9,1  | 143,8             | 35,1  | 75,4                   | -2,7  | 115,6             | 19,5  |
| 1997             | 85,7  | 109,7           | 12,5  | 86,8             | 0,6   | 47,9             | -20,3 | 235,5             | 90,4  | 90,2                   | -2,4  | 91,0              | 2,8   |
| 1998             | 84,6  | 118,1           | 18,1  | 82,4             | -1,5  | 53,5             | -16,8 | -24,7             | -59,2 | 71,8                   | -6,9  | 64,1              | -11,1 |
| 1999             | 64,9  | 108,4           | 26,3  | 75,2             | 6,2   | 74,6             | 5,9   | 485,3             | 354,9 | 60,5                   | 2,6   | 136,0             | 43,1  |
| 2000             | 54,9  | 38,0            | -10,9 | 38,0             | -10,9 | 18,3             | 14,8  | -37,9             | -59,9 | 19,7                   | -22,7 | 20,8              | -22,0 |
| 2001             | 54,4  | 96,2            | 27,0  | 60,0             | 3,6   | 118,7            | 41,6  | 46,0              | -5,4  | 114,2                  | 38,7  | 93,1              | 25,0  |
| 2002             | 45,0  | 64,0            | 13,7  | 51,5             | 4,4   | 40,1             | -3,3  | -24,7             | -48,0 | 13,8                   | -21,5 | 37,9              | -4,8  |
| 2003             | 25,3  | 45,5            | 15,9  | 31,0             | 4,6   | 2,2              | -18,4 | 79,6              | 43,3  | -15,4                  | -32,4 | 42,1              | 13,4  |
| 2004             | 10,6  | 26,6            | 14,4  | 22,7             | 10,9  | 2,0              | -7,7  | 34,0              | 21,1  | -4,0                   | -13,1 | 18,7              | 7,3   |
| Bileşik getiri % |       | 771             |       | 102,6            |       | 33,2             |       | 871,9             |       | 25,4                   |       | 142               |       |

Tabloyu incelediğimizde yıllar itibariyle en yüksek getirinin borsa olduğunu görmek mümkündür. Özellikle İMKB'nin faaliyete geçmesi ile birlikte piyasalar daha da hareketlenerek yatırımcılar alternatif yatırım kanallarını da tercih etmeye başlamışlardır. Tabloyu incelendiğinde, borsanın alternatif yatırım araçlarına göre daha fazla getiri sağladığını söylemek mümkündür. Aynı zamanda en fazla değişkenliğin de bu kalemdede olduğunu söyleyebiliriz. Yani tablo verilerine göre borsanın en riskli yatırım aracı olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

**Tablo 6:** İMKB 100 Endeksi 1991-2006 Yılı Değerleri



Yukarıdaki grafikte İMKB 100 endeksinin yıllar itibariyle değişimini görmekteyiz. Ülkemizin 2001 yılında yaşamış olduğu ekonomik kriz neticesinde endeksin bu yıllar içinde düşüş sergilediği, ileriki yıllar içinde ise hızlı bir toparlanma seyrinde olduğunu söylemek mümkündür. İMKB endeksi riskli olmasına karşın, yatırımcısına uzun vadede iyi bir yatırım aracı olduğunu %871’lik birleşik reel getiri ile kanıtlamıştır ( Uygurtürk, 2007 ).

Emeklilik fonlarının portföyleri büyüdükçe ve etkileri attıkça, daha etkin yatırım alanları için yeni enstrümanlara ihtiyaç duyulacaktır. Dünyadaki örnekler incelendiğinde, emeklilik yatırım fonlarının portföylerinde gayrimenkullerin ya da gayrimenkullere dayalı menkul kıymetlerin önemli bir ölçüde yer aldığını görmekteyiz. Dolayısıyla, piyasaların gelişmesi ve derinleşmesi açısından, emeklilik fonları önemli bir kaynak grubunu oluşturmaktadır. Tüm bu bilgiler ışığında, ülkemiz bireysel emeklilik sisteminin gelişmiş ülkelerdeki sisteme uygun olarak uzun vadeli fon yaratmada etkili bir kaynak olacağını söylemek mümkündür.

## **7.8. Emeklilik Yatırım Fonlarının Ekonomik Fonksiyonları**

Emeklilik yatırım fonlarının birçok ekonomik fonksiyonlarından söz edebiliriz.

Bu fonksiyonlardan belli başlı olanları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

### **7.8.1. Tasarrufların arttırılması:**

Bireylerin geleceklerini planlamadan, kısa dönemli tüketime yönelmeleri sonucunda ekonomiye destek olacak şekilde tasarruf oluşturulamamaktadır. Bireylerin emeklilik dönemlerini nasıl finanse edecekleri konusunda yeterli bilgi birikimine sahip olmamaları, kendi kendilerine yeterli tasarruf düzeyine ulaşmalarını engellemektedir. Bu durumun sonucunda, bireylerin emeklilik dönemlerinde yeterli birikime sahip olmaları zorlaşmaktadır. Tasarrufların, emeklilik yatırım fonlarında düzenli şekilde ödenen katkı payları sonucunda birikmesi ve bunların sonucunda yatırım geliri elde edilmesi ile bireyler emeklilik dönemlerinde yeterli tasarruf düzeyine ulaşabileceklerdir.

Bu şekilde, bireysel hesaplarda emeklilik tasarruflarının birikmeye başlaması ile birlikte, bireylerin farkındalığı artacak, böylece kişiler bu dönem için tasarruf yapma eğiliminde olacaklardır.

Fon varlıklarının yüksek getiri getirmesi, bireyleri daha fazla tasarruf yapmaya teşvik edecektir.

Sistemin tüm çalışanlara zorunlu tutulması durumunda ise, bireylerin erken yaşta tasarruf yapma disiplinine girmeleri sağlanacaktır.

Düzenli ve uzun vadeli tasarrufların artması hem sermaye birikimini sağlamakta, bununla birlikte ekonomik büyümeyi de beraberinde getirmektedir. Artan bu tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesiyle meydana gelecek olan ekonomik büyüme, hem istikrarlı bir refah artışı hem de bireylerin daha yüksek bir gelir düzeyine ulaşmalarını sağlayacaktır. Emeklilik programlarının meydana getireceği tasarruf artışı, bu programlardan emekli olunmaya başlanmasına kadar devam edecektir. Emeklilik sisteminin ilk safhası olan bu dönemde emeklilik yatırım fonları finansal piyasalardan net alıcı durumundadır. Emeklilik programlarının olgunlaşp emeklilik aylıklarını ödemeye başladığı ikinci safhadan itibaren fonların finansal piyasalardaki alımları azalacaktır.

Makro ekonomik anlamda emeklilik yatırım fonlarının etkilerine kısaca değinecek olursak;

- Emeklilik yatırım fonları gibi uzun vadeli kaynaklar enflasyon düşürücü rol oynamaktadır.
- Fon yatırımları, finansal piyasaların birincil ve ikincil pazarların; para, döviz ve türev piyasalarının gelişmesinde önemli bir rol oynamaktadır.
- Fonların piyasalar ve finansal araçlar üzerindeki uyarıcı etkisi, tasarrufları ve tasarrufların yöneldiği yatırımların verimliliğini arttırarak makro bazda ekonomik büyümeye yol açmaktadır.
- Finansal piyasalar ve aracılar tarafından yatırım projelerinin sürekli izlenmesi, sistematik riski dağıtmak suretiyle, bireylerin kurumsal yatırımlar yoluyla büyük ölçekli yatırımlar içerisinde yer almasına imkan vermektedir.

Gelişmiş ülkelerde, emeklilik fonları ve hayat sigortalarından oluşan uzun vadeli tasarrufların GSMH içindeki yeri oldukça önemli olup, bu oran %30 ile %90 arasında değişebilmektedir. Bu oran gelişmekte olan ülkelerde % 10 ve civarında yer almaktadır. Verilere bakıldığında, bu oranın daha da artış göstereceğini ve emeklilik yatırım fonlarının gelecekte önemli bir tasarruf aracı olacağını söylemek mümkündür.

### **7.8.2. Finansal Piyasaların Gelişimi**

Milli gelirin artması ile finansal piyasaların gelişmesi arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Sermaye piyasaları özellikle de hisse senetleri piyasası derinleştikçe, özel sektörün finansmanına yönelik imkanların artması, riskin dağıtılmasına katkıda bulunup, uzun vadede yüksek getirili projelere finansman sağlayarak ekonomik büyüme üzerinde uyarıcı etki yaratmaktadır.

Ekonomistler emeklilik yatırım fonlarının kurumsal yatırımcı sınıfı ile finansal piyasalar üzerinde olumlu etkisinin bulunduğu yönünde görüş birliği içerisindeyler. Kurumsal yatırımcılar, gelişmiş finansal piyasaların en önemli oyuncularındandır. Bu kurumsal yatırımcılar arasında yer alan emeklilik yatırım fonları, profesyonel yönetim esasına göre yönetilen ve uzun vadeli yatırım stratejileri ile kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı niteliğinde olmasının yanında, finansal sisteme yaptıkları katkılar ile de gelişmiş ülke ekonomilerinde önemli bir rol üstlenmektedirler.

Bu kurumları diğer kurumsal yatırımcılardan ayıran en önemli özellik, çeşitli yaptırımlar taşıyan bir emeklilik planı çerçevesinde fon katılımcılarının dönemsel olarak yapacakları belli tutar veya orandaki katkıların, kişilerin emeklilik döneminden önce çekilememesi veya erken çekişlerin vergilendirme yolu ile

caydırılmasıdır. Bu nedenle EYF' lerin yatırım stratejilerinde uzun vadede yüksek kazanç elde etme arayışında olmaları, beraberinde kaliteli bir risk yönetimi ile profesyonel bir portföy yönetimi getirecektir.

EYF' ler, finansal piyasalarda finansal yeniliklerin meydana gelmesi ve piyasaların modernizasyonu için önemli bir kaynak teşkil etmektedir. Fonlarının büyüklüğü ve sosyal güvenlik içerisindeki önemi arttıkça, bu fonlar yeni finansal araçlara ihtiyaç duyacaktır. Örneğin; ABD' de menkul kıymetleştirme uygulamaları ve finansal türev araçların gelişmesi, daha yüksek getiri sağlama ve daha iyi bir risk yönetimine ihtiyaç duyan EYF' ler ve benzeri kurumlar yatırımcılara atfedilmektedir. EYF' lerin finansal piyasalara başka bir katkısı ise menkul kıymetlere sabit bir talep yaratması sonucunda, piyasada likidite ve istikrar sağlayarak yatırımcılar için işlem maliyetlerini düşürmeleri olacaktır. Tüm bunların sonucu olarak da, kısa vadeli stratejik amaçlı alım satım işlemleri, yerini büyük ölçüde uzun vadede getiri elde etme amacına yönelik kurumsal yatırımlara bırakmaktadır.

Emeklilik yatırım fonlarının sermaye piyasalarına kanalize edilmesi sonucunda, piyasalardaki oynaklığın düşmesi ile birlikte istikrarlı bir büyüme sağlanabilmektedir. Fiyatların gerçek seviyelerine ulaşması ile birlikte sermaye maliyetleri düşecek ve böylece menkul kıymet ihraçları ve yatırımları artacaktır.

EYF' ler ile finansal piyasalar arasında dinamik bir etkileşim bulunmaktadır. Bu karşılıklı etki- tepki mekanizması gelişmiş ya da gelişmekte olan sermaye piyasaları için gerekli itici gücü oluşturmaktadır.

Kurumsal yatırımcı olan EYF' ler finansal yeniliklerini doğrudan ya da dolaylı en büyük destekleyicilerindendir. Kurumsal yatırımcılardaki bu gelişme, daha



rekabetçi bir yatırım bankacılığının ve daha güçlü bir sermaye piyasasını destekleyen olgudur.

### **7.8.3. Özelleştirme Sürecinin Etkinleştirilmesi**

Emeklilik yatırım fonları, kamu iktisadi kuruluşlarının özelleştirilmesi amacıyla, söz konusu kuruluşlarca ihraç edilen menkul kıymetlere büyük çapta yatırım yapma potansiyeline sahiptirler. Özelleştirme kapsamındaki kuruluşların fonlar tarafından satın alınması, bir yandan arz edilen şirketlere alıcı yaratırken, diğer yandan da emeklilik tasarruflarının kısa sürede fonlanmasını sağlamaktadır.

### **7.8.4. Emek Piyasasının Yeniden Düzenlenmesi**

EYF' ler sermaye piyasası üzerinden yaptıkları yatırımlar yoluyla sermaye mülkiyetinin çalışanlara geçip geniş toplum kesimlerine yayılmasına katkıda bulunmaktadır. Profesyonelce yönetilen fonlar sayesinde ekonominin en verimli sektörleri ve şirketlerinin menkul kıymetlerine dolaylı olarak sahip olma imkanı kavuşan çalışan emekliler, bireysel birikimleri ile sahip olamayacakları derecede çeşitlendirilmiş bir yatırım portföyünden tasarrufları oranında pay almaktadırlar.

BES' in, çalışanları ekonominin işleyiş sistemine daha fazla entegre etmesi ve ekonominin karlılığından daha fazla pay almalarına olanak vermesi ile emeklilik tasarruf anlayışından çok daha ileride bir fonksiyonu vardır. EYF' ler ekonominin dinamik bir büyüme göstermesi hususunda bürokrasi, çalışanlar ve sermaye sahipleri arasında menfaat birliği yaratarak; sağladığı yüksek gelirle, ulaşılan büyümenin sonuçlarından çalışanları daha somut bir şekilde yararlandırmaktadır (Dalğar, 2007 ).

## SEKİZİNCİ BÖLÜM

### GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Gerek gelişmiş ülkeler olsun, gerek gelişmekte olan ülkeler olsun sosyal güvenlik sorunu tüm ülkelerin karşılaştığı ortak bir problem olarak ortaya çıkmaktadır. Demografik yapının değişerek nüfusun giderek yaşlanması, politik düzensizlikler, işsizlik sorunu ve kayıt dışı ekonominin fazlalığı gibi birçok neden ülkelerin sosyal güvenlik sistemlerine olumsuz etki etmekte; bunu sonucunda da sistem sağlıklı bir biçimde işleyememektedir. Bu sebeple, kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcı niteliğinde olan bireysel emeklilik sistemi, ülkelerin sosyal güvenlik sorununun çözümünde ve finansal piyasaların gelişmesinde önemli bir rol üstlenmektedir. Ülkemizde de sosyal güvenlik reformunun bir parçası olarak, 07 Nisan 2001 tarihinde 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu, 24366 sayılı Resmi Gazete’ de yayımlanmış ve bu tarihten 6 ay sonra da yürürlüğe girmiştir. Böylece, hem kamu sosyal güvenlik sistemine tamamlayıcısı niteliğinde hem de sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların varlığının artırılması yönünde adımlar atılmıştır.

Sistemin başarılı bir şekilde yürümesi için şüphesiz ki tüm birimlerin etkili bir şekilde çalışması, katılımı artırıcı rol oynayan yeterli vergi teşviklerine ve yeterli düzeyde yasal düzenlemelere ihtiyaç olmakla beraber, fonların ve birikimlerin de uzman portföy yöneticileri tarafından iyi yönetilmesi gerekmektedir. Fonların amacı, katılımcılara minimum maliyet ve risk ile yüksek getiri sağlayacak şekilde yönetilmesidir. Bu sebeple portföylerin buna göre piyasa koşullarına uyacak ve düzenli birikim sağlayacak şekilde oluşturulması büyük önem arz etmektedir.

Çalışmamızda gene olarak iki tür yönetim ilkesi üzerinde durulmuştu. Basiretli yönetim ilkesi, emeklilik yatırım fonlarının yatırıma yönlendirilmesinde yatırım araçları üzerinde limitlerin uygulanmamasını, fon yönetiminde serbestlik tanınmasını ifade etmekteydi. Basiretlik ilkesi, portföy yöneticisinin yatırım kararlarından sonra fonun elde edeceği getiriden çok, bu kararların verilme aşamasıyla ilgili bir durumdur.

Buna karşın, basiretli yönetim ilkesinin aksine, yatırım araçları üzerine sınırlamaların getirildiği sistemlerde, fon yönetiminin hangi yatırım araçlarına azami ne kadar yatırım yapabileceği önceden düzenlenmiş; böylece, fon portföyünün riskini yükseltebilecek varlıklara aşırı derecede yatırım yapılarak, biriken emeklilik tasarruflarının güvenliğinin tehlike altına alınması hedeflenmekte idi.

Emeklilik yatırım fonlarının uluslararası piyasalardan serbestçe yararlanmalarına izin verilip verilmemesi; izin verilecek ise bu düzeyin hangi aşamada olacağı gibi hususlar genel olarak tüm ülkelerde mevcuttur. Gelişmekte olan ülkelerde, yatırım araçları üzerine sınır getirilmesiyle, ilk başlarda emeklilik yatırım fonlarının yerel sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunacağı ve zorunlu sosyal güvenlik sisteminden özel emeklilik sistemine geçişin getireceği mali yüklerin de bu şekilde azaltılacağı iddia edilmektedir. Emeklilik yatırım fonlarının yönetim uygulamaları

incelendiğinde, genel olarak dünya uygulamalarında yatırımların sınırlandırıldığını görmekteyiz. Yapılan araştırmalar, fonların yatırım sınırlamaları uygulayan ülkelerde, basiretli yönetim ilkesini uygulayan ülkelere göre fon getirileri yaklaşık olarak %4 civarında daha az olmaktadır. Bu da fonların yatırım sınırlamalarına karşı duyarlı olduğunun bir göstergesi olmaktadır. Fon yönetimlerinde basiretli yönetim ilkesinin kullanımını sağlamak amacıyla, piyasaların gelişimi, sektör ve sektör ihtiyaçları sürekli izlenmeli ve etkin bir portföy yönetimi sağlamak adına, yönetimin sınırlandırıldığı düzenlemeler tespit edilerek, bu fonların etkili bir iç kontrol sistemine sahip olmaları teşvik edilmelidir.

Ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sisteminde de emeklilik yatırım fonlarının yönetiminde uyulması gereken birtakım yatırım sınırlamaları getirilmiştir. Aynı zamanda, emeklilik şirketleri tarafından sunulan fon türleri de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmektedir. Sistemimiz katkı payı esasına göre çalışmakta ve katılımcılar yatırımları üzerindeki riskleri bilerek üstlenip; yatırımlarını kendi tercihlerine göre yapmaktadırlar. Durum her ne kadar bu şekilde de olsa, yatırımlara getirilen sınırlamalar katılımcıların tercihlerini bir anlamda sınırlamaktadır. Kamu borçlanma araçlarına yapılacak olan asgari yatırım sermaye piyasalarının gelişimini bir ölçüde sınırlandırmaktadır. Bu sebeple, sistemin gelişimi ve ülke ekonomisinin de iyileşmesiyle birlikte bu sınırlamalar gevşetilmelidir. Emeklilik yatırım fonlarına getirilen yatırım sınırlandırmaları, karar alma sürecinde portföy yöneticisini aşırı riskli yatırım kararları almasının önlenmesinde yardımcı olacaktır. Fakat öbür taraftan da, bu sınırlamalar yeterli düzeyde çeşitlendirilmiş fon portföylerinin oluşmasına, piyasa şartlarına göre gerekli müdahalelerin yapılmasına engel teşkil edecek; bu da katılımcıların beklediği düzeyde birikim yapmalarına engel olacaktır. Bu saydığımız

etmenler çerçevesinde, ülkemiz bireysel emeklilik sisteminde uygulanan yatırım sınırlandırmaları yavaş yavaş gevşetilmeli, uzun vade de ortadan kaldırılmalıdır. Söz konusu geçiş aşamasında, kuvvetli bir denetim mekanizması oluşturulması bu geçişin nispeten sorunsuz yaşanmasına olanak tanıyacaktır. Gerektiğinde alınan profesyonel yardımlar ile, yönetim teknikleri ve araçlarının kullanılma şekilleri incelenmeli, bu yatırım kararlarından çıkan sonuçlar ve portföyün riski sürekli olarak ölçülmelidir. Bütün bu parçaların oluşturulabilmesi için yukarıda da değinildiği gibi SPK tarafından yüksek bir gözetim ve denetim mekanizması oluşturulması yara sağlayacaktır. Ayrıca yurt dışı örneklerinden yola çıkarak konu ile ilgili metodların incelenmesi ve ülkemiz sistemine uyarlanabilecek sistemler üzerinde durulması yol gösterici olacaktır.

Bireysel emeklilik sisteminin yukarıda belirtilenler ışığında hareket etmesiyle, sistem istikarlı bir şekilde büyüyecek, sermaye piyasalaronon derinleşmesi sağlanacak; ayrıca yeterli denetim ve kontrol mekanizmasının oluşmasıyla birlikte bireylerde sistem ile ilgili uzun vadeli bir güven ortamının oluşacaktır.

## KAYNAKÇA

- Ak, Mehmet Zeki ve Şükrü Cicioğlu. 2006. “Sosyal Güvenlik Sisteminin Yeniden Yapılandırılması Gereği ve Reform Paketi”, *E- Akademi*, Ağustos, Sayı:54
- Alper, Yusuf, Selahattin İmrohoroğlu ve Serdar Sayan. 2004. “Türk Emeklilik Sisteminde Reform: Mevcut Durum ve Alternatif Stratejiler”. Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği TÜSİAD, 9 Kasım
- Alper, Yusuf. 2002. “Sosyal Güvenlikte Yeni Bir Adım: Bireysel Emeklilik”,
- Aras, Güler, A. Muslumov, *Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği*, Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, İstanbul 2003
- Arıcı, Kadir. 2001. “*Sosyal Güvenlik Sistemimiz İçin Yeni Bir Tecrübe: Özel Emeklilik Fonu*”. TİSK-İşveren Dergisi. Aralık
- Asaf, Aydın. 2008. *Türkiye’de ve Dünya’da Bireysel Emeklilik Sistemi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Abant İzzet Baysal Ün. S.B.E., Bolu.
- Aygün, Yavuz Selim. 2007. *Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Emeklilik Yatırım Fonlarında Varlık Dağılımları ve Denetim Mekanizmaları*. İstanbul. Kasım
- Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik
- Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu
- Buzlupınar, Elif. 1996. *Emeklilik Fonları Sermaye Piyasasına Kaynak Aktarımı Türkiye Üzerine Değerlendirmeler*, SPK Yayınları Yayın No:47
- Buzlupınar, Elif. 1996. *Emeklilik Fonları Sermaye Piyasasına Kaynak Aktarımı Türkiye Üzerine Değerlendirmeler* Ankara: Spk Yayın No:47
- Can, Yeşim. 2010. “Bireysel Emekliliğin Türkiye’deki Durumu ve Gelişimi”. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*. Cilt 2, Sayı 2. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Cansızlar, Doğan. 2001. “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Sermaye Piyasaları”, *İşveren*, C:XI, S:3, Aralık 2001
- Cansızlar, Doğan. 2003. “Bireysel Emeklilik Sistemi ve Emeklilik Yatırım Fonları”. *İşveren*, 42(2)
- Çelikoğlu, İlyas. 1994. “Sosyal Güvenlik Sistemlerinin Finansman Yöntemleri ve Türkiye Uygulaması”, Uzmanlık Tezleri Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, Eylül.
- Çimento İşveren Dergisi*, Cilt 16, Sayı 2
- Derelioğlu, Deniz. 2001. *Dünyada Özel Emeklilik Uygulamaları ve Türkiye İçin Öneriler*. Ankara:Rota Yayın Yapım Tic. Ltd.Sti., Nisan
- Dalğar, Hüseyin. 2007. *Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi*, Türkiye Bankalar Birliği, Şubat
- Ege, İlhan. 2004. “Dünyada ve Türkiye’de Emeklilik Fonları Portföy Yönetimi”, *Uluslararası Piyasalarda Finansal Entegrasyon*, SPK Yayını, s.296
- Ege, İlhan. 2007-2008. “Türkiye ve İngiltere’nin Bireysel Emeklilik Sistemlerinin Karşılaştırılması”. *Kocaeli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Yıl: 3-4. Sayı: 3-6, Haziran / Aralık*
- EGM, Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu-2008
- EGM, Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu-2009

- Elveren Ali Haydar. 2003. “Bireysel Emeklilik Sisteminin Makro Ekonomik Etkileri”, *İşveren*, C:41, S:8, Mayıs
- Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik
- Erdoğan, O. ve L. ÖZER. 1998. *Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar*. İstanbul:İMKB Yayınları
- Erdönmez, Pelin Atanan. 2003. “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”, *Bankacılar Dergisi*, sayı 47
- Ergenekon, Çağatay. 1998. *Özel Emeklilik Fonları: Sili Örneğinden Çıkarılacak Dersler*. İstanbul: İMKB Yayınları. Mart
- Ergenekon, Çağatay. 2001. *Emekliliğin Finansmanı: Global Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları Işığında Ülkemiz için Öneriler*, İstanbul: Emir Ofset Matbaacılık, Haziran
- Ergenekon, Çağatay. 2001. *Emekliliğin Finansmanı Global Uygulamalar Işığında Türkiye İçin Bir Özel Emeklilik Modeli Önerisi*, Sigortacılık Sektörü Bilimsel Çalışma Yarışması, İstanbul: Rota Yayın
- Ergenekon, Çağatay. 1998a. *Sosyal Güvenlik Sistemleri Bağlamında Özel Emeklilik Uygulamaları: Türkiye’deki Gelişime Global Perspektifte Bir Bakış*, Milli Reasürans Türk A.S. Sigortacılık Sektörü Bilimsel Çalışma Yarışması Birincilik Ödülü 1998 (a)
- Gökbayrak, Şenay. 2010. “Türkiye’de Sosyal Güvenliğin Dönüşümü”, *Çalışma ve Toplum*, Siyasal Kitapevi, Ekim
- Gökbayrak, Şenay. 2010. *Refah Devletinin Dönüşümü ve Özel Emeklilik Programları*, Siyasal kitapevi, ekim
- Güler, Aras ve A. Müslümov. 2003. “Türk Sigorta Sektörünün Özel Emeklilik Reformu Sürecinde Değişen Rolü : Fırsatlar ve Tehditler”, *İşletme Fakültesi Dergisi*
- Güzel, Ali. 2005. “Türk Sosyal Güvenlik Sisteminde Öngörülen Reform Mevcut Sorunlara Çözüm Mü?”, *Çalışma ve Toplum Dergisi*
- Kılıç, Saim. 2002. “Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi”. Ankara: İMKB Yayınları
- Konuralp, Gürel ve H. Okan Utkueri. (t.y.). *Sosyal Güvenlik Reformu Kapsamında Özel Emeklilik Fonlarının Önemi*
- Sermaye Piyasası Kurulu, *Yatırım Fonları SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-3*
- Soydemir, Selim, Altun Oğuz. 1990. *Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası*, SPK Araştırma Raporu
- Soylu, Selin. 2004. *Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemine İlişkin Düzenlemeler ve Uygulamada Geline Aşama*, SPK, Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ankara
- Soylu, Selin. 2004. *Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi*, SPK, Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ankara
- Şentürk, Şenol Serkan. 2002. *Özel Emeklilik Fonlarında Vergilendirme ve Fon Yönetimi*, İnceleme Araştırma
- Uygurtürk, Hasan. 2007. *Türkiye’deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Ölçümü ve Stil Analizi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Zonguldak Kara Elmas Üniv. S.B.E., Zonguldak
- Uğur, Suat (2004b). “Özel Emeklilik Türleri ve Bireysel Emeklilik”, *Çimento İşveren Dergisi*, Cilt: 18, Sayı: 4
- Ünal, T. 1995. *Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar*. İstanbul: İMKB Araştırma Yayınları

## Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği